

## // BILAN 2015 DE L'AMF SUR LES NOUVELLES MODALITÉS D'INTRODUCTION EN BOURSE

## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b>BILAN DES INTRODUCTIONS EN BOURSE DE L'ANNEE 2015</b> .....	<b>3</b>
1.1.	Evolution du nombre d'introductions en bourse .....	3
1.2.	Montants levés / cédés .....	4
1.3.	Secteurs les plus représentés : focus sur le secteur de biotechnologies .....	4
<b>2.</b>	<b>LA TRANSPARENCE EN COURS D'OFFRE</b> .....	<b>7</b>
2.1.	La réduction de la taille de l'offre .....	7
2.2.	L'emprise des engagements de souscription sur l'offre .....	8
2.3.	La communication des engagements de souscription des parties liées à l'offre .....	8
<b>3.</b>	<b>BILAN DE LA MISE EN ŒUVRE DES MESURES INTRODUITES PAR L'AMF EN JANVIER 2015 POUR FACILITER L'EXECUTION DES PROJETS D'IPO</b> .....	<b>9</b>
3.1.	La tranche à destination des investisseurs particuliers .....	9
3.2.	La flexibilité des règles d'encadrement du prix.....	12
3.3.	Les critères d'appréciation de la fourchette de prix .....	13
3.4.	La révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert destinée aux particuliers .....	14
3.5.	L'accès des analystes des banques du syndicat aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF .....	14
3.6.	La langue du prospectus .....	16
	<b>ANNEXE : Liste des sociétés introduites en bourse au cours de l'année 2015</b> .....	<b>17</b>

La présente étude a pour objet de présenter un bilan des introductions en Bourse (« IPO ») réalisées sur la place de Paris au cours de l'année 2015, les règles de transparence qui s'appliquent en cours d'offre, et le résultat des mesures mises en œuvre par l'AMF le 21 janvier 2015 pour faciliter l'exécution des projets d'IPO.

S'agissant des mesures de transparence en cours d'offre, l'AMF a observé que certaines pratiques destinées à assurer le succès des opérations se développaient. Ces pratiques concernent notamment :

- la réduction de la taille de l'offre préalablement à la réalisation de l'opération,
- l'existence d'engagements de souscription prépondérants susceptibles d'avoir une emprise sur l'offre,
- la modification des engagements de souscription des actionnaires ou des nouveaux investisseurs.

L'AMF rappelle que les investisseurs doivent être informés de ces pratiques. Cette transparence est assurée par la publication du prospectus présentant le projet d'IPO, et, le cas échéant, par la publication d'une communication au cours de la période de placement.

S'agissant des mesures mises en place l'an passé pour faciliter l'exécution des projets d'IPO (tranche à destination des investisseurs particuliers, flexibilité des règles d'encadrement des prix, révocabilité des ordres, etc.), leur évaluation se révèle tout à fait positive. Dans la majorité des cas, l'AMF a pu constater que les intermédiaires avaient eu recours à la flexibilité offerte par ces nouvelles dispositions.

## 1. BILAN DES INTRODUCTIONS EN BOURSE DE L'ANNEE 2015

### 1.1. Evolution du nombre d'introductions en bourse

L'année 2015 a été marquée par une activité relativement soutenue sur les marchés des introductions en bourse (« IPO ») à Paris après :

- un premier semestre 2014 particulièrement actif, porté par la réouverture du marché après plusieurs mois de crises financières et de forte volatilité;
- un second semestre 2014, moins euphorique, marqué par le report d'introductions comme celle de SPIE.

Ainsi, au cours de l'année 2015, 42 sociétés ont été introduites en bourse, dont 23 sur le marché réglementé d'Euronext, contre 21 en 2014 et 16 en 2013.

19 PME ont été introduites sur Alternext, comme en 2014, contre 10 sur 2013. Contrairement au phénomène relevé en 2013, le marché Alternext a retrouvé une certaine dynamique, en ligne avec la réouverture du marché des IPO : sur l'ensemble des IPO réalisées par offre au public sur le compartiment C d'Euronext, Alternext a accueilli 68% de ces opérations en 2015, contre 20% en 2013.

Le tableau suivant présente la répartition des IPO par marché de cotation au cours des années 2015, 2014 et 2013 :

Nombre d'introductions par marché /compartiment d'introduction

	Année 2015	Année 2014	Année 2013
Compartiment A	8	5	2
Compartiment B	6	4	2
Compartiment C	8	12	8
Compartiment Professionnel	1	-	4
<b>Total Euronext</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>16</b>
<b>Total Alternext</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>10</b>
<b>TOTAL</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>26</b>

Source : AMF sur la base des avis Euronext

La liste des sociétés introduites en bourse en 2015 est jointe en annexe.

Parmi les 42 sociétés introduites sur l'année 2015 :

- **28 ont choisi l'offre au public d'actions**, contre 26 sur l'année précédente : 4 sur le compartiment A, 5 sur le compartiment B, 6 sur le compartiment C, 13 sur le compartiment offre au public d'Alternext ;
- **14 ont choisi la cotation directe** : 4 par placement privé dont CNOVA NV et NOKIA CORP. sur le compartiment A d'Euronext via un passeport, HOLCIM et ARES ALLERGY HOLDINGS PLC, 2 par transfert depuis le Marché Libre, 4 par transfert d'Alternext vers Euronext, 2 par transfert d'Euronext vers Alternext, 2 par cotation directe (1 sur le compartiment C et 1 sur le compartiment professionnel).

Sur l'ensemble de ces opérations on note un maintien des introductions de taille significative, avec 4 introductions sur le compartiment A : ELIS, SPIE, EUROPCAR et AMUNDI.

Le marché est cependant resté sélectif :

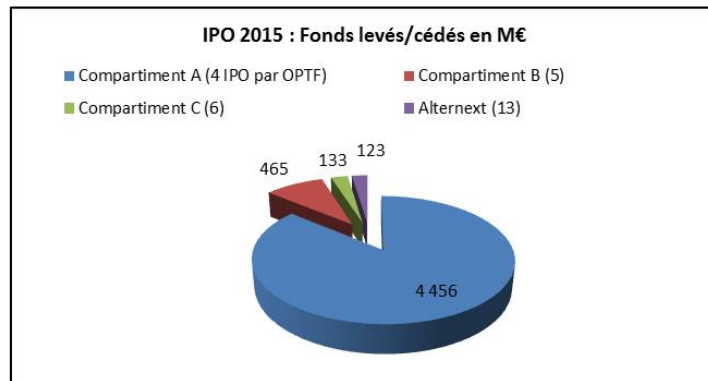
- tant au regard des dossiers présentés, comme l'illustre l'abandon des projets LABCO, SolaireDirect et Deezer,
- qu'en termes de prix : sur les **28** sociétés ayant réalisé leur opération par offre au public :
  - **plus de la moitié (15)** des introductions ont été réalisées en bas de la fourchette ;
  - **7** en milieu de fourchette ;
  - contre seulement **6** en haut de fourchette.

De plus, la volatilité et les incertitudes sur les marchés au 2<sup>nd</sup> semestre 2015 ont conduit au report de plusieurs projets d'IPO.

### 1.2. Montants levés / cédés

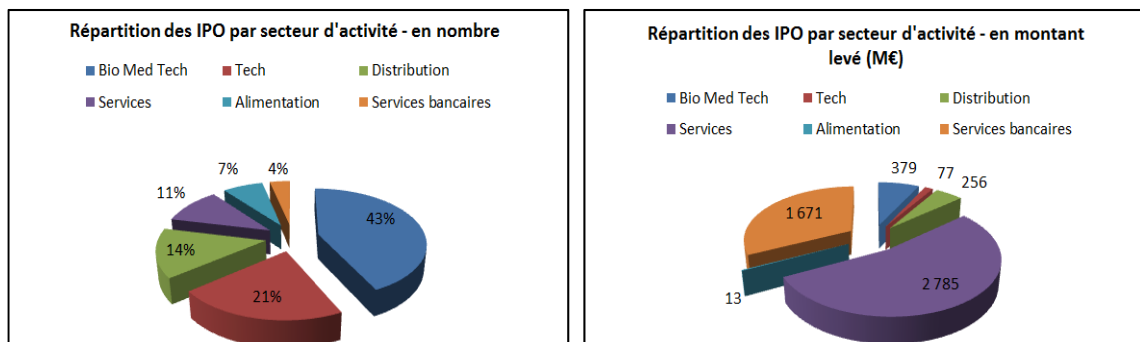
Les **28** IPO réalisées par offre au public sur l'année représentent un montant de capitaux placés de **5,2 Mds€**

Les opérations de grandes sociétés (compartiment A) représentent à elles seules **87%** de ces montants:



### 1.3. Secteurs les plus représentés : focus sur le secteur de biotechnologies

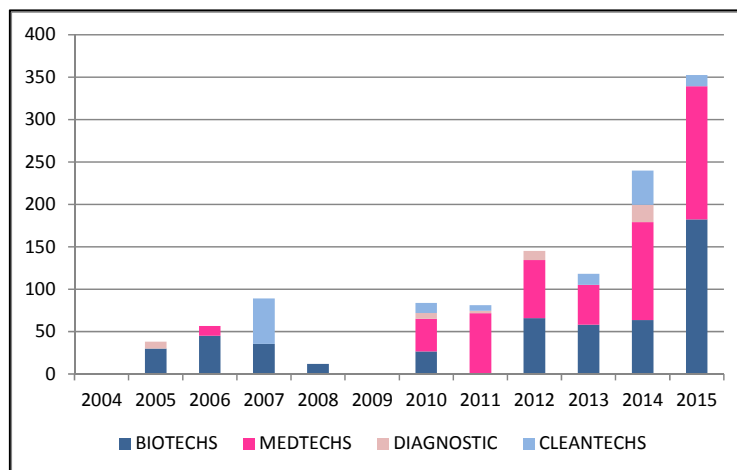
Le marché des IPO reste alimenté par un flux important de sociétés issues du secteur des « *Bio Med Tech* ». Ainsi, 12 IPO par offre au public répondent aux besoins de financement d'entreprises des secteurs des biotechnologies et des équipements médicaux.



Sur l'année 2015, **12** introductions en bourse ont été réalisées dans le secteur des biotechnologies (**8** sur Euronext et **4** sur Alternext)<sup>1</sup>. Deux autres sociétés ont transféré leurs titres sur le compartiment public d'Alternext,<sup>2</sup>

Le montant total levé dans le secteur des biotechnologies a représenté **353 M€**. A titre de comparaison, il y a eu **10** IPO dans le secteur en 2014, **7** IPO en 2013 et **8** IPO en 2012. En montant, **239 M€** ont été levés en 2014, contre **118 M€** en 2013 et **145 M€** en 2012.

### Montant des levées de fonds en 2015 lors de l'IPO dans le secteur des biotechnologies



Aujourd'hui, le secteur est représenté par plus de **60** sociétés cotées à la bourse de Paris et la capitalisation boursière totale avoisinait les **9,5 Mds€** à fin décembre. Le secteur acquiert ainsi une véritable visibilité auprès des investisseurs européens et aussi de plus en plus en vis-à-vis des investisseurs américains.

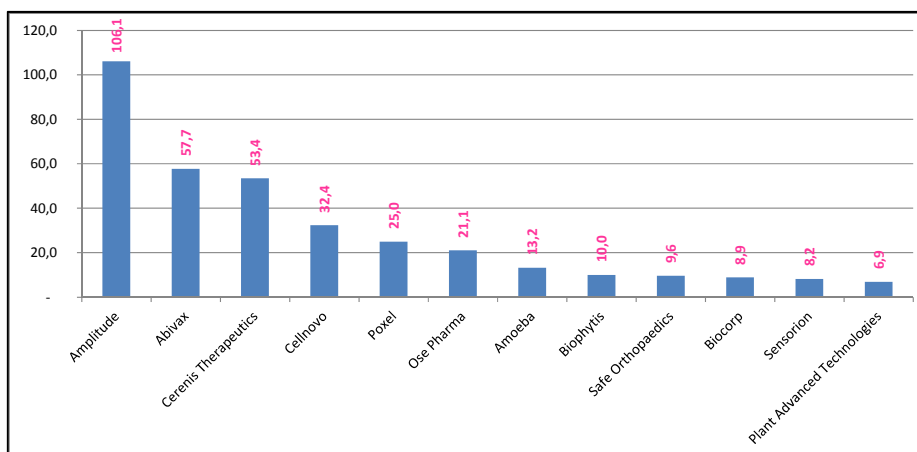
Dans ce contexte, deux sociétés cotées à Paris ont par la suite opté également pour la cotation de leurs titres au NASDAQ sous la forme d'ADR/ADS (*American Depositary Receipt/ Share*). Ainsi, DBV Technologies a réalisé une augmentation de capital de plus de 90 M€ au mois d'octobre 2014 et une seconde émission de 255 M€ au mois de juillet 2015 auprès d'investisseurs américains. La société capitalisait 1,5 Mds€ à fin 2015 après avoir intégré l'indice SBF 120 le 11 septembre 2015. Collectis quant à elle, a levé 194 M€ en faisant coter ses titres au NASDAQ au mois d'avril 2015.

A Paris, les montants levés lors des récentes IPO oscillent entre 7 et 106 M€. Ils permettront à la plupart des sociétés de poursuivre leur développement sans pour autant sécuriser le besoin en financement jusqu'au stade de la rentabilité. D'autres levées de fonds sont donc à prévoir à moyen terme.

<sup>1</sup> Liste des introductions en bourse 2015 dans le secteur des biotechnologies : POXEL, SAFE ORTHOPAEDICS, CERENIS THERAPEUTICS, OSE PHARMA, AMOEBA, PLANT ADVANCED TECHNOLOGY, SENSORION, ABIVAX, AMPLITUDE SURGICAL, BIOCOP, BIOPHYTIS, CELLNOVO GROUP

<sup>2</sup> Autres sociétés cotées en 2015 : I.CERAM et QUANTUM GENOMIC (transfert du compartiment Placement Privé au compartiment Offre au Public du marché Alternext)

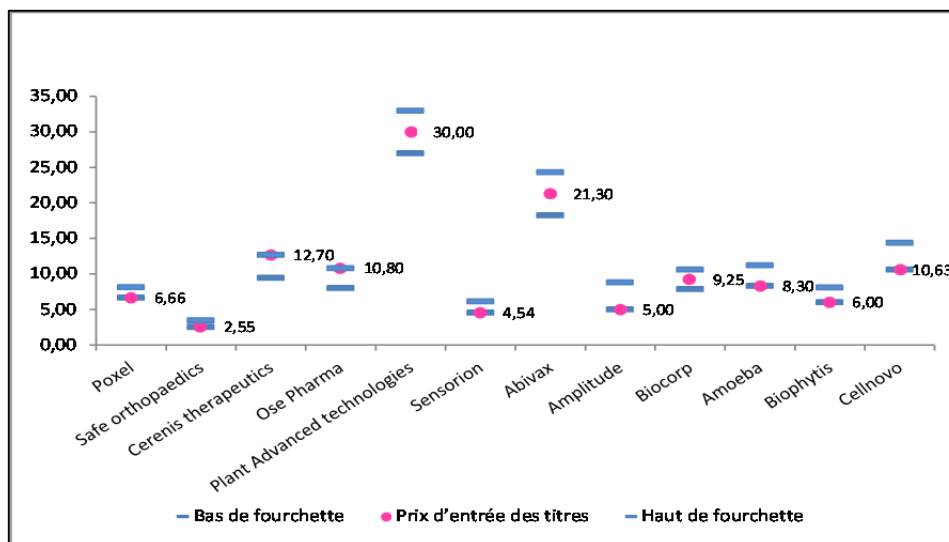
### Montants levés par société lors de l'IPO en 2015



En 2015, le marché parisien est resté volatil. Dans cet environnement, certains dossiers d'IPO sur la place de Paris ont rencontré des difficultés de placement, mais ont pu néanmoins réaliser des levées complémentaires à un prix supérieur au prix de l'IPO quelques semaines après leur introduction.

La plupart des IPO ont été réalisées à un prix correspondant au bas de la fourchette indicative. Abivax et Plant Advanced Technology (PAT) sont sorties quant à elle en milieu de fourchette. Cerenis et Safe Orthopaedics en haut de fourchette. Ce constat reflète les conditions de marché sur la période.

### Prix d'entrée des titres par rapport à la fourchette indicative



Dans la plupart des cas, le prix de l'IPO retenu est très supérieur au prix des dernières levées de fonds réalisées par les sociétés préalablement à leur entrée en bourse, sans que cet écart ne s'accompagne nécessairement d'avancées majeures dans le développement technologique ou des études cliniques. Ces éléments sont généralement repris dans la rubrique « disparité du prix » de la note d'opération. S'agissant des autres opérations de financement en amont de l'IPO, l'AMF a relevé que des lignes obligataires étaient parfois mises en place afin de sécuriser la trésorerie de la société jusqu'à l'IPO. Dans certains cas, ces lignes obligataires ont été converties en capital au moment de l'IPO.

Au-delà des introductions en bourse, les sources de financement dans le secteur se diversifient avec la réalisation par certaines sociétés de placements privés auprès d'investisseurs américains, ou encore de la cotation de leurs titres au NASDAQ.

## **2. LA TRANSPARENCE EN COURS D'OFFRE**

Au cours de l'année 2015, l'AMF a observé que certaines pratiques destinées à assurer le succès des opérations se développaient. Ces pratiques concernent notamment :

- la réduction de la taille de l'offre préalablement à la réalisation de l'opération,
- l'existence d'engagements de souscription prépondérants susceptibles d'avoir une emprise sur l'offre,
- la modification des engagements de souscription des actionnaires ou des nouveaux investisseurs.

Une transparence sur ces pratiques doit être donnée aux investisseurs. Cette transparence est assurée par la publication du prospectus présentant le projet d'IPO, et, le cas échéant, par la publication d'une communication au cours de la période de placement.

### **2.1. La réduction de la taille de l'offre**

La taille d'une opération peut varier significativement entre le montant offert et le montant définitivement souscrit. Cette possibilité est accrue lorsque l'offre est composée d'une branche primaire (actions nouvelles) et d'une branche secondaire, c'est-à-dire d'une cession de titres existants.

Le montant de l'offre primaire peut être réduit à 75% du montant de l'émission en cas de difficulté de placement. Il peut aussi être augmenté de 15% en cas d'exercice de la clause d'extension et de 15% supplémentaires en cas d'exercice de l'option de surallocation. S'agissant de l'offre secondaire, le nombre de titres offerts peut être réduit de 100%.

A des fins de transparence vis-à-vis des investisseurs, et conformément au règlement européen Prospectus<sup>3</sup>, le prospectus présente les engagements de cession des actionnaires, la dilution maximale induite par l'émission de titres nouveaux, et la priorité qui sera accordée à la souscription de chacune des deux branches de l'opération.

Cette exigence de transparence revêt une importance toute particulière. L'AMF constate que la réduction de la taille de la branche primaire n'est généralement pas privilégiée dans la mesure où elle affecte la capacité de financement de l'émetteur. La réduction potentielle de la branche secondaire est, en revanche, plus fréquente. Elle a pour conséquence d'impacter la structure actionnariale et la liquidité du titre post introduction en bourse.

S'il est décidé de réduire effectivement et significativement la taille de l'offre au cours de la période de placement, un communiqué complémentaire au prospectus s'avère alors également nécessaire, et ce en application des règles de bonne information du marché. Ce communiqué informe les investisseurs qui peuvent le cas échéant révoquer leurs ordres.

S'il est décidé de réduire effectivement et significativement la taille de l'offre au cours de la période de placement et que cette décision est prise moins de deux jours avant la fin de la période de souscription, l'émetteur doit aussi s'interroger sur l'opportunité de prolonger la période d'offre. Cette prolongation permet aux investisseurs de prendre connaissance de l'information. Elle implique cependant la publication d'une note complémentaire<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Articles 5.1.2 et suivants de l'annexe III du Règlement (CE) n°809/2004.

<sup>4</sup> Article 212-25 du règlement général de l'AMF.

## **2.2. L'emprise des engagements de souscription sur l'offre**

Afin de sécuriser leur projet d'introduction en bourse, certains émetteurs obtiennent des engagements de souscription signés en amont de l'ouverture de la période de souscription. Ces engagements, présentés dans le prospectus conformément aux dispositions du règlement européen<sup>5</sup>, peuvent parfois représenter une part significative de l'offre proposée.

A cet égard, il a été observé au cours de l'année 2015 que les engagements de souscription cumulés par opération ont pu atteindre jusqu'au ¾ du montant de l'émission et être servis en priorité au terme de la période d'offre.

L'AMF constate que ces engagements de souscription étaient soit dispersés entre différents investisseurs, soit exprimés en montant, sans indication de prix de souscription (de tels ordres sont libellés à tout prix). L'objectif poursuivi est que ces engagements, provenant parfois de parties liées, ne pèsent pas sur le processus de formation du prix et la construction du livre d'ordres. Il s'agit d'éviter une emprise trop forte de ces engagements sur l'offre.

Dans tous les cas, la part du flottant doit rester suffisante pour permettre le bon fonctionnement du marché secondaire post-IPO.

## **2.3. La communication des engagements de souscription des parties liées à l'offre**

Dans les conditions de placement parfois très délicates qui ont prévalu au cours de l'année 2015, en raison notamment de la volatilité des marchés, et malgré les engagements de souscription déjà obtenus, certains livres d'ordres n'étaient pas suffisamment couverts par les souscriptions des investisseurs.

Les sociétés concernées ont dû avoir recours, pour permettre la réalisation de l'opération, à une souscription complémentaire de la part des actionnaires historiques, voire même, dans certains cas, à des parties liées à l'opération.

A la différence des engagements de souscription présentés dans le prospectus, les souscriptions complémentaires visant à sécuriser l'opération n'ont pas nécessairement fait l'objet d'une publicité.

Or, toute modification relative aux engagements de souscription présentés dans le prospectus, notamment lorsqu'il s'agit d'engagements de souscription complémentaires formulés par les parties liées au projet d'IPO, intermédiaires ou actionnaires historiques, doit faire l'objet d'une publicité par voie de communiqué de presse, en application des règles d'information au marché. L'information est d'autant plus sensible qu'elle peut révéler la concrétisation de conflits d'intérêts potentiels.

Si des engagements de souscription complémentaires viennent en garantie de l'opération, sans communication préalable de l'information au marché, les autres investisseurs ne sont dès lors pas correctement informés.

---

<sup>5</sup> Article 5.2.2 de l'annexe III du Règlement (CE) n°809/2004.



Ainsi, l'AMF a constaté l'importance de la transparence envers les investisseurs sur certaines pratiques favorisant le succès des opérations :

- La clarification dans le prospectus des modalités de réduction éventuelles de la taille de l'offre et la publication d'un communiqué de presse complémentaire au cours de la période souscription s'il est effectivement décidé de la réduire significativement. Dans l'hypothèse où cette réduction interviendrait moins de deux jours avant la fin de la période de souscription, et pour permettre aux investisseurs d'en prendre connaissance dans de bonnes conditions, la prolongation de la période d'offre implique la publication d'une note complémentaire au prospectus.
- La présentation d'engagements de souscription provenant de parties liées exprimés en montant, sans indication de prix de souscription, pour éviter une emprise trop forte de ces engagements sur l'offre.
- La communication au cours de la période de souscription de toute modification des engagements de souscription présentés dans le prospectus et la prévention des conflits d'intérêts éventuels lorsque les engagements complémentaires émanent de parties liées à l'opération.

### **3. BILAN DE LA MISE EN ŒUVRE DES MESURES INTRODUITES PAR L'AMF EN JANVIER 2015 POUR FACILITER L'EXECUTION DES PROJETS D'IPO**

---

L'AMF a publié le 21 janvier 2015 une position-recommandation (référence DOC-2015-02) mettant en œuvre un nouveau cadre pour les introductions en bourse. Ces nouvelles mesures reflètent les propositions émises par le groupe de travail de l'AMF, présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck, sur les introductions en bourse lancé en mars 2014.

Ces mesures, décidées par le Collège de l'AMF, sont les suivantes :

- le **maintien**, pour toute introduction en bourse, **de l'obligation de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers** ;
- **une plus grande flexibilité dans les règles d'encadrement du prix** ;
- l'alignement de la pratique de l'AMF sur la pratique européenne consistant à **ne plus imposer** aux sociétés **de présenter des critères d'appréciation de la fourchette de prix** dans leur prospectus ;
- la **possibilité offerte aux particuliers de révoquer leurs ordres** à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre qui leur est destinée ;
- la possibilité, **en amont** de la publication de la documentation visée par l'AMF, de **donner accès aux informations** relatives à l'opération **aux analystes des banques du syndicat de placement**, sous réserve d'un engagement de confidentialité et d'un rétablissement d'une égalité d'information à travers le prospectus ;
- **l'autorisation d'utiliser l'anglais** pour la rédaction du prospectus, sous réserve qu'il contienne un résumé en français.

#### **3.1. La tranche à destination des investisseurs particuliers**

A la suite des recommandations du groupe de travail, et de la consultation de place, il a été décidé de maintenir l'obligation pour les émetteurs de prévoir, à l'occasion d'une IPO, une offre au public de titres destinée aux particuliers. Cette obligation constitue une obligation de moyen, et non de résultat. Elle est prévue à l'article 315-35 du règlement général de l'AMF.

Le tableau suivant détaille pour les **28 IPO** réalisées par offre au public en 2015 (i) le montant global de l'offre, (ii) le montant total souscrit par les particuliers, et (iii) le poids relatif de la souscription des particuliers par rapport à l'offre globale :

Emetteur	(i) Montant de l'Offre Globale en M€	(ii) Montant (en M€) souscrit dans l'OPO	(iii) % souscrit dans l'OPO / Offre Globale	Marché de cotation
AMUNDI	1 671,2	21,0	1,3%	CPT A
SPIE	1 033,0	14,8	1,4%	CPT A
ELIS	854,3	16,5	1,9%	CPT A
EUROPCAR GROUPE	897,9	22,8	2,5%	CPT A
SRP GROUPE	226,3	7,9	3,5%	CPT B
CELLNOVO GROUP	32,4	1,7	5,3%	CPT C
AMPLITUDE SURGICAL	106,1	9,2	8,7%	CPT B
ELECTRO POWER SYSTEMS	14,4	1,4	9,7%	CPT C
CERENIS THERAPEUTICS	53,4	5,3	10,0%	CPT C
BONE THERAPEUTICS	37,0	4,2	11,3%	CPT C
ABIVAX	57,7	7,1	12,3%	CPT B
POXEL	26,8	3,6	13,3%	CPT C
MILIBOO	5,1	0,8	15,8%	ALTOFFRE
KKO INTERNATIONAL	6,5	1,0	15,8%	ALTOFFRE
AMOEBA	13,2	2,5	18,8%	CPT C
SAFE ORTHOPAEDICS	9,6	1,8	19,0%	CPT C
OSE PHARMA	21,1	4,2	20,0%	CPT B
BIOPHYTIS	10,0	2,1	20,6%	ALTOFFRE
WALLIX GROUP	10,1	2,1	20,6%	ALTOFFRE
TRONICS MICROSYSTEMS	12,0	3,0	25,0%	ALTOFFRE
FOCUS	12,7	3,2	25,0%	ALTOFFRE
BIOCORP	8,9	2,6	28,8%	ALTOFFRE
SENSORION	8,2	2,6	31,6%	ALTOFFRE
ECOSLOPS	18,0	7,5	41,6%	ALTOFFRE
DBT	8,5	3,7	43,9%	ALTOFFRE
POULAILLON	6,1	2,9	46,9%	ALTOFFRE
OCEASOFT	9,0	4,5	49,8%	ALTOFFRE
PLANT ADVANCED TECHNO.	7,3	4,1	56,6%	ALTOFFRE

Source : Euronext

En 2015, les particuliers ont souscrit l'équivalent de **164 M€** à l'occasion des IPO réalisées en France ce qui représente un investissement global moyen de **5,9 M€** par opération avec des disparités importantes d'une introduction à l'autre.

Le tableau ci-dessus illustre également le poids relatif croissant des particuliers dans les IPO à mesure que la taille des opérations et des sociétés diminuent.

Cette situation, relevée en 2015, avait déjà été constatée les années précédentes. Elle découle de plusieurs facteurs :

- le caractère limité des montants à investir par les particuliers (les particuliers ne peuvent seuls « assurer le succès » des opérations significatives) ; la profondeur du marché des particuliers investissant en direct tendant par ailleurs à se réduire sur longue période ;
- la typologie des intermédiaires financiers, le placement des opérations de petites tailles s'appuyant davantage sur la clientèle et le réseau national de Prestataire de Services d'Investissement (PSI) opérant essentiellement sur le territoire français ;
- le secteur.

Au-delà de ces éléments factuels, et comme souligné par le groupe de travail sur les IPO, l'obligation de réserver une tranche aux particuliers peut, dans certaines circonstances, entraîner un biais de «*sélection adverse*». Ce biais, illustré par un poids prépondérant des investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs institutionnels lors d'opérations de petite taille, traduit un intérêt moindre des investisseurs institutionnels qui peut venir de l'opération elle-même (les investisseurs «*n'achètent*» pas «*l'equity story*» qui leur est proposée) ou de la contrainte de liquidité (impossibilité pour les fonds d'investir dans des opérations de taille réduite)<sup>6</sup>.

Au cas d'espèce, on peut noter que sur les **7 IPO** de l'année où les investisseurs particuliers représentaient plus du quart des investisseurs totaux, toutes correspondent à des IPO réalisées sur Alternext.

Le tableau suivant présente le détail des ordres des particuliers sur les IPO réalisées en 2015, classées par ordre décroissant selon le nombre d'ordres reçus dans l'offre à prix ouvert (OPO) :

Emetteur	Nb d'ordres OPO	Montant de l'OPO (M€)	Montant moyen dans l'OPO (€)	Montant de l'Offre globale (M€)	Marché
CERENIS THERAPEUTICS	9 332	5,3	573	53,4	CPT B
OSE PHARMA	8 255	4,2	512	21,1	CPT B
AMUNDI	5 886	21,0	3 565	1 671,2	CPT A
EUROPCAR GROUPE	5 827	22,8	3 912	897,9	CPT A
ECOSLOPS	5 127	7,5	1 461	18,0	ALTOFFRE
AMPLITUDE SURGICAL	5 040	9,2	1 828	106,1	CPT B
ELIS	4 532	16,5	3 643	854,3	CPT A
FOCUS	3 978	3,2	801	12,7	ALTOFFRE
SPIE	3 230	14,8	4 586	1 033,0	CPT A
ABIVAX	2 785	7,1	2 549	57,7	CPT B
TRONICS MICROSYSTEMS	2 620	3,0	1 145	12,0	ALTOFFRE
OCEASOFT	2 474	4,5	1 808	9,0	ALTOFFRE
SRP GROUPE	2 464	7,9	3 195	226,3	CPT B
PLANT ADVANCED TECHN.	2 296	4,1	1 803	7,3	ALTOFFRE
POULAILLON	2 143	2,9	1 344	6,1	ALTOFFRE
DBT	1 934	3,7	1 932	8,5	ALTOFFRE
WALLIX GROUP	1 925	2,1	1 082	10,1	ALTOFFRE
POXEL	1 850	3,6	1 932	26,8	CPT C
AMOEBA	1 593	2,5	1 561	13,2	CPT C
SENSORION	1 531	2,6	1 700	8,2	ALTOFFRE
SAFE ORTHOPAEDICS	1 433	1,8	1 267	9,6	CPT C
BIOCORP	1 295	2,6	1 972	8,9	ALTOFFRE
BIOPHYTIS	1 235	2,1	1 672	10,0	ALTOFFRE
CELLNOVO GROUP	955	1,7	1 811	32,4	CPT C
ELECTRO POWER SYST.	922	1,4	1 510	14,4	CPT C
MILIBOO	701	0,8	1 150	5,1	ALTOFFRE
KKO INTERNATIONAL	669	1,0	1 546	6,5	ALTOFFRE
BONE THERAPEUTICS	574	4,2	7 261	37,0	CPT C

Source : Euronext

<sup>6</sup> Le Groupe de travail a mené une réflexion sur l'opportunité d'un mécanisme qui viserait à limiter ce risque de «*sélection adverse*», et s'est interrogé dans ce cadre sur l'opportunité de mettre en place un dispositif tendant à limiter ce risque de sélection adverse, sous réserve qu'il ne soit pas trop contraignant. Il a ainsi été envisagé que l'OPO ne doive pas représenter plus de deux ou trois fois l'objectif initial visé, à moins que ne soit ouverte une nouvelle période de souscription. Le groupe a finalement décidé de ne pas émettre de recommandation sur ce sujet et a souhaité se concentrer sur la possibilité pour les particuliers de pouvoir révoquer leurs ordres (cf. infra pour la mise en œuvre effective de cette proposition).

On observe que le montant moyen investi par particulier dans les IPO est d'autant plus élevé que la taille de l'offre est significative et qu'elle comporte généralement deux catégories d'ordres dont une fraction d'ordres prioritaires. Inversement, le nombre de particuliers ayant participé dans le cadre des IPO n'apparaît pas corrélé à la taille de l'opération.

### 3.2. La flexibilité des règles d'encadrement du prix

Depuis la mise en œuvre du nouveau cadre, une souplesse a été offerte dans la fixation du prix. Il est désormais possible, soit d'élargir l'amplitude de la fourchette de prix présentée dans le prospectus à 15 % autour d'un prix pivot (contre 10 % antérieurement), soit d'indiquer un prix maximum, sans indication de prix minimum. Dans ce dernier cas, au plus tard 3 jours de bourse avant la clôture de l'offre, une information sur une fourchette de prix d'une amplitude maximum de plus ou moins 15 % autour d'un prix pivot doit être communiquée au marché.

Cette disposition vise à offrir davantage de souplesse pour la fixation de la fourchette indicative de prix, à l'instar des pratiques dans les autres pays étudiés, notamment européens, et d'autant que les textes européens n'imposent que la communication d'un prix maximal ou des critères selon lesquels le prix sera déterminé.

Elle modifie une position de l'AMF de juin 2009 demandant qu'il soit présenté systématiquement dans les prospectus une fourchette indicative du prix de +/-10% autour d'un prix pivot.

En effet, sur la base des IPO réalisées à l'international, les travaux du groupe de travail avaient permis de constater que l'amplitude de +/-10% autour du cours pivot et l'obligation de s'y astreindre dès le lancement de l'offre ne permettaient pas de traiter de façon optimale les situations particulières, et ce notamment dans un contexte de fortes incertitudes sur les marchés ou lorsqu'il n'est pas possible de disposer d'une valorisation *ex ante* de la société.

Parmi les **27** introductions réalisées par offre au public en 2015 depuis le 21 janvier :

- **8** opérations ont été lancées sur la base d'une fourchette indicative de prix inférieure ou égale à plus ou moins 10% ;

Emetteur	Bas de fourchette	Haut de fourchette	Amplitude autour du prix pivot
BONE THERAPEUTICS*	14,50 €	16,50 €	6,5%
SPIE	14,50 €	17,50 €	9,4%
KKO INTERNATIONAL*	3,26 €	3,98 €	9,9%
TRONICS MICROSYSTEMS	10,80 €	13,20 €	10,0%
PLANT ADVANCED TECHNO.	27,00 €	33,00 €	10,0%
WALLIX GROUP	9,00 €	11,00 €	10,0%
POXEL	6,66 €	8,14 €	10,0%
ECOSLOPS	16,65 €	20,35 €	10,0%

\* IPO par passeport in

- 17 sociétés ont utilisé la souplesse désormais offerte de lancer l'opération sur la base d'une fourchette élargie inférieure ou égale à plus ou moins 15% ;

Emetteur	Bas de fourchette	Haut de fourchette	Amplitude autour du prix pivot
AMUNDI	42,00 €	52,50 €	11,1%
EUROPCAR GROUPE	11,50 €	15,00 €	13,2%
ELECTRO POWER SYSTEMS	7,30 €	9,70 €	14,1%
ABIVAX	18,26 €	24,34 €	14,3%
CERENIS THERAPEUTICS	9,43 €	12,70 €	14,8%
SENSORION	4,54 €	6,12 €	14,8%
SRP GROUPE	19,50 €	26,30 €	14,8%
AMOEBA	8,30 €	11,20 €	14,9%
BIOPHYTIS	6,00 €	8,10 €	14,9%
OSE PHARMA	8,00 €	10,80 €	14,9%
BIOCORP	7,87 €	10,63 €	14,9%
MILIBOO	4,21	5,69	14,9%
FOCUS	8,93 €	12,07 €	15,0%
CELLNOVO GROUP	10,63 €	14,37 €	15,0%
DBT	6,46 €	8,74 €	15,0%
POULLAILLON	5,10 €	6,90 €	15,0%
SAFE ORTHOPAEDICS	2,55 €	3,45 €	15,0%

- enfin, 2 sociétés (Elis et Amplitude Surgical) ont fait le choix de :
  - lancer leur opération d'introduction en bourse sur la base d'une fourchette de prix initiale élargie de, respectivement, plus ou moins 22,6 % et 27,5 % autour d'un prix pivot ; puis
  - resserrer à un maximum de plus ou moins 15 % cette fourchette indicative 3 jours avant la date de clôture de l'opération.

Ainsi, la souplesse offerte dans la fixation du prix a été mise en œuvre dans 70 % des introductions en bourse de l'année 2015.

**L'AMF constate que la souplesse offerte depuis le 21 janvier 2015 pour fixer la fourchette indicative du prix de l'IPO a été mise en œuvre pour faciliter le lancement de plus de 70% des introductions en bourse de l'année 2015.**

### 3.3. Les critères d'appréciation de la fourchette de prix

S'agissant de la présentation dans le prospectus des critères d'appréciation du prix et des modalités de détermination du prix définitif, l'AMF a accepté que les émetteurs puissent, en application du règlement européen prospectus, indiquer que le prix de l'introduction en bourse résultera de l'issue de la procédure dite de constitution d'un livre d'ordres.

En 2015, la plupart des prospectus ne donnent ainsi plus d'éléments d'information permettant aux investisseurs d'appréhender la fourchette de prix proposée. Seules les sociétés *Plant Advanced Technologies* et *Abivax*, considérant les travaux réalisés sur leur valorisation, ont fait le choix, à titre volontaire, de présenter des critères d'appréciation.

### 3.4. La révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert destinée aux particuliers

Conformément aux propositions du groupe de travail, l'AMF a émis une recommandation à l'attention des banques de réseau afin d'ouvrir aux particuliers la possibilité de révoquer leurs ordres à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre<sup>7</sup>. En effet, l'AMF souhaite que les contraintes opérationnelles techniques et juridiques liées à la transmission des ordres soient dépassées pour assurer un traitement équitable des particuliers et des professionnels.

Compte tenu des contraintes pratiques de mise en œuvre, cette révocabilité est devenue effective dès la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2015 s'agissant des ordres passés par internet. Parallèlement, les réseaux ont fait leurs « *meilleurs efforts* » pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution.

Il est ainsi désormais précisé dans les prospectus visés, leurs résumés, les communiqués de presse de lancement et les bulletins de souscription, que « *les ordres de souscriptions passés par internet dans le cadre de l'OPO [sont] révocables, par internet, jusqu'à la clôture de l'OPO [...]* » et qu' « *il appartient aux investisseurs [particuliers] de se rapprocher de leur intermédiaire financier afin de vérifier, d'une part, les modalités de révocation des ordres passés par internet et, d'autre part, si les ordres transmis par d'autres canaux sont révocables et dans quelles conditions* ».

### 3.5. L'accès des analystes des banques du syndicat aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF

Sur la base des recommandations du groupe de travail sur les IPO, l'AMF a autorisé qu'une première réunion réservée aux analystes des membres du syndicat bancaire, puisse être tenue en amont de l'annonce du projet d'IPO, et donc de l'enregistrement du document de base<sup>8</sup>, sous condition d'engagement de confidentialité respectant les procédures de « *murailles de Chine* » en œuvre<sup>9</sup>.

Dans la pratique, cette nouvelle proposition était déjà en œuvre dans certains cas, principalement pour les IPO de petites sociétés, puisque, en l'absence de titres déjà cotés, cette approche ne contrevenait pas aux dispositions du règlement général de l'AMF. La nouvelle proposition s'attachait finalement à mettre en cohérence les principes avec la réalité, et à ouvrir cette possibilité aux sociétés de taille plus importante (qui ont déjà des titres de créance cotés avant leur introduction en bourse).

---

<sup>7</sup> Ces évolutions ont notamment été rendues possibles à l'initiative du groupe AFTI Conservation. L'AFTI est l'Association française des professionnels des titres.

<sup>8</sup> Ou, alternativement, du visa par l'AMF sur le prospectus dans le cas d'une documentation d'introduction en Bourse reposant sur un prospectus unique.

<sup>9</sup> De plus, l'AMF précise notamment que, lorsque les analystes du syndicat ont accès en amont à l'information, le mode opératoire retenu doit être transparent et qu'une seconde information est nécessaire, après l'enregistrement du document de base (alternativement le visa sur le prospectus en cas de documentation reposant sur un prospectus unique), dédiée à tous les analystes de la place susceptibles d'être intéressés, et leur permettant ainsi de bénéficier d'un échange approfondi avec les dirigeants, étant rappelé que cette présentation ne peut en aucun cas contenir moins d'informations que la première.

Sur l'année 2015, 15 projets d'IPO<sup>10</sup> se sont inscrits dans ce nouveau cadre permettant, à la discrétion des émetteurs et de leurs conseils, d'organiser une réunion formelle en amont de l'enregistrement du document de base :

Emetteur	Marché	Réunion formelle des analystes en amont	Existence d'un syndicat bancaire chargé du placement (nb de PSI)	Date d'enregistrement du DDB*	Date de visa	nb de jours entre enregistrement et visa
WALLIX GROUP	ALTOFFRE	Non	oui (2)	12-mars	27-mars	15
BIOCORP	ALTOFFRE	Non	non (1)	15-juin	22-juin	7
BIOPHYTIS	ALTOFFRE	Non	non (1)	18-juin	26-juin	8
POULAILLON	ALTOFFRE	Non	non (1)	17-sept	03-nov	46
MILIBOO	ALTOFFRE	Non	non (1)	16-nov	25-nov	9
DBT	ALTOFFRE	Non	oui (2)	27-nov	04-déc	7
CERENIS THERAPEUTICS	CPT C	Non	non (1)	18-mai	27-mai	9
ELECTRO POWER SYSTEMS	CPT C	Oui	oui (2)	20-mai	12-juin	22
AMOEBEA	CPT C	Non	oui (2)	16-juin	23-juin	7
ABIVAX	CPT B	Oui	oui (3)	19-mai	04-juin	15
AMPLITUDE SURGICAL	CPT B	Oui	oui (3)	26-mai	10-juin	14
SRP GROUPE	CPT B	Oui	oui (4)	08-sept	16-oct	38
SPIE	CPT A	Oui	oui (9)	17-mars	07-avr	20
EUROPCAR GROUPE	CPT A	Oui	oui (8)	20-mai	12-juin	22
AMUNDI	CPT A	Oui	oui (15)	06-oct	30-oct	24

\* Document de Base

**L'AMF constate qu'un dispositif formel de présentation aux analystes du syndicat bancaire a été institué pour toutes les IPO significatives de l'année 2015.** Au final, ce dispositif a permis aux analystes de disposer du temps nécessaire pour préparer leurs rapports « en temps masqué », permettant de sécuriser la période consacrée à la rédaction d'une analyse approfondie par les analystes du syndicat.

Le travail parallèle des analystes du syndicat et de l'AMF sur l'information remise par la société et ses conseils aux fins de l'enregistrement du document de base a permis une publication des notes de recherche dans les 48h suivant la publication du document de base enregistré, assurant un calage plus précis du calendrier de lancement des IPO dans un contexte de marchés volatils.

La période dite « d'éducation des investisseurs » sur le projet d'IPO a ainsi pu être optimisée.

Pour autant, on peut constater que le délai minimum de 3 semaines qui prévalait précédemment entre la date d'enregistrement du document de base et le lancement de l'IPO n'a été que partiellement réduit (2 opérations présentent ainsi un délai de 2 semaines entre le document de base et le visa sur le note d'opération de lancement de l'IPO).

Il convient de rappeler que cette évolution est soumise à deux contraintes :

- la nécessité d'avoir une documentation (projet de prospectus) suffisamment avancée pour permettre la tenue d'une réunion pendant la revue du document de base par les services de l'AMF (en particulier pour la présentation de la stratégie, des comptes, et des rubriques « tendances » et « prévisions ») ;
- avoir finalisé suffisamment en amont le support de présentation aux analystes

<sup>10</sup> Les projets d'IPO de LABCO, SolaireDirect, PowerHouse Habitat, et Deezer avaient également mis en œuvre cette faculté d'organiser une réunion analyste en amont de l'enregistrement du document de base.

L'AMF a constaté que quelques documents de base n'étaient pas toujours suffisamment complets au moment du dépôt, et des ajouts d'éléments significatifs ont été demandés en cours d'instruction, alors même que la présentation aux analystes s'était tenue.

Enfin, les équipes de l'AMF sont systématiquement conviées aux présentations faites aux analystes après le dépôt du document de base. Cela leur permet de prendre connaissance du dossier et des questions que se posent le plus en amont possible. Une telle évolution s'est mise en place au fil de l'eau au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2015.

### **3.6. La langue du prospectus**

Dans un souci de compétitivité de la place de Paris, et à l'instar de ses homologues européens, la réglementation boursière donne désormais, en application de l'article 212-12 du règlement général de l'AMF modifié à la suite des recommandations du groupe de travail sur les IPO, la possibilité aux sociétés d'établir un prospectus d'IPO en anglais.

L'AMF a recommandé que le choix de la langue soit cohérent dans la durée, et au regard de la stratégie actionnariale mise en place par la société. Ainsi, l'AMF a sensibilisé les sociétés désireuses de viser un large public de particuliers français sur la nécessité de privilégier un prospectus intégralement rédigé en français.

**En 2015, 2 projets d'IPO se sont appuyés sur une documentation en anglais.**

*A contrario*, les équipes de l'AMF ont demandé que les prospectus, initialement prévus en anglais, soient rédigés en langue française pour 2 autres projets d'IPO, considérant que les 2 sociétés évoluaient chacune dans un écosystème résolument domestique et que ces projets d'opération s'adressaient tout particulièrement aux investisseurs particuliers français.

\* \* \*



**ANNEXE : Liste des sociétés introduites en bourse au cours de l'année 2015**

Raison sociale	Nationalité	Compartiment	Date	Procédure	Visa
CNOVA NV	NEERLANDAISE	CPT A	23/01/15	COTATION DIRECTE VIA UN PASSEPORT	Non
OCEASOFT	FRANÇAISE	ALTOFFRE	23/01/15	OPO/PLCT	Oui
BONE THERAPEUTICS	BELGE	CPT C	03/02/15	OPO/PLCT VIA UN PASSEPORT	Non
POXEL	FRANÇAISE	CPT C	05/02/15	OPO/PLCT	Oui
SAFE ORTHOPAEDICS	FRANÇAISE	CPT C	05/02/15	OPO/PLCT	Oui
ELIS	FRANÇAISE	CPT A	10/02/15	OPO/PLCT	Oui
TRONICS MICROSYSTEMS	FRANÇAISE	ALTOFFRE	10/02/15	OPO/PLCT	Oui
FOCUS	FRANÇAISE	ALTOFFRE	11/02/15	OPO/PLCT	Oui
ECOSLOPS	FRANÇAISE	ALTOFFRE	17/02/15	OPO/PLCT	Oui
CERENIS THERAPEUTICS	FRANÇAISE	CPT B	25/03/15	OPO/PLCT	Oui
OSE PHARMA	FRANÇAISE	CPT C	25/03/15	OPO/PLCT	Oui
PLANT ADVANCED TECHNOLOGIES PAT	FRANÇAISE	ALTOFFRE	08/04/2015	OPO/PLCT suite à transfert du ML	Oui
SENSORION	FRANÇAISE	ALTOFFRE	16/04/2015	OPO/PLCT	Oui
ELECTRONIC POWER SYSTEMS	FRANÇAISE	Compartiment C	21/04/2015	OPO/PLCT	Oui
PRIMECITY INVESTMENT PLC	ANGLAISE	ALTPRIV	18/05/2014	Cotation directe suite à transfert du ML	Non
SPIE SA	FRANÇAISE	CPT A	09/06/2015	OPO/PLCT	Oui
WALLIX GROUP	FRANÇAISE	ALTOFFRE	11/06/2015	OPO/PLCT	Oui
TURENNE INVESTISSEMENT	FRANÇAISE	CPT C	12/06/2015	Cotation directe suite à transfert d'Alternext	Oui
INTERNATIONAL FLAVORS & FRAGRANCES INC	AMERICAINE	CPT PROF	19/06/2015	Cotation directe	Oui
ABIVAX	FRANÇAISE	CPT B	23/06/2015	OPO/PLCT	Oui
EUROPCAR GROUPE	FRANÇAISE	CPT A	25/06/2015	OPO/PLCT	Oui
AMPLITUDE SURGICAL	FRANÇAISE	CPT B	25/06/2015	OPO/PLCT	Oui
HIPAY GROUP	FRANÇAISE	CPT C	29/06/2015	Cotation directe suite à une distribution de dividendes en nature	Oui
AMOEBEA	FRANÇAISE	CPT C	07/07/2015	OPO/PLCT	Oui
BIOCORP	FRANÇAISE	ALTOFFRE	07/07/2015	OPO/PLCT	Oui
CELLNOVO GROUP	FRANÇAISE	CPT C	09/07/2015	OPO/PLCT	Oui
BIOPHYTIS	FRANÇAISE	ALTOFFRE	09/07/2015	OPO/PLCT	Oui
HOLCIM LTD	SUISSE	CPT A	09/07/2015	COTATION DIRECTE	Non
LEXIBOOK	FRANÇAISE	ALTOFFRE	03/08/2015	COTATION DIRECTE SUITE A TRANSFERT D'EURONEXT	Non
GASCOGNE SA	FRANÇAISE	ALTOFFRE	01/09/2015	COTATION DIRECTE SUITE A TRANSFERT D'EURONEXT	Non

... / ...

Raison sociale	Nationalité	Compartiment	Date	Procédure	Visa
ARES ALLERGY HOLDINGS PLC	ANGLAISE	CPT A	08/09/2015	COTATION DIRECTE SUITE A FUSION-ABSORPTION	Oui
VIAPRESSE	FRANÇAISE	ALTPRIV	10/09/2015	COTATION DIRECTE PAR TRANSFERT DU ML	Non
AROUNDTOWN PROPERTY HOLDINGS	CHYPREOTE	ALTPRIV	08/10/2015	COTATION DIRECTE SUITE A TRANSFERT DU ML	Non
TECHNOFIRST	FRANÇAISE	ALTPRIV	14/10/2015	COTATION DIRECTE SUITE A TRANSFERT DU ML	Non
KKO INTERNATIONAL	BELGE	ALTOFFRE	26/10/2015	OPO/PLCT VIA UN PASSEPORT	Non
SRP GROUPE	FRANÇAISE	CPT B	29/10/2015	OPO/PLCT	Oui
AMUNDI	FRANÇAISE	CPT A	11/11/2015	OPO/PLCT	Oui
DIRECT ENERGIE	FRANÇAISE	CPT B	19/11/2015	COTATION DIRECTE SUITE A TRANSFERT D'ALTERNEXT	Oui
NOKIA CORP	FINLANDE	CPT A	19/11/2015	COTATION DIRECTE VIA UN PASSEPORT	Non
POULAILLON	FRANÇAISE	ALTOFFRE	27/11/2015	OPO/PLCT	Oui
MILIBOO	FRANÇAISE	ALTOFFRE	10/12/2015	OPO/PLCT	Oui
DBT	FRANÇAISE	ALTOFFRE	18/12/2015	OPO/PLCT	Oui

*Note Méthodologique :*

*Sont prises en compte pour les besoins de cette annexe, les introductions en bourse ayant fait l'objet d'un visa (pour admission sur un marché réglementé ou sur Alternext sur le compartiment offre au public) et les introductions sur Alternext compartiment privé, sans visa. Les introductions sur le Marché Libre ne sont pas prises en compte. Les transferts des titres Quantum Genomics et et I.Ceram du compartiment Placement Privé vers le compartiment Offre au public au sein d'Alternext, ayant occasionné un visa le 26 janvier 2015 et le 1<sup>er</sup> octobre 2015 ne sont pas considérés ici, s'agissant de sociétés déjà cotées.*