

Recommandations du Groupe de Travail sur les évolutions possibles des pratiques IPO en France

Mai 2025



PLAN DU RAPPORT

1	Le contexte du Groupe de Travail	1
2	Thématiques identifiées par l'AMF	2
3	Synthèse des échanges et propositions formulées	3
3.1	Format du prospectus « tripartite »	3
3.1.1	Les justifications de la Position-Recommandation de l'AMF	3
3.1.2	La tenue d'une réunion d'analystes de place en amont de l'admission	4
3.1.3	Les exigences de publication au vu des règles applicables à la distribution de la recherche et aux abus de marché	5
3.1.4	Prospectus unique vs. prospectus tripartite	7
3.2	Processus IPO : y a-t-il un besoin d'harmonisation ou d'optimisation du calendrier des IPOs ?	8
3.2.1	Le dispositif applicable en France.....	8
3.2.2	La pratique étrangère.....	11
3.2.3	Les avantages et les inconvénients du dispositif français	12
3.2.4	Les différentes questions débattues dans le Groupe de Travail.....	12
3.2.5	Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le Groupe de Travail.....	13
3.3	Rôle de la recherche dans le cadre d'une IPO	14
3.3.1	La pratique étrangère.....	14
3.3.2	Les spécificités du dispositif français	16
3.4	Fourchette de prix et taille de l'opération	16
3.4.1	Le dispositif applicable en France.....	16
3.4.2	La pratique étrangère.....	16
3.4.3	Les avantages et les inconvénients du dispositif français	17
3.4.4	Les différentes questions débattues dans le Groupe de Travail.....	17
3.4.5	Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le Groupe de Travail.....	19
3.5	Mobilisation des investisseurs particuliers	19
3.5.1	Le dispositif applicable en France.....	19
3.5.2	La pratique étrangère.....	20
3.5.3	Les avantages et les inconvénients du dispositif français	21
3.5.4	Les différentes questions débattues dans le Groupe de Travail.....	22
3.5.5	Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le Groupe de Travail.....	23
4	Remontées complémentaires de la place autour des processus IPO	24
4.1	Investisseurs cornerstone	24
4.2	Comment mobiliser les investisseurs particuliers	24

4.3	Comment mieux communiquer sur l'attractivité de notre marché	24
4.4	Attestation PSI et lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes	25
4.5	Partage de sections du prospectus avec des investisseurs qualifiés	25
4.6	Prise en compte des spécificités des petites et moyennes valeurs	26
4.7	Améliorer la liquidité du marché secondaire	26
5	ANNEXES	28
5.1	ANNEXE 1 – Composition du Groupe de Travail	28
5.2	ANNEXE 2 – Professionnels consultés	29
5.3	ANNEXE 3 – Synthèse Investisseurs	31
5.4	ANNEXE 4 – Glossaire	34
5.5	ANNEXE 5 – Analyse et comparaison des processus IPO en France, en Belgique, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie, en Suède, au Royaume-Uni, au Japon.....	36

1 Le contexte du Groupe de Travail

Depuis plusieurs années, la France, tout comme d'autres marchés européens, connaît une baisse significative du nombre des introductions en bourse (« IPO »). Afin de rendre plus attractifs les processus d'IPO en France, de nouvelles dispositions législatives et réglementaires ont été adoptées en 2024. L'AMF a également modifié son Règlement général afin de rendre optionnelle la réservation aux investisseurs particuliers d'une tranche de toute opération d'IPO, en vue de faciliter la mise en œuvre des opérations d'IPO. Au niveau européen, le volet du Listing Act relatif au Règlement Prospectus a par ailleurs revu le contenu du prospectus et accru la flexibilité en raccourcissant les délais applicables (notamment la réduction du délai de mise à disposition du prospectus d'offre au public de six à trois jours ouvrables).

Dans le prolongement de l'évolution des règles applicables en matière d'IPO et dans un objectif de redynamiser le marché boursier français, l'AMF souhaite : (i) étudier les meilleures pratiques européennes en vigueur, et dans d'autres marchés, pour examiner l'opportunité de modifier sa doctrine en vue de faire évoluer les calendriers de mise à disposition des informations à l'occasion des introductions en bourse et (ii) réfléchir à la promotion éventuelle de bonnes pratiques.

Ainsi, le forum IPO et certains de ses membres ont été sollicités par l'AMF pour engager des réflexions sur ces sujets et coordonner des échanges avec les différentes parties prenantes d'une opération d'IPO en vue de recueillir leurs réflexions et souhaits d'évolution des pratiques d'IPO en France.

Le Groupe de Travail a ainsi engagé une large consultation. L'échantillon de personnes consultées rassemble des banquiers, des avocats et juristes, des investisseurs et des émetteurs qui ont été ou sont exposés aux pratiques de place afin d'en présenter les avantages, les inconvénients et de formuler des suggestions d'évolutions éventuelles des processus IPO en France.

L'analyse a été menée au regard des pratiques en vigueur dans d'autres pays européens (y compris au Royaume-Uni) ainsi qu'aux Etats-Unis et au Japon. Le Groupe de Travail a ainsi réalisé des travaux de comparaison, disponibles en annexe de ce rapport.

Sur la base de ces éléments et des modifications apportées par le Listing Act, l'AMF pourra le cas échéant conduire des consultations plus formelles par ses services afin de procéder à d'éventuelles modifications du règlement général et de sa doctrine sur les introductions en bourse.

Le Groupe de Travail a recueilli au cours de ces consultations de nombreuses remontées et recommandations plus générales qui sont également intégrées dans ce rapport bien que n'étant pas relatives au champ de la réglementation. Les sujets évoqués lors des entretiens qui ne concernent pas stricto sensu les thématiques identifiées par l'AMF seront à partager avec la Place, sans doute au moins lors d'un prochain Forum IPO ou d'une autre occasion qui se présentera.

2 Thématiques identifiées par l'AMF

Principaux sujets d'interrogation de l'AMF :

- Y a-t-il un besoin d'optimiser le calendrier des introductions en bourse ? et comment ?
- Des bonnes pratiques sont-elles à mettre en place pour attirer les investisseurs particuliers ? Lorsqu'ils sont sollicités, les ordres doivent-ils demeurer révocables sur toute la durée de l'offre aux particuliers ? Les périodes de souscription de toutes les catégories d'investisseurs doivent-elles rester alignées ?
- Au plus tard trois jours de bourse avant la clôture de l'offre, l'AMF recommande qu'une information sur une fourchette de prix d'au maximum +/- 15 % autour d'un prix pivot soit communiquée au marché. Faut-il conserver la position-recommandation en l'état ?
- Les pratiques de la mise à disposition de la recherche en France sont-elles alignées avec les autres pays européens ? Est-il nécessaire de modifier les conditions dans lesquelles peuvent être impliqués les analystes en amont des introductions en bourse ?
- En quoi la communication, en France, annonçant l'introduction bourse (« intention to float » ou « ITF »), notamment en ce qu'elle est liée à la publication du Document d'Enregistrement, diffère-t-elle de la pratique dans les autres pays ? Doit-on préciser la date ?
- Une diffusion du document d'enregistrement établi à l'occasion d'une introduction en bourse doit-elle être effectuée au plus tard 5 jours de négociation avant la date d'approbation demandée pour l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé – vertu de cette diffusion ?
- En cas d'offre par voie de placement privé : quel serait le calendrier de mise à disposition du prospectus ? Faut-il s'aligner sur la pratique italienne du plafond d'exemption du prospectus ne s'appliquant qu'à l'offre retail pour les IPOs ?
- Quelle prise en compte de la demande par Euronext de prospectus standardisé ?

3 Synthèse des échanges et propositions formulées

3.1 Format du prospectus « tripartite »

Le Règlement Prospectus permet aux émetteurs procédant à une offre au public nécessitant l'établissement d'un prospectus ou demandant l'admission de leurs actions aux négociations sur un marché réglementé de choisir le format de leur prospectus.

Ainsi, conformément à l'article 6 paragraphe 3 du Règlement Prospectus, il est possible d'établir un prospectus sous la forme d'un document unique (le « prospectus unique ») ou de plusieurs documents distincts où sont subdivisées les informations requises entre un document d'enregistrement, une note relative aux valeurs mobilières et un résumé (le « prospectus tripartite »)¹.

Si la doctrine de l'AMF reconnaît cette possibilité de choix, de manière générale², elle invite cependant à l'utilisation d'un prospectus tripartite dans le cas particulier des introductions en bourse ayant donné lieu à une communication d'informations aux analystes des banques du syndicat en amont de la publication de la documentation approuvée par l'AMF³.

L'étude des pratiques en matière d'introductions en bourse dans d'autres Etats membres de l'Union européenne a permis de constater que cette pratique de communication d'informations à l'égard des analystes des banques du syndicat en amont de l'approbation de la documentation par l'autorité compétente était également fréquente, sans pour autant qu'un prospectus tripartite ne soit généralement utilisé. Le Royaume Uni (désormais hors de l'Union européenne) fait exception à cet égard, ayant rendu obligatoire depuis juillet 2018 la publication d'un document d'enregistrement au moment de l'ITF avec l'objectif de permettre la diffusion de recherches par des analystes hors syndicat.

Dès lors, le Groupe de Travail s'est interrogé sur le fondement et la portée de cette pratique française isolée au sein de l'échantillon de membres de l'Union Européenne étudiés, et a également sollicité les vues des personnes interrogées à cet égard.

3.1.1 Les justifications de la Position-Recommandation de l'AMF

La Position-Recommandation de l'AMF susvisée prescrit la tenue d'une seconde réunion d'information, après l'approbation du document d'enregistrement, dédiée à tous les analystes de la place susceptibles d'être intéressés.

Dans le cadre des travaux ayant conduit à l'adoption de cette Position-Recommandation en fin 2014⁴, l'AMF avait en effet considéré qu'il était opportun, au bénéfice de la communauté des analystes, de permettre à tous les analystes de place intéressés de bénéficier d'un échange approfondi avec les dirigeants de l'émetteur en amont de l'admission effective des actions aux négociations⁵.

¹ Cette flexibilité s'applique également aux opérations de cotation des SPAC.

² Position-Recommandation de l'AMF, p. 16.

³ Position-Recommandation de l'AMF, p. 83-84.

⁴ Voir notamment AMF, Rapport final sur les introductions en bourse, Groupe de travail présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck, 1er décembre 2014.

⁵ Instruction AMF DOC-2020-05 – Accès des analystes financiers, désignés au sein des établissements membres du syndicat, aux informations en amont de la publication du prospectus.

Le Groupe de Travail s'est également interrogé, et a sollicité l'avis des personnes rencontrées, sur les effets de cette recommandation, au vu de la pratique des introductions en bourse au cours des 10 dernières années.

Au-delà de cette première considération de calendrier, la question s'est posée de la nécessité de procéder à une publication du document d'enregistrement avant la distribution des notes de recherches des analystes au vu des règles applicables en matière d'abus de marché. Cette question est également abordée ci-après.

3.1.2 La tenue d'une réunion d'analystes de place en amont de l'admission

Tant les membres du Groupe de Travail que les personnes interrogées ont fait état d'une application pratique limitée de cette prescription.

D'une part, dans la plupart des opérations, et à l'exception des opérations de type « privatisation », les acteurs de ces opérations constatent que très peu d'analystes participent effectivement à ces réunions, et lorsque des analystes y participent, il est très exceptionnel qu'ils publient des notes de recherche sur l'émetteur, y compris après la réalisation de l'opération.

Selon les professionnels interrogés, ceci s'explique en partie par des considérations pratiques, et notamment le préavis nécessairement très court des invitations, en vue de préserver la confidentialité des opérations avant l'approbation du document d'enregistrement. Plus fondamentalement, cela s'expliquerait également par la réduction importante de la distribution de notes de recherche par des analystes depuis la réforme induite par la Directive MiFID II⁶, constatée plus généralement par les émetteurs.

Certains participants relèvent à cet égard que cette tendance participe à l'amoindrissement de la liquidité des marchés, et recommandent aux émetteurs de saisir toute opportunité de susciter un intérêt pour des analystes, y compris par l'organisation d'une telle réunion.

Au vu de ces tendances et des réflexions exprimées, le Groupe de Travail recommande que la tenue d'une réunion avec les analystes de place susceptibles d'être intéressés d'y participer soit facultative et que l'opportunité de l'organiser soit appréciée au cas par cas par chaque émetteur, en concertation avec les banques-conseil, au vu des circonstances, y compris en termes de coût et de disponibilité des dirigeants à cette période de l'opération⁷.

Cette recommandation se rapporte à la seconde réunion d'analystes tenue après l'approbation du document d'enregistrement, telle que visée par l'Instruction AMF DOC 2020-05.

⁶ Il est toutefois précisé que le Listing Act mettra fin à l'exigence d'*unbundling* qui avait été introduite par la Directive MiFID II.

⁷ Le Groupe de Travail relève que, en dehors de l'Union européenne, la réglementation applicable au Royaume-Uni n'impose pas de réunion avec l'ensemble des analystes de la place mais prévoit un délai de sept jours entre l'annonce de l'opération (*ITF*) et sa confirmation (*confirmatory ITF*), date à laquelle les rapports de recherche sont publiés (ce délai est réduit à un jour, si les analystes ont été invités à la réunion des analystes des membres du syndicat), étant toutefois noté que, en pratique, la publication de rapports de recherche par des analystes hors syndicat préalablement à l'admission n'est pas non plus usuelle au Royaume-Uni.

3.1.3 Les exigences de publication au vu des règles applicables à la distribution de la recherche et aux abus de marché

La production de rapports de recherche par les analystes dans le cadre d'une IPO est encadrée par différents textes, législatifs ou réglementaires, ainsi que par le Règlement général et les recommandations de l'AMF :

- Le Règlement MAR, tel que modifié notamment par le Listing Act qui prévoit notamment les obligations en matière de transparence et vise à prévenir les abus de marché. Le Règlement MAR concerne notamment le contenu et la diffusion de rapports de recherche : les analystes doivent ainsi s'assurer que leurs rapports ne contiennent pas d'informations fausses ou trompeuses susceptibles d'influencer les prix des instruments financiers ; les analystes ne doivent pas utiliser d'informations privilégiées dans leurs rapports de recherche ; les analystes doivent également veiller à ne pas utiliser ou divulguer des informations non publiques qui pourraient donner un avantage injuste à certains investisseurs ;
- La Directive MiFID II, telle qu'amendée par le Listing Act qui prévoit les exigences en matière de gestion des conflits d'intérêts et de transparence des coûts et des frais liés aux services de recherche ;
- Le Règlement délégué (UE) 2016/958 et le Règlement délégué (UE) 2017/565 qui précisent les exigences relatives à la préparation et à la diffusion des rapports de recherche ;
- Le Règlement général de l'AMF et les recommandations de l'AMF. Notamment, afin de gérer les exigences éventuelles relatives au Règlement MAR, l'AMF a adopté des recommandations encadrant la préparation et la distribution des rapports de recherche.

Règlement MAR et gestion de l'information privilégiée

Le Règlement MAR s'applique notamment « aux instruments financiers admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé » et « aux instruments financiers négociés sur un MTF [système multilatéral de négociation], admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un MTF »⁸⁷.

L'application du Règlement MAR dans l'hypothèse où il existe déjà des titres cotés liés à l'émetteur (par exemple : l'émetteur est une filiale d'une société cotée ou l'émetteur a déjà émis des obligations cotées) n'appelle pas de commentaires particuliers. Ainsi, la communication d'informations confidentielles susceptibles de constituer des informations privilégiées ne peut se faire que conformément aux conditions prévues par le Règlement MAR, notamment sous réserve du maintien de la confidentialité de ces informations. Dès lors que la distribution de notes de recherche par des analystes aurait pour effet de ne plus permettre le maintien de cette confidentialité, il serait procédé à une communication de ces informations privilégiées. Aux fins du Règlement MAR, cette communication pourrait soit prendre la forme de la publication du document d'enregistrement par l'émetteur candidat à l'IPO, associé le cas échéant, à un communiqué de son actionnaire coté annonçant cette publication, soit prendre la forme d'un communiqué de presse diffusé par l'émetteur des titres déjà cotés concernés et contenant l'information privilégiée devant être rendue publique. Ce choix pourrait être laissé à l'appréciation du ou des émetteurs concernés.

⁸ Règlement MAR, article 2 paragraphe 1.

La question se pose toutefois de déterminer la portée de l'application du Règlement MAR aux émetteurs qui ont déposé une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, en l'absence de titres déjà cotés liés.

A cet égard, il convient de rappeler la définition de la notion d'information privilégiée contenue dans le Règlement MAR : « *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* » (soulignement ajouté).

Ainsi, il pourrait être considéré que, dès lors que l'influence de l'information sur le cours des instruments financiers concernés est l'un des éléments caractéristiques de l'information privilégiée, celle-ci ne peut être appréciée qu'à compter de l'existence d'un « cours » des instruments financiers concernés.

Selon cette approche, le rétablissement de l'égalité d'information entre l'information préalablement communiquée aux analystes des banques du syndicat et l'information communiquée au marché devrait intervenir au plus tard avant le début des négociations.

En tout état de cause, quand bien même l'égalité d'information devrait être rétablie avant la publication du prospectus, par exemple en présence d'une société mère cotée, cela pourrait prendre la forme d'un communiqué de presse, par exemple en annexe à l'ITF.

Ainsi, que l'on soit en présence d'instruments financiers liés déjà cotés ou d'une demande d'admission en l'absence de tels instruments financiers, la publication du document d'enregistrement avant la distribution des notes de recherche des analystes du syndicat n'apparaît pas, au regard du Règlement MAR, comme indispensable, un simple communiqué de presse publié par l'émetteur concerné pouvant assurer la publication de l'information privilégiée le cas échéant communiquée préalablement aux analystes des banques du syndicat.

On peut noter à cet égard qu'en Europe (cf. section 3.3 infra), les rapports de recherche sont généralement publiés après la publication de l'ITF, mais avant la publication du prospectus qui n'intervient qu'au lancement du *bookbuilding*, voire au moment de la fixation des termes définitifs de l'opération. L'ITF contient certaines informations importantes ou essentielles relatives à l'émetteur et à l'opération envisagée mais n'inclut pas l'ensemble des informations qui figureront dans le prospectus qui sera uniquement publié au moment de l'offre. L'égalité d'information est rétablie au moment de l'offre avec la publication du prospectus.

On peut également relever que, dans certains Etats membres, il arrive que l'Autorité communique un *nihil obstat* sur le prospectus (hors termes de l'offre) avant la distribution des rapports de recherche, ce qui permet de conforter les parties prenantes sur le fait que les informations sur la base desquelles les rapports de recherche qui seront publiés ont été élaborés, ne seront pas modifiées ou complétées dans le cadre de l'instruction par l'Autorité.

Le rétablissement de l'égalité d'information au moment de la publication du prospectus ne porte pas atteinte aux intérêts des investisseurs. En effet, en cas d'offre au public incluant une tranche à destination des investisseurs particuliers, le prospectus sera publié au lancement de l'offre. Les investisseurs disposeront de l'information communiquée aux analystes au moment de souscrire ou d'acquérir des titres dans l'offre. Toutes les informations pertinentes relatives à l'émetteur et aux titres figurant dans les rapports de recherche et fournies par l'émetteur seront bien intégrées dans le prospectus (ou son équivalent, s'agissant des investisseurs qualifiés dans le cadre du placement international) qui sera mis à la disposition de tous

les investisseurs au moment du lancement de l'offre. En outre, les rapports de recherche sont distribués aux investisseurs sur la base d'une ITF annonçant l'opération au public.

3.1.4 Prospectus unique vs. prospectus tripartite

A supposer les justifications ci-dessus levées et que l'existence de titres cotés ne rende pas nécessaire, avant la distribution des notes de recherche, une publication d'informations rétablissant l'égalité d'accès à l'information fournie aux analystes, le choix entre un prospectus unique et un prospectus tripartite devrait en principe relever d'un choix d'opportunité pour les émetteurs.

Parmi les considérations, tant pour l'AMF dans le cadre de l'examen de sa doctrine, que pour les émetteurs si celle-ci devait évoluer, le Groupe de Travail a relevé les éléments suivants, ressortant de ses réflexions et des retours des personnes et organismes interrogés :

- Les investisseurs souhaitent avoir accès à l'information relative à l'émetteur le plus en amont possible, et en tout état de cause en parallèle du processus de PDIE⁹ ce à quoi la publication d'un document d'enregistrement permet de répondre de manière transparente et générale.
- En l'absence de publication d'un document d'enregistrement, certains investisseurs qualifiés (notamment des investisseurs institutionnels) ont accès à une information issue du projet de document d'enregistrement, sous réserve de souscrire des engagements de confidentialité visant à préserver le caractère confidentiel du processus et de l'information transmise. Tous les investisseurs potentiellement concernés ne sont toutefois pas nécessairement organisés pour ce processus, privant ainsi en pratique l'émetteur de pouvoir échanger avec eux de manière approfondie en amont de la publication du prospectus ou, le cas échéant, du document d'enregistrement.
- La publication d'un document d'enregistrement permet plus aisément à l'émetteur de publier par la suite un document d'enregistrement universel, lui permettant d'avoir accès plus rapidement au marché en cas d'opération subséquente donnant lieu à l'établissement d'un prospectus.
- La publication d'un document d'enregistrement en amont du lancement contribue à la discipline du processus d'IPO.
- Les émetteurs et leurs actionnaires de référence interrogés, y compris des sponsors de type *private equity*, ne font pas état de réserves à l'égard de la pratique du prospectus tripartite, comme imposant une contrainte de calendrier, bien que des parties prenantes interrogées aient pu relever que certains de ces types d'actionnaires pourraient, dans certains cas, préférer une publication du document d'enregistrement le plus tard possible et éviter une publication avant le lancement effectif de l'opération.

Pour toutes ces raisons, la pratique française a été saluée de manière générale par les participants incluant les acteurs du monde PME-ETI, et ne soulève pas de problème d'attractivité pour la place de Paris.

Par ailleurs, en cas de réalisation d'une IPO sans tranche réservée aux particuliers, la publication d'un document d'enregistrement préalablement au lancement de l'opération participe à la flexibilité du calendrier.

⁹ Voir glossaire.

Au vu de ces retours, le Groupe de Travail relève qu'il n'y a pas lieu à modifier la pratique de publication d'un document d'enregistrement en amont de l'ouverture de l'offre, quand bien même les justifications de cette approche au titre de la Position-Recommandation AMF 2020-06 ne paraissent plus s'imposer. Il revient à l'AMF d'apprécier l'opportunité de prendre acte du caractère facultatif de la publication d'un document d'enregistrement en cas d'accès des analyses des banques du syndicat en amont de l'approbation de la documentation par l'AMF. Dans cette hypothèse, le Groupe de Travail recommande que l'AMF souligne que le choix d'un prospectus tripartite constitue une bonne pratique, et invite les émetteurs à suivre cette pratique sauf lorsque que des circonstances spécifiques justifieraient une approche différente.

Le Groupe de Travail recommande également que l'AMF soit disposée à communiquer à tout émetteur qui en ferait la demande un *nihil obstat* confirmant la finalisation de l'instruction des sections du prospectus dont le contenu équivaut à celui du document d'enregistrement (hors événement nouveau et hors informations relatives aux termes de l'offre) avant la distribution des rapports de recherche des analystes des membres du syndicat.

3.2 Processus IPO : y a-t-il un besoin d'harmonisation ou d'optimisation du calendrier des IPOs ?

3.2.1 Le dispositif applicable en France

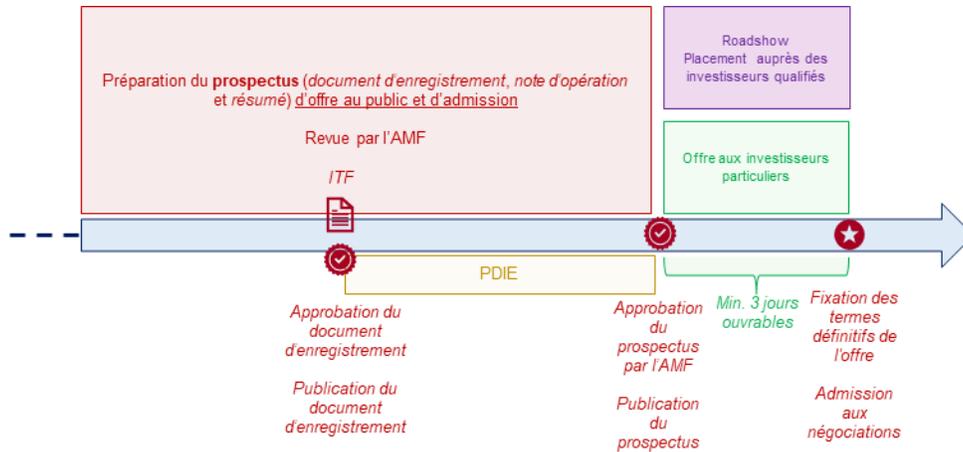
Le Collège de l'AMF ayant décidé, en mars 2024, de rendre optionnelle la tranche à destination des investisseurs particuliers dans les introductions en bourse (la « tranche *retail* »), plusieurs calendriers sont désormais envisageables.

Les calendriers simplifiés représentés ci-dessous tiennent compte de la pratique actuelle française de publication d'un prospectus tripartite ; ils sont transposables en cas de prospectus unique. Ces calendriers prennent pour hypothèse une opération comportant la distribution de rapports de recherche et une phase de PDIE subséquente (par opposition aux opérations se déroulant sans la distribution de rapports de recherche). Ces calendriers incluent donc la publication d'un ITF par l'émetteur. Les membres du Groupe de Travail constatent à ce titre qu'en l'absence de publication préalable d'un document d'enregistrement, la pratique étrangère consiste à publier un ITF avant la distribution des rapports de recherche.

3.2.1.1 Calendrier applicable en présence d'une offre à destination des investisseurs particuliers en sus du placement auprès d'investisseurs qualifiés

Dans l'hypothèse d'une IPO sur Euronext Paris structurée sous la forme d'une offre à destination des investisseurs particuliers (en général sous la forme d'une offre à prix ouvert) et d'un placement auprès d'investisseurs qualifiés, le prospectus approuvé par l'AMF est exigé tant pour l'offre au public (l'offre à prix ouvert) que pour l'admission des actions de l'émetteur sur Euronext Paris. Par conséquent, le prospectus doit être mis à la disposition du public pendant une durée minimale de trois jours ouvrables avant la clôture de l'offre.

Un calendrier simplifié figure ci-dessous et présente les principales étapes de la réalisation d'un projet d'IPO sur Euronext Paris.



3.2.1.2 Calendrier applicable en présence uniquement d'un placement auprès d'investisseurs qualifiés

Dans l'hypothèse où l'émetteur fait le choix de structurer son IPO uniquement sous la forme d'un placement auprès d'investisseurs qualifiés (i.e., sans offre destinée aux investisseurs particuliers), les membres du Groupe de Travail se sont interrogés sur le calendrier d'approbation du prospectus applicable. Dans cette hypothèse, le prospectus approuvé par l'AMF constituerait uniquement un prospectus d'admission, et non un prospectus d'offre, de sorte que les contraintes tirées du Règlement Prospectus¹⁰, exigeant une publication au moins trois jours ouvrables avant la clôture de l'offre, ne sont pas applicables.

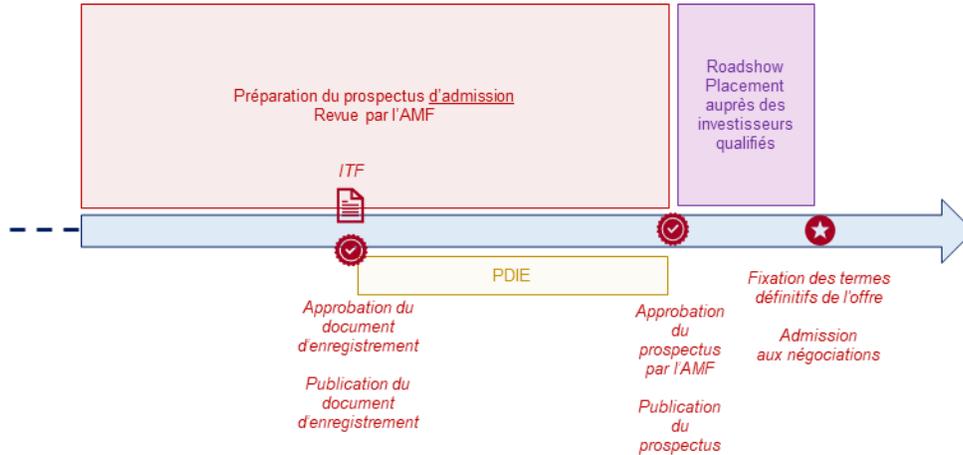
Les membres du Groupe de Travail relèvent ainsi que l'émetteur peut opter entre deux calendriers : (i) une approbation du prospectus en amont du lancement (i.e., un calendrier similaire à celui applicable en présence d'une offre à destination des investisseurs particuliers, exception faite de la contrainte des trois jours ouvrables qui ne serait, par hypothèse, pas applicable si le prospectus est uniquement qualifié de prospectus d'admission) (calendrier A) et (ii) une approbation du prospectus au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (prix, taille de l'offre), soit à l'issue de la construction du livre d'ordres (calendrier B).

Ces deux possibilités sont offertes par la réglementation en vigueur, et l'AMF a d'ores et déjà confirmé dans le cadre de projets d'opérations la possibilité pour l'émetteur de choisir entre ces deux calendriers d'approbation du prospectus.

Les principales caractéristiques des deux calendriers, telles qu'identifiées par les membres du Groupe de Travail à l'occasion des différents entretiens, sont résumées ci-dessous.

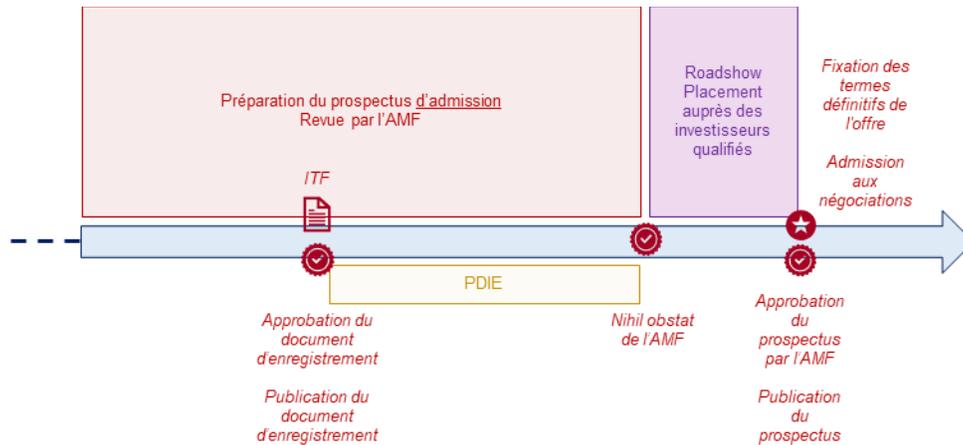
¹⁰ Règlement Prospectus, article 21 paragraphe 1, alinéa 2.

Calendrier A



- ✓ Approbation du prospectus en amont du lancement
- ✓ Construction du livre d'ordres sur la base d'un prospectus public et approuvé définitivement (sous réserve de la publication éventuelle de suppléments) et de l'*international offering memorandum*

Calendrier B



- ✓ Obtention d'un *nihil obstat* de l'AMF en amont du lancement de la phase de construction du livre d'ordres auprès des investisseurs qualifiés (cf. infra)
- ✓ Construction du livre d'ordres sur la base de l'*international offering memorandum*
- ✓ Approbation du prospectus par l'AMF après fixation des termes définitifs de l'offre (prix, taille de l'offre)

A titre indicatif, les membres du Groupe de Travail constatent qu'en France, les émetteurs ayant réalisé une introduction en bourse significative sur Euronext Paris sans offre à destination des investisseurs particuliers (par exemple, les introductions en bourse de Planisware¹¹ et d'Exosens¹²) ont fait le choix d'un prospectus approuvé au moment du lancement (calendrier A), et non au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (calendrier B).

¹¹ Planisware, Note d'opération faisant partie intégrante du prospectus approuvé par l'AMF le 15 avril 2024 sous le numéro 24-114.
¹² Exosens, Note d'opération faisant partie intégrante du prospectus approuvé par l'AMF le 31 mai 2024, sous le numéro 24-188.

Les membres du Groupe de Travail soulignent également qu'une approbation du prospectus au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (calendrier B) suppose un délai d'approbation du prospectus par l'AMF qui soit suffisamment réduit entre la fixation des termes définitifs de l'offre et le début des négociations. De même, dans l'hypothèse d'une approbation du prospectus avant le lancement (calendrier A), les membres du Groupe de Travail considèrent qu'il est essentiel qu'en cas de modification significative des termes de l'offre, le supplément au prospectus puisse être approuvé rapidement par l'AMF.

Les membres du Groupe de Travail observent enfin que les deux calendriers A et B pourraient, le cas échéant, être combinés avec un prospectus tripartite ou un prospectus unique. L'approbation du prospectus *in fine* au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre pourrait en effet être l'approbation d'un prospectus tripartite (i.e., postérieurement à l'approbation d'un document d'enregistrement) ou d'un prospectus unique¹³.

3.2.2 La pratique étrangère

Dans l'hypothèse d'une IPO structurée uniquement sous la forme d'un placement auprès d'investisseurs qualifiés, les membres du Groupe de Travail constatent que les pratiques observées au sein des juridictions faisant l'objet du présent rapport sont divergentes. Les juridictions peuvent, schématiquement, être divisées en deux catégories : (i) les juridictions au sein desquelles le prospectus est en pratique approuvé avant le lancement (y compris lorsque le cadre juridique applicable permet une approbation du prospectus plus tardivement) et (ii) les juridictions au sein desquelles le prospectus est en pratique approuvé au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre, étant rappelé que la réglementation applicable dans les Etats membres de l'Union européenne permet d'adopter les deux calendriers, comme en France.

Une présentation synthétique de ces différentes approches figure dans le tableau ci-dessous.

	Moment d'approbation du prospectus d'admission en l'absence d'offre adressée aux investisseurs particuliers	
	Approbation du prospectus d'admission avant le lancement (Calendrier A)	Approbation du prospectus d'admission au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre ¹⁴ (Calendrier B)
Allemagne		✓
Belgique	✓	
Italie	✓	
Pays-Bas	✓ (pratique dominante)	
Royaume-Uni		✓
Suède		✓ ¹⁵

¹³ S'agissant de la structure du prospectus, il est renvoyé à la section 3.1 du présent rapport.

¹⁴ A noter que les pratiques sont divergentes d'une juridiction à l'autre : dans certains cas le prospectus est approuvé immédiatement avant la fixation des termes définitifs de l'offre et dans d'autres cas le prospectus peut être approuvé après la fixation des termes définitifs de l'offre.

¹⁵ A noter qu'en Suède, les opérations sans tranche à destination des investisseurs particuliers sont très rares.

Il est également relevé que certains émetteurs étrangers optent pour une approbation de leur prospectus très peu de temps avant la fixation des termes définitifs de l'offre, en prévoyant dans le prospectus tel qu'approuvé par l'autorité compétente une certaine flexibilité notamment quant à la taille de l'offre voire quant au prix définitif.

3.2.3 Les avantages et les inconvénients du dispositif français

Dans la mesure où les émetteurs peuvent désormais structurer leur IPO sur Euronext Paris uniquement sous la forme d'un placement auprès d'investisseurs qualifiés, les membres du Groupe de Travail constatent que le dispositif français ne présente, a priori, pas d'avantage ou d'inconvénient qui lui soit spécifique.

Les membres du Groupe de Travail relèvent néanmoins que les deux calendriers (calendrier A et calendrier B) présentent chacun des atouts.

Un prospectus approuvé avant le lancement (calendrier A) permet d'assurer à l'émetteur et ses conseils un confort quant au caractère définitif du prospectus avant le début du placement, ce qui n'est pas le cas d'un prospectus approuvé au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (calendrier B), en l'absence de validation formelle de l'AMF avant le lancement.

En revanche, un prospectus approuvé au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (calendrier B) donne une grande flexibilité quant à la modification des termes définitifs de l'offre (le prospectus n'étant approuvé qu'*in fine*), ce qui n'est pas le cas lorsque l'émetteur opte pour une approbation du prospectus avant le lancement (calendrier A) : un supplément au prospectus devant être publié en cas de survenance de tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans un prospectus, qui est susceptible d'influencer l'évaluation des valeurs mobilières, en ce comprises les modifications des modalités de l'opération remplissant ces caractéristiques, ou en cas de fixation du prix au-dessus du prix maximal figurant dans le prospectus ou de fixation du nombre de titres offerts au-dessus du nombre maximal figurant dans le prospectus.

3.2.4 Les différentes questions débattues dans le Groupe de Travail

3.2.4.1 Choix entre l'approbation du prospectus au moment du placement ou au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre, en l'absence d'offre à destination des investisseurs particuliers

Un grand nombre des membres du Groupe de Travail et professionnels interrogés estiment qu'une optionnalité entre les deux calendriers est opportune (calendrier A et calendrier B), afin de permettre à l'émetteur et ses conseils de privilégier l'approche la plus adaptée en fonction des spécificités de chaque opération.

Les membres du Groupe de Travail et professionnels interrogés indiquent néanmoins que pour que le calendrier d'approbation du prospectus au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (calendrier B) soit fonctionnel, il serait utile que l'ouverture du placement soit précédée de l'obtention d'un *nihil obstat* de l'AMF, permettant d'assurer suffisamment de confort à l'émetteur et aux banques garantes sur la finalisation du processus d'examen du prospectus par l'AMF, sous la seule réserve d'inclusion des termes définitifs de l'offre, à l'instar de la pratique suivie par l'AMF en matière obligatoire.

Certains membres du Groupe de Travail et personnes interrogées soulignent toutefois que la flexibilité octroyée par une approbation du prospectus au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre (permettant éventuellement une modification du prix) pourrait, en pratique, être difficile à mettre en œuvre.

Les membres du Groupe de Travail considèrent enfin que si l'émetteur n'est pas un primo-émetteur (i.e., notamment s'il dispose déjà d'obligations cotées), l'égalité d'accès à l'information peut être rétablie via l'ITF ou un document d'enregistrement publié par l'émetteur avant la distribution des rapports de recherche.

3.2.4.2 Durée de la phase de PDIE

Le Groupe de Travail et les professionnels interrogés considèrent de façon unanime que cette phase de PDIE qui consiste à éduquer les investisseurs sur le candidat à l'IPO via des réunions avec les analystes du syndicat bancaire est une étape éminemment vertueuse et largement partagée dans l'ensemble des marchés européens, y compris au Royaume-Uni.

Les membres du Groupe de Travail et professionnels interrogés, incluant les acteurs du monde mid/small caps et représentants des investisseurs particuliers relèvent que la durée de la phase de PDIE est variable en fonction de chaque opération. Sur certaines opérations, eu égard notamment au secteur d'activité de l'émetteur, une période d'éducation des investisseurs plus longue peut être nécessaire. En revanche, lorsque le secteur d'activité de l'émetteur est bien connu des investisseurs (par exemple, en présence de comparables directs et/ou si l'émetteur dispose déjà d'obligations cotées), la période d'éducation des investisseurs pourrait être plus courte.

En tout état de cause, la majorité des membres du Groupe de Travail et des personnes interrogées considèrent que la fixation de la durée du PDIE doit rester de la responsabilité de l'émetteur sur la base des recommandations de ses conseils.

3.2.5 Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le Groupe de Travail

Les membres du Groupe de Travail, constatant que la réglementation actuelle permet aux émetteurs de déterminer le calendrier d'approbation du prospectus adapté à chaque opération, recommandent de maintenir cette optionnalité.

Dans le cas où l'émetteur opterait pour une approbation du prospectus au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre, il serait utile qu'un confort soit apporté par l'AMF à l'émetteur et aux banques garantes sur le caractère définitif du contenu du prospectus (hors termes définitifs de l'offre) par un *nihil obstat* (en l'absence de tout évènement nouveau), de façon à ce que cette partie du contenu du prospectus ne varie pas entre le lancement du placement et l'approbation du prospectus par l'AMF et que celle-ci puisse être obtenue en temps utile au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre, une fois la construction du livre d'ordres achevée.

Les membres du Groupe de Travail recommandent également qu'en cas d'approbation du prospectus avant le début du placement (qu'il y ait ou non une tranche réservée aux particuliers),

l'approbation d'un éventuel supplément au prospectus puisse être obtenue de l'AMF dans des délais compatibles avec le déroulement rapide d'un tel placement¹⁶.

Le Groupe de Travail recommande que la période minimale de cinq jours entre l'approbation du document d'enregistrement, le cas échéant, et l'approbation du prospectus, soit réexaminée par l'AMF¹⁷.

3.3 Rôle de la recherche dans le cadre d'une IPO

Le Groupe de Travail s'est interrogé sur les spécificités de l'implication des analystes dans les opérations d'IPO réalisées en France.

L'ensemble des personnes interrogées considèrent que la pratique française et européenne consistant à permettre aux analystes des membres du syndicat de distribuer des notes de recherche en amont du placement et de procéder à un PDIE constitue une pratique éminemment utile dans le cadre des IPO en vue de faciliter la fixation d'une fourchette de prix.

Si certains investisseurs regrettent de ne pas avoir accès à toutes les notes de recherche distribuées, puisque celles-ci sont destinées aux seuls clients des banques concernées, il n'est pas généralement suggéré de procéder différemment dès lors que ceci soulèverait des difficultés disproportionnées, non susceptibles d'être résolues.

La présente section présente les pratiques constatées hors de France, afin de pouvoir identifier les spécificités françaises.

3.3.1 La pratique étrangère

Une étude comparative a été conduite afin de recenser les pratiques en matière de distribution de recherches en Allemagne, en Belgique, en Italie, aux Pays-Bas et en Suède, ainsi qu'aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni.

Cette étude fait ressortir les éléments suivants :

- Absence d'obligation de tenir une réunion avec les analystes non liés au syndicat bancaire : aucune réglementation locale n'oblige les émetteurs à organiser, dans le cadre des processus d'IPO, une réunion à destination des analystes liés au syndicat bancaire et une réunion à destination des analystes non liés au syndicat bancaire ;
- Organisation des travaux de recherche : les travaux de recherche sont généralement organisés de la manière suivante :
 - Dans le cadre d'un processus d'IPO :

¹⁶ Certains participants interrogés ont même évoqué la possibilité que ce supplément au prospectus puisse refléter une restructuration de l'opération sous la forme de la suppression de la tranche réservée aux particuliers avec une révocation automatique des ordres placés lors de la première période d'offre, afin de permettre de finaliser l'opération dans des délais compatibles avec les nécessités du marché.

¹⁷ Le Groupe de Travail relève que, en dehors de l'Union européenne, la réglementation applicable au Royaume-Uni impose à ce jour un délai d'au moins sept jours entre l'ITF et la publication du document d'enregistrement et la publication des rapports de recherche ; ce délai est toutefois critiqué par certains acteurs des opérations au Royaume-Uni comme induisant une certaine rigidité dès lors qu'en pratique la publication de rapports de recherche par des analystes hors syndicat n'est pas usuelle.

- La réunion est réservée aux seuls analystes des banques membres du syndicat bancaire ;
- La réunion est tenue avant que le projet d'IPO ne soit rendu public, sous engagement de confidentialité ;
- La réunion est tenue dans le but de permettre aux analystes de préparer les rapports de recherche qui seront ensuite utilisés dans le cadre de l'éducation des investisseurs en amont de l'offre ;
- Postérieurement à la cotation : les sociétés invitent un public d'analystes le plus large possible à toutes leurs présentations (publications de comptes, réunions spécifiques de présentation d'une opération, « investor days », etc.).
- Calendrier des travaux de recherche :
 - Dans les autres pays européens, le format d'un prospectus unique est une pratique généralisée, la dissociation entre un document d'enregistrement et une note d'opération restant exceptionnelle. Sur cette base, le calendrier usuel est généralement le suivant :
 - Préparation du prospectus et de la présentation analystes de façon concomitante ;
 - Dépôt confidentiel du prospectus auprès du régulateur compétent ;
 - Présentation aux analystes membres du syndicat (sous accord de confidentialité). L'information communiquée aux analystes est alignée avec l'information incluse dans le projet de prospectus, en vertu du Règlement MAR ;
 - Préparation des rapports de recherche en parallèle de la revue du prospectus par le régulateur ;
 - Distribution des rapports de recherche au moment de la publication de l'ITF. En vertu du Règlement MAR, certaines informations importantes communiquées aux analystes peuvent être incluses dans l'ITF (généralement, environ 1 à 2 semaines avant le lancement de l'offre) ;
 - PDIE en parallèle de la revue du prospectus par le régulateur ;
 - Approbation du prospectus et lancement de l'offre ;
 - Dans les pays hors Union européenne, la pratique peut varier d'un pays à l'autre :
 - Aux Etats-Unis, aucun rapport de recherche n'est préparé ou distribué dans le cadre des processus d'IPO ; pour mémoire, le processus de dépôt du prospectus est public et les commentaires de la SEC s'y rapportant le sont également.
 - Au Japon, les analystes peuvent préparer et distribuer des projets de rapports de recherche préalablement (le plus souvent environ un mois) avant la publication d'un prospectus unique décrivant la société et l'offre (SRS) ;
 - Au Royaume-Uni, la réunion avec les analystes du syndicat se tient environ 4 semaines avant la publication de l'ITF qui est également la date de publication d'un document d'enregistrement (*registration document*) décrivant la société (mais pas les termes de l'offre) et qui est soumis à l'approbation des autorités compétentes. 1 semaine après la publication de l'ITF, une confirmation de celle-ci est publiée (*confirmed intention to float*). Les rapports de recherche sont distribués

à cette seconde date et une période d'éducation des investisseurs de 1 à 2 semaines débute. En principe, les analystes non liés au syndicat bancaire bénéficient de cette période pour préparer et publier des rapports de recherche mais, en pratique, cette faculté est très rarement utilisée.

3.3.2 Les spécificités du dispositif français

Deux principales spécificités du dispositif français ressortent de cette étude

- L'organisation d'une réunion avec les analystes non liés au syndicat bancaire : la France se distingue dans cette exigence de tenir une réunion d'analystes de place après l'approbation du document d'enregistrement ;
- Publication d'un document d'enregistrement : l'obligation de publication d'un document d'enregistrement avant la distribution des notes de recherche des analystes du syndicat constitue également une spécificité française.

3.4 Fourchette de prix et taille de l'opération

3.4.1 Le dispositif applicable en France

En matière de fixation du prix, le Règlement Prospectus exige la publication d'un prix maximum¹⁸. L'AMF recommande en outre de publier une fourchette de prix de +/- 15% autour d'un prix pivot au plus tard trois jours de bourse avant la clôture de l'offre¹⁹.

S'agissant de la taille, les membres du Groupe de Travail relèvent que les émetteurs font parfois usage de la faculté de prévoir une clause d'extension, pouvant être mise en œuvre avant la clôture de l'offre.

3.4.2 La pratique étrangère

Les membres du Groupe de Travail relèvent que, parmi les juridictions faisant l'objet du présent rapport, la France semble être le seul pays où une recommandation de fourchette de prix est applicable.

	Recommandation et/ou réglementation en droit national s'agissant de la fourchette de prix
France	✓ Recommandation : +/- 15% autour d'un prix pivot
Allemagne	✗ Le régulateur a toutefois indiqué que la borne inférieure de la fourchette ne doit pas être inférieure de plus de 50% par rapport à la borne supérieure
Pays-Bas	✗
Italie	✗

¹⁸ Règlement Prospectus, article 17 paragraphe 1 point b).

¹⁹ Position-Recommandation de l'AMF, p. 81-82.

Suède	✗ ²⁰
Royaume-Uni	✗
Belgique	✗
Japon	✗ Une récente réforme permet toutefois d'insérer dans le prospectus la faculté de fixer le prix à hauteur de 120% de la borne supérieure de la fourchette ou à hauteur 80% de la borne inférieure de la fourchette, sous certaines conditions

3.4.3 Les avantages et les inconvénients du dispositif français

La recommandation de l'AMF²¹ faisant figure d'exception, les membres du Groupe de Travail se sont interrogés sur les avantages et inconvénients de l'approche actuelle.

Les membres du Groupe de Travail considèrent que la recommandation de l'AMF est suffisamment large dans la mesure où les fourchettes de prix retenues en pratique sont plus étroites. Néanmoins, il est également souligné que les autres juridictions ne prévoient pas de recommandation de fourchette de prix similaire.

3.4.4 Les différentes questions débattues dans le Groupe de Travail

Les travaux du Groupe de Travail et les discussions avec les personnes interrogées se sont principalement concentrés sur les contraintes actuelles en matière de fixation du prix.

3.4.4.1 Utilité de la recommandation actuelle

Les membres du Groupe de Travail constatent que, selon les opinions formulées par les personnes interrogées, la recommandation actuelle de fourchette de prix de +/- 15% ne constitue pas une contrainte en pratique. Il est en effet observé que les fourchettes ont tendance à se réduire en pratique, notamment grâce à la phase de PDIE. En outre, certaines opérations sont parfois réalisées sur la base d'un prix fixe (par exemple, introductions en bourse de Planisware²² et d'Exosens²³).

Néanmoins, même si la recommandation actuelle n'est (au moins à ce jour) pas contraignante, les membres du Groupe de Travail s'interrogent sur l'opportunité de conserver cette recommandation, qui apparaît comme une mesure allant au-delà des exigences européennes (*goldplating*).

3.4.4.2 Fixation du prix en dehors de la fourchette

S'agissant de la flexibilité quant à la fixation du prix en dehors de la fourchette, les contraintes suivantes ont été soulignées par les membres du Groupe de Travail et les personnes interrogées dans le cas où le prospectus constitue un prospectus d'offre et d'admission.

²⁰ A noter qu'en Suède, les opérations sans tranche à destination des investisseurs particuliers sont rares.

²¹ Position-Recommandation de l'AMF, p. 81-82.

²² Planisware, Note d'opération faisant partie intégrante du prospectus approuvé par l'AMF le 15 avril 2024 sous le numéro 24-114.

²³ Exosens, Note d'opération faisant partie intégrante du prospectus approuvé par l'AMF le 31 mai 2024, sous le numéro 24-188.

- Une fixation du prix au-dessus de la borne supérieure de la fourchette entraînerait une modification du prix maximum et, par conséquent, une période de révocabilité des ordres des investisseurs particuliers de trois jours ouvrables, en application du Règlement Prospectus²⁴.
- Une fixation du prix en dessous de la borne inférieure de la fourchette est déjà envisageable, en l'absence d'impact significatif sur les autres caractéristiques de l'offre. A défaut, un supplément devrait être publié prévoyant notamment une période de révocabilité des ordres des investisseurs particuliers d'au moins trois jours ouvrables en application du Règlement Prospectus²⁵.

Dans le cas où le prospectus constitue uniquement un prospectus d'admission, le Groupe de Travail relève que les périodes de révocabilité des ordres susvisées exigées par le Règlement Prospectus ne sont pas applicables (étant toutefois précisé que tant que le livre d'ordres est ouvert, les investisseurs qualifiés disposent de la faculté de modifier ou révoquer leurs ordres). En outre, il est souligné que l'approbation du prospectus d'admission au moment de la fixation des termes définitifs de l'offre²⁶ permet de disposer d'une grande flexibilité sur les caractéristiques de l'opération et notamment sur le prix et la taille de l'offre.

3.4.4.3 Le point de vue des acteurs intervenant sur les valeurs moyennes et ceux représentant les investisseurs particuliers

Certains acteurs considèrent que la recommandation actuelle de l'AMF sur la règle des +/-15 % conserverait toute sa pertinence dans les IPO ouvertes aux investisseurs particuliers pour lesquelles elle faciliterait la compréhension et la prise de décision des particuliers.

Cependant, cette règle pourrait apparaître trop contraignante pour les opérations exclusivement réservées aux investisseurs institutionnels qui ont la capacité de définir des ordres différents en fonction du prix retenu. Dans ce type d'IPO, une plus grande souplesse sur la détermination du prix ou l'obligation de prévoir fourchette pourrait donc être envisagée.

Sur la possibilité d'autoriser une fixation du prix en dehors de la fourchette initialement communiquée, les répondants ont considéré que ce mécanisme pourrait offrir un levier intéressant dans certains contextes, notamment pour les sociétés dont la valorisation serait complexe à établir ou sujette à de fortes variations (ex. biotech, tech, secteurs émergents). Cette souplesse permettrait de mieux intégrer les retours du marché au moment du *bookbuilding*. Néanmoins, les éléments importants de l'offre comme la dilution ou le flottant ou la perception de l'offre devront faire l'objet d'une attention particulière. Ce levier ne devrait donc être envisagé qu'à titre exceptionnel.

Quant à l'ajustement tardif de la taille de l'IPO (à la hausse ou à la baisse), ceci offrirait un avantage stratégique important. Cette flexibilité permettrait de maximiser les fonds levés lorsque la demande dépasserait les attentes, ou de réduire la taille en cas de conditions de marché dégradées, sans pour autant remettre en cause l'intégrité de l'opération.

En résumé, il faudrait laisser aux intermédiaires de la flexibilité notamment lorsqu'un changement d'un paramètre n'entraîne pas de modification sur l'appréciation de l'attractivité de l'investissement.

²⁴ Règlement Prospectus, article 17 paragraphe 1.

²⁵ Règlement Prospectus, article 23 paragraphe 2.

²⁶ Cf. Calendrier B figurant à la section 3.2 du présent rapport.

3.4.5 Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le Groupe de Travail

Les membres du Groupe de Travail relèvent que le dispositif applicable en France quant à la fixation du prix et de la taille est essentiellement tiré des dispositions du Règlement Prospectus, notamment s'agissant de la publication d'un prix maximum ou de la révocabilité des ordres, le cas échéant. A cet égard, les membres du Groupe de Travail constatent qu'une flexibilité supplémentaire ne pourrait être octroyée par la réglementation française que dans la mesure permise par le Règlement Prospectus. Les membres du Groupe de Travail ne formulent pas de recommandation particulière quant à la fixation du prix et de la taille, la fourchette de +/-15% ne constituant pas une contrainte en pratique.

Si le travail de synthèse didactique que représente le Guide d'élaboration des prospectus publié par l'AMF a été salué, certains membres du Groupe de Travail proposent toutefois de réexaminer l'opportunité de maintenir un tel guide, et, dans l'éventualité où la publication d'un tel guide serait maintenue par l'AMF à des fins didactique et de transparence de la doctrine, ils suggèrent que ce guide ne comporte pas de recommandations qui seraient plus contraignantes que ce qu'impose la réglementation applicable, notamment en ce qui concerne la fourchette de prix.

3.5 Mobilisation des investisseurs particuliers

Le Groupe de Travail s'est interrogé sur l'importance de la participation des investisseurs particuliers dans le cadre des processus d'IPO et sur les moyens de la favoriser.

La modification du Règlement général de l'AMF intervenue en 2024²⁷ a été très largement saluée par les professionnels interrogés comme une réforme utile et indispensable aux fins de l'attractivité de la place de Paris pour la réalisation d'introductions en bourse.

Dans ce contexte, la possibilité d'associer différemment les investisseurs particuliers, soit par des mesures incitatives à l'occasion du processus d'IPO, soit ultérieurement, a été examinée par le Groupe de Travail.

3.5.1 Le dispositif applicable en France

Tranche réservée aux investisseurs particuliers

Lors de la réforme du processus d'IPO de 2014-2015, il avait été souhaité de maintenir l'obligation pour les participants à un processus d'IPO de prévoir une tranche à destination des investisseurs particuliers.

L'AMF a modifié son Règlement général en mars 2024 afin de rendre optionnelle une telle tranche réservée aux particuliers. Le Groupe de Travail considère essentiel de maintenir cette évolution favorable à la réalisation des introductions en bourse en France.

L'AMF a toutefois maintenu l'obligation, dans l'hypothèse où un émetteur souhaite s'adresser à toute catégorie d'investisseurs, y compris les investisseurs particuliers, pour le prestataire chef de file de s'attacher à éviter un déséquilibre manifeste, aux dépens des investisseurs particuliers, entre le service de la demande qu'ils formulent et le service de la demande des investisseurs qualifiés²⁸.

²⁷ Collège de l'AMF, décision du 19 mars 2024.

²⁸ Collège de l'AMF, décision du 19 mars 2024.

Langue du prospectus et communication à caractère promotionnel

L'évolution de la réglementation ayant permis aux émetteurs d'établir un prospectus dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, l'AMF avait 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, que les sociétés désireuses de viser un large public français privilégient un prospectus intégralement rédigé en français et que la communication grand public soit élaborée en conséquence²⁹.

Certaines opérations d'IPO ont été réalisées sur la base d'un prospectus en anglais et d'une traduction du résumé du prospectus en français mais, pour tenir compte des recommandations de l'AMF, la communication à destination des investisseurs particuliers a été réduite, ceci ne favorisant pas la participation des investisseurs particuliers.

Cette position-recommandation n'a pas été reprise dans le guide de l'AMF sur l'élaboration des prospectus et l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers³⁰.

Le Groupe de Travail considère néanmoins utile de clarifier l'absence d'incompatibilité entre une campagne promotionnelle significative à destination des particuliers en cas de prospectus rédigé en langue anglaise. En effet, l'utilisation de plus en plus importante de l'anglais comme langue usuelle dans le domaine financier ne devrait plus constituer un frein à la participation des investisseurs particuliers.

Certains répondants spécialistes des investisseurs particuliers souhaiteraient toutefois privilégier l'usage du français pour le résumé considérant en pratique qu'il constitue une source importante d'information pour prendre une décision d'investissement.

3.5.2 La pratique étrangère

L'obligation d'assurer un traitement équilibré entre les différentes catégories d'investisseurs, et plus particulièrement des investisseurs particuliers par rapport aux qualifiés, n'est pas expressément abordée par les textes européens.

Une étude comparative a été préparée et porte sur l'Allemagne, la Belgique, l'Italie, les Pays-Bas et la Suède, ainsi que sur le Royaume-Uni, le Japon et les Etats-Unis.

Cette étude fait essentiellement ressortir les éléments suivants d'un point de vue réglementaire :

- **Absence d'obligation de prévoir une tranche réservée aux investisseurs particuliers** : la réglementation applicable dans les pays de l'échantillon ne prévoit pas une telle obligation. De manière générale, une offre à destination des particuliers est en pratique le plus souvent mise en œuvre en cas d'intérêt fort des investisseurs particuliers (notamment à raison d'une marque ou d'un nom spécifique) ou sur recommandation des acteurs de marché dans le cadre des discussions de place (par exemple au Royaume-Uni) ;
- **Obligation de traitement équilibré des investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs qualifiés** : les réglementations locales ne prévoient pas une telle obligation à l'exception de la réglementation belge qui prévoit, en cas d'offre au public (c'est-à-dire une offre

²⁹ Position-recommandation AMF – Les introduction en bourse – DOC-2015-02.

³⁰ Position-recommandation AMF – Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers – DOC-2020-06.

qui ne serait pas réalisée exclusivement par voie de placement privé), l'obligation de prévoir une tranche de 10% réservée aux investisseurs particuliers, sauf dérogation des autorités compétentes ;

- **Moment et durée de l'offre à destination des investisseurs particuliers** : de manière générale, la période d'offre est alignée sur la période d'offre pour les investisseurs qualifiés, sous réserve de variations à la marge. Enfin, le Listing Act a réduit le délai de mise à disposition du prospectus de 6 jours ouvrables à 3 jours ouvrables, réduisant ainsi la période pendant laquelle les émetteurs sont exposés au risque de marché.

D'un point de vue pratique, certaines pratiques ont été mises en œuvre, notamment en Italie dans des opérations se rapportant à des sociétés mid / small caps en vue de favoriser la participation des investisseurs :

- **Mécanismes d'incitation (décote, allocation préférentielle, instrument dilutif)** : de manière générale, les opérations réalisées à l'étranger ne recourent pas à ce type de mécanismes. En Italie, certaines opérations d'IPO peuvent inclure des mécanismes reposant sur l'attribution de titres attachés aux actions souscrites dans le cadre d'une IPO et destinés à inciter les investisseurs à rester au capital (par exemple, des actions supplémentaires – « bonus shares ») ou à sanctionner la direction d'une société en cas de non-réalisation des objectifs annoncés (par exemple, des bons de souscription d'actions) ;
- **Mécanismes afin de maximiser la participation des investisseurs particuliers** : la participation des investisseurs particuliers repose généralement sur les banques de réseau (par exemple, au Royaume-Uni ou en Suède) ou l'utilisation de plateformes facilitant leur participation.

3.5.3 Les avantages et les inconvénients du dispositif français

- **Obligation de traitement équilibré en cas d'offre ouverte aux investisseurs particuliers** : assurer un équilibre de traitement entre les investisseurs particuliers et les investisseurs qualifiés pourrait permettre de contribuer à l'investissement direct des particuliers dans l'économie, et pourrait également favoriser la liquidité du titre postérieurement à l'IPO. Cette obligation, bien que limitée dans son champ d'application et son étendue, pourrait toutefois constituer un frein à l'ouverture d'une tranche réservée aux investisseurs particuliers dès lors qu'un traitement équilibré doit être appliqué par les intermédiaires financiers participant à l'opération. Une telle obligation n'est pas prévue dans les opérations réalisées dans les pays de l'échantillon. En pratique, dans les opérations de large taille, les ordres des particuliers sont très marginaux par rapport à la taille de l'opération, et dans les opérations portant sur des sociétés mid-caps, ils sont en revanche souvent prépondérants par rapport aux ordres des investisseurs qualifiés, même si leur montant individuel est très largement inférieur, de sorte que la portée de cette obligation de traitement équilibré n'est pas évidente en pratique.
- **Favoriser la participation directe des investisseurs particuliers aux opérations qui leur sont ouvertes** : lorsque les investisseurs particuliers peuvent participer aux opérations d'IPO et qu'une tranche leur est réservée, les éventuelles restrictions à la communication à caractère promotionnel réduisent, en pratique, la demande exprimée par les particuliers, ce qui peut s'avérer contraire à l'objectif recherché.

3.5.4 Les différentes questions débattues dans le Groupe de Travail

Certains participants ou personnes interrogées estiment que la présence d'investisseurs particuliers au capital de sociétés cotées soutient la liquidité des actions sur le marché secondaire, après la réalisation d'une IPO. Les acteurs interrogés sont dès lors généralement favorables pour favoriser l'actionnariat des investisseurs particuliers.

A cet égard, certaines personnes interrogées considèrent que les particuliers en tant qu'investisseurs en direct, jouent un rôle important dans la liquidité des carnets d'ordres post IPO notamment sur les valeurs petites et moyennes pour lesquels ils peuvent représenter régulièrement 20 à 30 % des volumes traités. Ils présentent par ailleurs l'avantage pour les émetteurs d'une diversification de la nature d'investisseurs avec une dynamique propre. Depuis le covid par exemple, le nombre d'investisseurs particuliers en direct a augmenté là où les fonds d'investissements spécialisés PEA PME ont décollecté.

Tous les acteurs sondés s'accordent toutefois pour préciser que la présence d'investisseurs particuliers ne doit toutefois pas créer des contraintes supplémentaires dans le cadre d'un processus d'IPO, notamment compte tenu de la volatilité des marchés. En outre, une présence trop forte des investisseurs particuliers pourrait engendrer un risque de forte volatilité et d'évolution du cours erratique en cas d'événements ou d'annonces majeures. Certains estiment que les investisseurs particuliers ont davantage vocation à participer au marché secondaire qu'aux opérations d'IPO, voire à accéder aux marchés financiers par voie d'intermédiation par des fonds actions gérés par des professionnels et commercialisés auprès d'investisseurs particuliers, que les participants et les personnes interrogées souhaitent voir se développer.

Les évolutions récentes, notamment la suppression de l'obligation d'offrir aux investisseurs particuliers une partie des actions offertes, ont eu un impact positif sur la réalisation des opérations en permettant de raccourcir les calendriers de réalisation, de limiter l'exposition des émetteurs aux risques de marché, et de conférer davantage de flexibilité aux émetteurs pour adapter l'opération en fonction des conditions de marché. L'ensemble des acteurs interrogés voient ces évolutions de manière positive.

Le Groupe de Travail est dès lors favorable à ce que les émetteurs puissent choisir d'inclure, ou non, des mécanismes incitatifs pour les investisseurs particuliers, dans l'hypothèse où une tranche réservée aux particuliers est prévue, en fonction des circonstances qui leur sont propres.

A cet égard, et s'agissant tout particulièrement d'éventuelles décotes ou attributions de « bonus shares » ou autre mécanisme incitatif, certains participants et acteurs interrogés soulèvent le risque de désalignement entre les investisseurs particuliers et les investisseurs qualifiés qu'un tel mécanisme pourrait créer s'il devait être mis en place au bénéfice des investisseurs particuliers, voire des risques d'impact sur la liquidité lorsque ces mécanismes sont associés à des périodes de conservation, et certains investisseurs interrogés ont exprimé une forte réticence à cet égard. Cependant, certains participants ont relevé que des circonstances propres à chaque opération, notamment pour les petites et moyennes entreprises pour lesquelles la dynamique et les ressorts sont spécifiques, pourraient justifier de recourir à de tels mécanismes, licites en l'état de la réglementation en France, et que l'appréciation de l'opportunité de tels mécanismes relève des émetteurs.

De même, des possibilités de décalage de calendrier entre les différentes tranches d'offre ont été évoquées dans le cadre des réflexions, sans qu'aucune séquence n'emporte la conviction comme devant s'imposer.

En revanche, les mécanismes d'allocation préférentielle en fonction des caractéristiques des souscripteurs (telles que pratiquées par exemple pour des émetteurs B2C) ou de recours à des plateformes de

souscription ont été reconnues comme susceptibles de constituer des pratiques pertinentes selon les circonstances. Là encore, l'opportunité doit être laissée à l'appréciation des émetteurs.

De même, la possibilité de réaliser des communications à caractère promotionnel a été relevée comme contribuant significativement à la participation des particuliers aux opérations qui leur sont ouvertes, et les limitations imposées en pratique à cet égard lorsque le prospectus est rédigé en langue anglaise ont été considérées comme desservant l'objectif de faire participer les particuliers aux opérations qui leur sont ouvertes, et inadaptées aux profils d'investisseurs particuliers participant effectivement à ces opérations.

3.5.5 Les évolutions envisagées et les propositions formulées par le Groupe de Travail

Sur la base des éléments qui précèdent, le Groupe de Travail formule la recommandation suivante : reconnaître la possibilité pour les émetteurs décidant de réserver une tranche de l'offre aux investisseurs particuliers, de conduire des campagnes marketing étendues à destination des investisseurs particuliers quand bien même le prospectus serait en langue anglaise.

Le Groupe de Travail estime que la mise en place d'éventuels mécanismes incitatifs doit être laissée à l'appréciation des émetteurs et ne nécessite pas d'intervention réglementaire.

4 Remontées complémentaires de la place autour des processus IPO

4.1 Investisseurs cornerstone

Les investisseurs « cornerstone » occupent une place stratégique dans le processus d'IPO en jouant un rôle de catalyseur de confiance pour les marchés. Leur engagement précoce, généralement formalisé avant même l'ouverture du livre d'ordres et rendu public, constitue un signal de crédibilité : ces investisseurs institutionnels ou stratégiques s'engagent à souscrire un montant significatif d'actions à un prix prédéfini (souvent à tout prix compris dans la fourchette indicative de prix), permettant à l'émetteur et aux banques de structurer l'offre avec une base de souscription déjà sécurisée.

Cette pré-allocation partielle du capital permet de réduire le risque de l'opération, en créant un socle stable qui attire d'autres investisseurs et renforce la dynamique commerciale du placement. Les investisseurs « cornerstone » sont également perçus comme une validation externe de la valorisation proposée, ce qui confère une légitimité précieuse dans un contexte de marché incertain. Par ailleurs, selon les cas, il arrive qu'ils acceptent des engagements de conservation (*lock-up*) ou en tout état de cause se présentent comme des investisseurs de long terme n'ayant pas l'intention de céder les actions souscrites à court terme, ce qui limite le risque de retournement rapide ou de pression vendeuse dans les premiers jours de cotation, contribuant à une meilleure stabilité du cours.

Leur participation, bien que non exclusive de la participation d'autres investisseurs dans le cadre du placement, tend à faciliter la réussite de l'opération en renforçant l'attractivité et la lisibilité du placement, tout en permettant à l'émetteur d'établir des relations durables avec des partenaires stratégiques potentiels ou de long terme, appelés ou non à s'impliquer dans la gouvernance post-IPO.

4.2 Comment mobiliser les investisseurs particuliers

Les membres du Groupe de Travail relèvent le constat général que seule une part faible de l'épargne des investisseurs particuliers français est dirigée vers les marchés de capitaux. Bien que cela ne relève pas pleinement du domaine de compétence de l'AMF, les membres du Groupe de Travail considèrent qu'une réflexion pourrait être menée sur les réformes à mettre en œuvre afin de favoriser une meilleure direction de l'épargne des investisseurs particuliers français vers l'économie.

Un autre point de vue est que, dans un contexte global visant à attirer de plus en plus les particuliers vers des placements boursiers, les dispositions légales et réglementaires (majoritairement obligations MIFID) peuvent constituer des contraintes fortes pour les réseaux bancaires au moment des IPO notamment en termes de sollicitation vs conseil en investissement. Un assouplissement / allègement de ce cadre extrêmement contraignant serait certainement de nature à faciliter une communication efficace vers la clientèle, y compris les particuliers, et en préservant leur sécurité juridique notamment avec les outils digitaux désormais à disposition.

4.3 Comment mieux communiquer sur l'attractivité de notre marché

Au Royaume-Uni, la FCA travaille actuellement sur l'initiative de marchés privés PISCES (« Private Intermittent Securities and Capital Exchange System »), visant à créer une plateforme réglementée pour permettre des échanges périodiques de titres de sociétés non cotées. Cette initiative illustre une volonté claire de renforcer l'attractivité du marché britannique en offrant aux entreprises une alternative souple et intermédiaire entre le financement privé classique et l'introduction en bourse. Cette approche répond aux besoins croissants de liquidité des actionnaires tout en allégeant les contraintes de transparence propres au marché réglementé, et pourrait séduire des scale-ups en quête de flexibilité.

A ce jour, le marché français ne propose pas de mécanisme équivalent permettant un accès progressif à la cotation, limitant les options de financement à mi-chemin entre le capital-investissement et le marché coté. Dans un contexte européen de concurrence entre places financières, cette pratique étrangère souligne l'intérêt d'expérimenter en France des solutions similaires, afin de mieux accompagner la croissance des entreprises non cotées et renforcer l'attractivité globale de notre marché.

De manière plus générale, l'ensemble du monde des entreprises cotées doit être plus visible et affirmer son rôle vital dans l'économie y compris comme option crédible de sortie pour les entreprises détenues par le private equity.

4.4 Attestation PSI et lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes

Les membres du Groupe de Travail ont relevé que l'exigence de délivrance à l'AMF d'une Attestation PSI et d'une lettre de fin de travaux est spécifique à la France, et ont sollicité les avis des personnes interrogées sur les avantages de cette exigence pour la place de Paris et les participants aux opérations d'IPO réalisées en France.

Il est ainsi constaté, après avoir recueilli les avis des différentes personnes interrogées, que l'Attestation PSI ne présente pas d'intérêt particulier pour les parties prenantes aux opérations significatives dans la mesure où des diligences approfondies sont déjà effectuées notamment lorsqu'il existe un placement international (par exemple, 144A).

L'étendue des diligences étant susceptible de varier en fonction du profil des émetteurs et des investisseurs sollicités, les membres du Groupe de Travail considèrent que si l'exigence d'une Attestation PSI venait à être supprimée, il serait toutefois utile que celle-ci soit maintenue pour les petites et moyennes valeurs, afin d'assurer un niveau de diligences minimum sur ces opérations. L'Attestation PSI pourrait en ce sens être requise en fonction du compartiment de cotation de l'émetteur (par exemple, l'Attestation PSI pourrait ne pas être requise si l'émetteur est admis au sein du compartiment A d'Euronext Paris, où la nature et l'entendue du placement invitent nécessairement des diligences approfondies).

A cet égard les intermédiaires spécialisés dans les placements auprès des investisseurs particuliers ont fait état du rôle sécurisant de l'attestation PSI et de la lettre de fin de travaux, en garantissant la conformité et la fiabilité des informations présentées dans le cadre de l'IPO. Ces derniers relèvent toutefois que leur suppression serait envisageable dans l'hypothèse où elle serait acceptable également pour les investisseurs institutionnels afin de garantir une cohérence dans les pratiques.

Les membres du Groupe de Travail relèvent que la lettre de fin de travaux constitue une spécificité française. Toutefois, en l'état de la pratique actuelle, les commissaires aux comptes français ne fournissant pas de confort aux banques garantes sur le prospectus français, l'exigence d'une lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes devrait être maintenue.

4.5 Partage de sections du prospectus avec des investisseurs qualifiés

Les membres du Groupe de Travail et personnes interrogées soulignent qu'en pratique, il est utile de pouvoir conduire des échanges approfondis avec certains investisseurs en amont, que ce soit dans le cadre d'un processus de sélection d'investisseurs « cornerstone » ou afin de permettre à certains investisseurs manifestant un intérêt particulier à potentiellement placer des ordres importants, d'étudier un tel investissement dans des délais compatibles avec leurs procédures internes d'engagements pour des montants de cet ordre de grandeur.

Ces éléments sont communiqués sous accord de confidentialité afin de préserver la confidentialité du processus ainsi que leur contenu tant que celui-ci n'est pas rendu public.

La nature des sections du projet de prospectus partagées avec les investisseurs sous accord de confidentialité varie en fonction du profil des investisseurs et du secteur d'activité de l'émetteur. Il est parfois relevé que le partage de certaines parties du projet de prospectus sous accord de confidentialité entraîne une complexification du processus (y compris pour les investisseurs).

Les membres du Groupe de Travail relèvent néanmoins que tous les acteurs de la place financière de Paris ne sont pas autant habitués à conclure de tels accords de confidentialité par comparaison avec les autres marchés de l'UE qui ont largement adopté cette pratique (Allemagne, Pays-Bas). Une réflexion devrait être conduite par les institutions concernées afin de leur permettre de participer à ce process et de mobiliser davantage d'acteurs de la place financière de Paris dans les opérations d'IPO.

4.6 Prise en compte des spécificités des petites et moyennes valeurs

Les membres du Groupe de Travail observent, après avoir consulté plusieurs acteurs spécialisés dans ce domaine, que les opérations d'IPO des petites et moyennes valeurs présentent des caractéristiques différentes des opérations les plus significatives, notamment au regard du profil des investisseurs (les petites et moyennes valeurs bénéficiant souvent d'une demande des investisseurs particuliers proportionnellement plus importante que sur les grandes opérations, mais d'une présence d'investisseurs de type *hedge fund* moins importante).

Certaines personnes interrogées suggèrent ainsi que l'AMF dispose d'une organisation spécifique pour ce type d'opération. Les équipes de l'AMF en charge des petites et moyennes valeurs pourraient ainsi être différentes de celles traitant des grandes valeurs. Ce point est toutefois débattu au sein du Groupe de Travail, d'autres participants craignent un risque de divergence de pratiques.

4.7 Améliorer la liquidité du marché secondaire

Parmi les suggestions formulées par certaines personnes interrogées, en vue d'améliorer la liquidité du marché secondaire, le Groupe de Travail a notamment relevé :

- **Le développement d'un actionnariat d'investisseurs particuliers** : certains émetteurs ont exprimé le souhait de la diffusion de « bonnes pratiques » visant à développer un actionnariat d'investisseurs particuliers post IPO, afin qu'ils puissent décider, le cas échéant, de la mise en œuvre de moyens adaptés à cet effet ;
- **Le développement de la couverture par des analystes de recherche** : les membres du Groupe de Travail et les personnes interrogées ont relevé une difficulté pour les sociétés nouvellement cotées, et notamment pour les petites et moyennes valeurs, de disposer d'une couverture de recherche et considèrent qu'une réflexion pourrait utilement être menée en vue de permettre un tel développement, sans nécessairement recourir à de la « recherche sponsorisée » ;
- **Comportement des actionnaires de long terme (« long only »)** : certaines personnes interrogées ont exprimé l'avis que les gérants des fonds « long only » devraient allouer une (petite) partie de leur souscription à un autre fonds ayant une politique de gestion plus dynamique, afin d'assurer une certaine liquidité sur le marché secondaire ; d'autres personnes ont suggéré que les fonds désireux d'investir sur une valeur dans le cadre d'une IPO pourraient utilement diviser leur montant d'investissement alloué en interne à cette valeur entre des fonds placés immédiatement

lors de l'IPO et des fonds placés dans l'année qui suit en vue de se renforcer en fonction des conditions de marché, alimentant ainsi une activité sur le marché secondaire.

5 ANNEXES

5.1 ANNEXE 1 – Composition du Groupe de Travail

Ci-dessous les membres du Groupe de Travail ayant mené les différents entretiens et œuvré à la rédaction de ce rapport.

Banquiers :

Sophie Javary, BNP Paribas

Alexis le Touzé, BNP Paribas

Isabelle Stoeckli, BNP Paribas

Vincent Le Sann, BNP Paribas Portzamparc

Florence Gréau, Société Générale

Jérôme Renard, Bank of America

Euronext :

Delphine D’Amarzit, Euronext

Guillaume Morelli, Euronext

Damien Pelletier, Euronext

Avocats et Juristes :

Olivier de Vilmorin, Sullivan & Cromwell

Marie-Laurence Tibi, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Séverin Robillard, White & Case

Olivier Thébault, A&O Shearman

Frédéric Lorin, BNP Paribas

Investisseurs :

Luc Mouzon, Amundi

Aude Contamin, CDC

Per Einar Ellefsen, Amundsen

Gautier Rousseau, Amundsen

Beatrice Falga, Amundsen

Sebastien Ribeiro, Amiral Gestion

5.2 ANNEXE 2 – Professionnels consultés

Banquiers :

Paul Mihailovitch, Alexandre Gaudy; JP Morgan

Laurent Danino; Natixis

Valéry Barrier, Charaf Baquouah; Citi

Francois Wat, Jacques Deege; Rothschild & Co

Charles-Henry Gaultier; Lazard

Thomas De Kergommeaux; GS

Frederick Velten Jameson, Walid Fezza; MS

Joëlle Assouad, Marie-Ange Guindon, Françoise Poujetoux; Credit Agricole CIB

Pascal Mathieu; Gilbert Dupont

Virginia Khoo; BNP Paribas

Charles-Henri Berbain, Alice Aymé; TP ICAP

Christophe Alleman, Jérôme Guyot; Bryan Garnier

Constance De Waziers; HSBC

Listing sponsors :

Thibaut Simonnet, Bruno Gaheri; CIC Market Solutions

Thomas Hornus, Julia Bridger; Euroland Corporate

Jean-Michel Cabriot; Swisslife Banque privée

Avocats/ Juristes :

Samuel Pallotto, Mathilde Cazé; FieldFisher

Florent Bouyer; Jones Day

Investisseurs institutionnels :

Antoine De Crepy; AXA IM

Eric Labbé, Damien Mariette; CPR AM

Sophie Paquin, Thibaut Cambuzat, Mailys Ferrere, Thierry Sommelet; Bpifrance

Patricia Salomon, Nicolas Dubourg; FSP

Valentin Rocherolle, Patrice Piade; Amundi AM

David Serrero; CDC Croissance

Fabrice Masson, Lucas Gonon; BFT IM

Cédric Pointier, Daniel Dourmap; DNCA

Gilles Sitbon; Dorval

Maxime Prodhomme; Groupama AM

Frédéric Surry, Lazare Hounhouayenou; BNP Paribas AM

Emilie Da Silva; EIFFEL

Jacques Aurelien Marcireau; EDRAM

Arthur Fonck; SYQUANT

Andrzej Kawalec; Moneta

Pierre Schang; LFDE

James Ogilvy, Jean-François Cardinet; Lazard Frères Gestion

Victor Higgons; Indépendance & Expansion

Andrea Beneventi; Isalt

Florian Suraud; Ossington

+ 5 investisseurs institutionnels dont l'anonymat a été préservé

Associations & autres :

Anne Gaignard; Place des investisseurs

François de Wiljes; Primary Bid

Comité Valeurs Moyennes; AMAFI

Comité Opérations Financières; AMAFI

BONNET Valentine, MURESIANU David; AFG

5.3 ANNEXE 3 – Synthèse Investisseurs

Dans le cadre de cette étude, environ 25 sociétés de gestion, françaises et internationales, représentant une diversité de profils, ont été interrogées. Si la majorité d'entre elles se concentre sur les actions européennes, plusieurs ont une envergure internationale. Ces investisseurs possèdent tous une expérience des IPO, bien que leur degré d'implication, de maturité et d'appétence pour ce type d'opérations varie fortement. Certains se positionnent régulièrement comme investisseurs "anchor" ou "cornerstone", tandis que d'autres ont une expérience plus sporadique et une compréhension moindre des mécanismes des IPO.

Des suggestions en vue de renforcer la confiance dans les opérations

Dans un contexte où le parcours boursier post IPO de certaines sociétés mises en bourse a pu être accidenté, et même si ce n'est pas le cas des opérations réalisées en France depuis la fin 2023 (Exosens, Planisware, STIF, LightOn ou encore Odyssee Technologie notamment) qui ont toutes très largement surperformé le marché et semblent marquer le début d'une restauration de la confiance sur le marché français des IPO, diverses suggestions visant à renforcer la confiance ont été formulées par certains investisseurs.

Bien que certaines suggestions ne concernent pas le cadre réglementaire applicable et/ou n'aient pas fait l'objet d'un consensus permettant de les inclure dans les Recommandations figurant dans le présent rapport, le Groupe de travail a souhaité mettre en exergue, dans la présente annexe, certaines de ces observations, à titre indicatif, et entend poursuivre les échanges y afférents au sein du Forum IPO.

Ainsi, à ce titre, plusieurs leviers ont été identifiés pour amplifier les progrès constatés :

- Un renforcement de la transparence et de l'indépendance : cela inclut le maintien des attestations des commissaires aux comptes et des PSI, considérées comme un gage de qualité de l'information fournie dans le prospectus ;
- Une couverture par de la recherche hors analystes des membres du syndicat, dans la mesure du possible, serait également considérée comme bienvenue ; et
- Un alignement des intérêts entre les actionnaires actuels et futurs : une meilleure prise en compte des besoins des nouveaux actionnaires dans la structuration des offres est jugée essentielle.

Les investisseurs insistent sur la difficulté de se forger une opinion, compte tenu du manque d'historique sur la société. Certains suggèrent un historique de comptes de la société plus important (4 ans).³¹

Accès anticipé à l'information et rôle du prospectus

Plus fondamentalement, certains investisseurs considèrent qu'il leur est difficile de se positionner dans le calendrier d'IPO s'il ne prévoit pas un temps suffisant pour que les investisseurs puissent analyser et se construire une conviction sur la valeur.

La mise à disposition précoce du prospectus, idéalement plusieurs semaines avant l'ouverture du bookbuilding, est largement plébiscitée, notamment à travers le prospectus tripartite.

Les investisseurs sont également favorables à des rencontres avec l'entreprise en amont du processus d'IPO.

³¹ Le Groupe de Travail a relevé sur ce point qu'une telle augmentation de la période minimale couverte par l'historique de comptes de l'émetteur est contradictoire par rapport à la réduction de trois à deux ans de l'historique de comptes minimum exigé par le Listing Act, ce qui impliquerait un coût potentiellement disproportionné, et que, de plus, cela ne serait pas nécessairement pertinent pour des valeurs ayant connu un fort développement au cours des dernières années précédant l'IPO.

Certes, certains investisseurs institutionnels sont organisés de manière à recevoir sous accord de confidentialité des projets de certaines sections du prospectus, en amont de son approbation, mais cela n'est pas généralisé dans toutes les sociétés de gestion.

C'est pourquoi, il a été suggéré que le projet de prospectus soit rendu public le plus en amont possible, et au plus tard en amont de la distribution des rapports de recherche des analystes sous la forme d'un document d'enregistrement approuvé par l'AMF, afin de faciliter une analyse approfondie, particulièrement sur des aspects techniques tels que la gouvernance ou les indicateurs ESG.

Certains ont même suggéré que le projet de prospectus soit rendu public dès son dépôt auprès de l'AMF, sur le modèle du S-1 américain.³²

Le prospectus tripartite, considéré comme une bonne pratique permettant une meilleure information en amont dès le pré-marketing, est jugé dès lors très utile.

Fourchette de prix, taille des offres et durée du placement

La largeur actuelle des fourchettes de prix (+/-15 %) est critiquée par plusieurs participants, car elle reflète une incertitude jugée excessive sur la valorisation des entreprises. Une fourchette resserrée avec des options simplifiées de re-filing, est perçue comme un facteur favorable à la dynamique des transactions.³³

Les opérations à fourchettes resserrées, voire à prix fixe sont appréciées.

En termes de taille d'offre, les vues exprimées sont très diverses. Une flexibilité permettant des flottants inférieurs à 25 % est privilégiée par une partie des répondants, considérant que cela offre un meilleur équilibre entre liquidité à court terme et performances à long terme. Un investisseur mentionne qu'un faible flottant lors de l'IPO doit être accompagné d'un engagement d'élargissement par la suite. D'autres investisseurs soulignent que des flottants inférieurs à 20 % nuisent à la liquidité, et peuvent dissuader certains investisseurs institutionnels.

Rôle et participation des investisseurs particuliers

La place des investisseurs particuliers fait l'objet de positions divergentes. Si leur implication est perçue comme un atout pour renforcer la liquidité, certains s'inquiètent du risque de volatilité excessive liée à une participation significative des investisseurs particuliers. Certains investisseurs soulignent un marché déjà complexe pour les professionnels et sont donc dubitatifs quant à l'intégration du retail au moment de l'IPO.

L'utilisation des nouvelles technologies pour simplifier et moderniser le processus d'intégration des investisseurs retail est également évoquée comme une piste d'innovation intéressante.

Rôle de la recherche

La participation des investisseurs la plus large aux PDIE et sur un nombre d'opérations qui peuvent être concomitantes, est nécessaire et constitue un point clé dans la formation du prix lors des IPO.

A ce titre l'initiative de CDC Croissance (fonds de fonds PEA PME) qui demande aux gérants des fonds dans laquelle elle investit, de participer systématiquement aux PDIE des opérations d'introduction en bourse de sociétés françaises illustre bien cette problématique.

³² Le Groupe de Travail relève toutefois que cette pratique américaine n'a cours dans aucun pays européen et ne paraît pas adaptée au contexte des émetteurs européens et que cette pratique va à l'encontre du souhait de nombre d'émetteurs européens et actionnaires de référence de ne pas diffuser publiquement leurs informations (y compris des informations sensibles à l'égard de leurs concurrents) tant que l'opération n'est pas suffisamment avancée et assurée dans sa probabilité de réalisation, ce qui n'est pas possible plusieurs semaines à l'avance compte tenu de la volatilité des marchés.

³³ Le Groupe de Travail renvoie, à cet égard, à la section 3.4 du présent rapport.

La plupart des personnes interrogées souligne que la phase de PDIE ne doit pas être trop courte. Une durée de une à deux semaines, dans la mesure du possible, est privilégiée, pour analyser la société et se forger une opinion. Les investisseurs conçoivent que, à la suite de cette période de PDIE, la phase de book building peut être raccourcie pour réduire les risques de l'opération.

Ainsi, la recherche du syndicat est considérée comme utile pour bon nombre d'investisseurs.

Cependant, les investisseurs suggèrent que des rapports de recherche émanant d'analystes hors syndicat seraient, dans la mesure du possible, bienvenus, tant par l'accès élargi qu'une telle couverture permettrait que par le fait que les établissements concernés par cette distribution n'auraient pas de conflits d'intérêts potentiels.

Le maintien d'une réunion de présentation à la communauté financière de type de la réunion organisée sous l'égide de la SFAF post lancement de l'opération est soutenu par certains investisseurs, notamment dans un souci d'égalité d'accès aux dirigeants de l'émetteur, au-delà de l'égalité d'accès à l'information assurée par le prospectus. Certains investisseurs notent qu'en pratique, les participants à cette réunion ne sont pas uniquement des analystes sell-side ; des analystes buy-side et des investisseurs n'ayant pas pu participer au roadshows peuvent aussi être présents. Les options de tenir cette réunion en visioconférence en limitent les coûts et facilitent cet accès large.

Innovations et incitations à l'investissement

Diverses suggestions visant à encourager l'investissement dans les IPO ont été formulées. Parmi celles-ci figurent l'attribution de warrants ou de bonus shares pour les investisseurs et non uniquement pour le retail.

Des incitations fiscales pour les particuliers, à condition d'une détention prolongée des titres après l'introduction, ont été mentionnées comme leviers pour revitaliser le marché des valeurs IPO auprès des particuliers.

5.4 ANNEXE 4 – Glossaire

AMF	Autorité des marchés financiers
Attestation PSI	Attestation remise par le(s) prestataire(s) de services d'investissement dirigeant l'opération d'IPO, conformément à l'article 212-16 du Règlement général de l'AMF
Bookbuilding	Processus de construction du livre d'ordres
Directive MiFID II	Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, telle que modifiée
Groupe de Travail	Groupe de travail constitué en vue de l'élaboration du présent rapport et des travaux y afférents
Investisseurs « cornerstone »	Investisseur qui se met d'accord avec une entreprise quelques semaines avant son introduction en bourse pour acheter une quantité significative d'actions (au moins quelques pourcents) lors de son introduction en bourse à un prix correspondant à celui de l'offre et rendre public son engagement
Investisseurs « anchor »	Investisseur associé à la phase amont de l'introduction en bourse et susceptible de faciliter cette opération par l'effet de mimétisme et d'entraînement qu'il peut enclencher du fait de son ordre placé rapidement dans le livre d'ordres et de sa qualité
IPO	<i>Initial Public Offering</i> , soit, en français, introduction en bourse
ITF	Premier communiqué de presse diffusé par un émetteur annonçant son projet d'introduction en bourse
Listing Act	« Paquet législatif » composé : <ul style="list-style-type: none">– d'un règlement européen amendant les règlements Prospectus, Abus de marché et MiFIR: le règlement (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024 modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) 596/2014 et (UE) 600/2014 ;– d'une directive amendant la directive MiFID2 : la directive (UE) 2024/2811 du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE ;– d'une directive ouvrant la possibilité aux entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un système multilatéral de négociation d'adopter une « structure avec actions à droits de vote multiples » : la directive (UE) 2024/2810 du 23 octobre 2024

Loi Attractivité	Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France
Mid / small caps	Petites et moyennes capitalisations
PDIE	<i>Pre-deal investor education</i>
Position-Recommandation de l'AMF	Guide d'élaboration des prospectus et de l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers, Position-Recommandation DOC- 2020-06 applicable au 28 juillet 2023
Règlement général de l'AMF ou Règlement général	Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
Règlement MAR	Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, tel que modifié
Règlement Prospectus	Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, tel que modifié
Retail	Investisseurs particuliers
SEC	<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Company</i>
Unbundling	Mécanisme de commission de courtage à facturation partagée distinguant l'exécution et la recherche

5.5 ANNEXE 5 – Analyse et comparaison des processus IPO en France, en Belgique, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie, en Suède, au Royaume-Uni, au Japon

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
Germany	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus:</u> Single document (although a tripartite document is permitted, but not seen in practice). - <u>Disclosure of the prospectus to potential investors:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Prospectus may be shared with potential cornerstone investors under NDA, typically after the 2nd or 3rd BaFin submission. - <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche:</u> In case of a private placement coupled with a listing, the listing prospectus is typically approved on the day of pricing (prior to pricing). It would also be possible to have the prospectus approved after pricing. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Typically price range in an IPO (the price range is generally +/- 10%). BaFin stated that the low end of the price range must not be less than 50% of the high end. o Max price only seen in rights offerings when price not included at approval date. - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Higher price range / pricing above the high end of the price range requires a prospectus supplement. o Lower price range / pricing below the low end of the price range does not require a prospectus supplement, if it is not significant, which should be the case if the price is not more than 10% below the low end of the price range. This should apply both for primary and secondary offerings; note, however, that there is less legal certainty in case of a primary offering. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement:</u> Typically 2 weeks before launch of the roadshow (sometimes a bit shorter). Compliance considerations by the banks used to say 2 weeks. Immediately following the ITF, research goes out. - <u>Description and timing of the analyst process:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Around the time of the 1st BaFin submission, analyst presentation (syndicate analysts only). No inclusion of non-syndicate analysts. Analyst presentation typically not published, certain material information from the analyst presentation may be included in ITF due to MAR considerations. o Sell-side research is generally considered as being constructive and as one of the key advantages of European markets. - <u>Availability of the research:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Distribution to select investors at the time of the ITF. No disclosure of the IPO research to the public. 	<ul style="list-style-type: none"> - Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn: <ul style="list-style-type: none"> o No for retail investors (unless there is a supplement, in which case a two-day withdrawal period applies). o Yes for institutional investors – institutions place indications of interest, which may be changed or withdrawn prior to pricing and allocation. - <u>Mandatory inclusion of retail tranche:</u> No (in the sense that you don't have to reserve a portion of the offering for retail investors). - <u>Best practices to attract retail investors:</u> Discounts/preferred allocation for retail investors/employees have not been used in recent IPOs. - <u>Guidelines published by the authority:</u> Very limited guidance published by BaFin on specific aspects but no encompassing guidance. BaFin is however available to discuss about the transaction in practice.

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
		<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Increase in the number of shares offered requires a prospectus supplement, unless the prospectus includes an upsize option (upsized options are common). Permissible size of the upsize option is an open question (significant flexibility of upsize option relates to a secondary), but it typically amounts to 10%-15%. o Extension of the offer period requires a prospectus supplement, unless the extension is immaterial. 	<ul style="list-style-type: none"> o Following the black out period, the syndicate banks typically publish updated research. - <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors:</u> Basically yes (there may be a difference of a few hours). - <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable:</u> <ul style="list-style-type: none"> o If private placement with Listing Prospectus, BaFin review is quicker than in case of public offering - first review period is only 10 business days instead of 20 business days (note, however, BaFin may now agree in public offerings to shorten the 20 business days to 13). In addition, with Listing Prospectus, approval takes place only shortly before pricing rather than at start of roadshow (but issuers typically aim to have comments cleared before launch of the roadshow). o In a private placement, no need to have at least 6 business days between approval of the offering prospectus and pricing. - <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction:</u> Additional 	

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
			flexibility to increase/decrease size of offering and/or to price outside the range would be helpful (as in the US).	
Netherlands	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus</u>: Always a single document (although a tripartite document is permitted, but not seen in practice). The prospectus is generally structured in a format which is similar to the SEC form S-1, given that issuances in the Netherlands are often coupled with a 144A offering in the US. - <u>Disclosure of the prospectus to potential investors</u>: The prospectus is disclosed in certain cases, if the underwriter feels confident in giving access to the prospectus. Disclosure is generally made after 2 or 3 comment rounds with the AFM and the document is substantially complete and stable, and is made, under NDA, to a select group of investors. - <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche</u>: Approved and published when bookbuilding starts. If there is no retail offering, it is possible to obtain AFM approval and publish the prospectus after bookbuilding and placing 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice</u>: <ul style="list-style-type: none"> o The price is always determined through a price range (typically +/- 10%). o Retail investors subscribe on a “bestens” basis which means that by subscribing, they accept to subscribe at the top end of the price range (i.e., retail investors are somewhat “price-agnostic” across the range). - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences</u>: <ul style="list-style-type: none"> o It can reasonably be argued that it is possible to price outside of the price range without a prospectus supplement, provided that the resulting change to the transaction and the prospects and the financial position of the issuer is not material. If there is a retail offering, any retail investors will have withdrawal rights if the offer price is set above the top end of the price range. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement</u>: The ITF announcement is generally made 1 - 2 weeks before the deal is launched, at the time when the banks release their research. - <u>Description and timing of the analyst process</u>: <ul style="list-style-type: none"> o Analysts presentations are made a few weeks before the ITF announcement. Analysts presentations are not made public but they must be consistent with the draft prospectus (and vice versa) (e.g., headings of the risk factors covered in the prospectus are typically included in the slides of the analysts presentation). o No debate around the sell-side research. It is generally accepted that sell-side research is a beneficial piece of the investor education process. o There is generally no non-syndicate/independent research in the Netherlands. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn</u>: Retail investors can withdraw their orders only if a prospectus supplement is published or if the offer price is set above the top-end of the price range. - <u>Mandatory inclusion of retail tranche</u>: No mandatory inclusion of a retail tranche. A retail tranche can be beneficial to the overall offering given that retail investors are “price-agnostic” (see above). Whether sufficient retail demand can be expected to warrant inclusion of a retail tranche depends on the recognizability of the issuer’s name and brand to the average Dutch retail investor. - <u>Best practices to attract retail investors</u>: No discount or distinct offer period for retail investors. Retail investors typically receive targeted marketing materials, such as a ‘retail brochure’, which are also published on the issuer’s website, and which are essential to encourage retail investors to subscribe.

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>and immediately before listing.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ We have not found any precedents of Dutch IPOs pricing beyond the range. – <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer</u>: Yes, but if the upsize is material (e.g., 20%-25%), the prudent approach would be to include an ‘upsized option’ in the prospectus, so that investors are aware of the option and can assess the effects of it. 	<ul style="list-style-type: none"> – <u>Availability of the research</u>: Research is disclosed 1 - 2 weeks before the launch of the deal, and is shared only with a limited number of institutional investors. Retail investors do not have access to the research (which explains why the consistency considerations between the analysts presentations and the prospectus are essential). – <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors</u>: The subscription periods are the same, including for retail investors. A difference of a few hours may however exist (e.g., the offer to retail investors may need to close a few hours earlier than the offer to institutional investors). – <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable</u>: The main impact is that an IPO with no offer to retail investors can help to shorten the bookbuilding process. – <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction</u>: The IPO timetable could only be optimized marginally, given that most of the timetable is driven by the drafting of the documentation and its review by the authorities 	<ul style="list-style-type: none"> – <u>Guidelines published by the authority</u>: The AFM generally adopts a pragmatic approach and is generally open to discussing prospectus disclosure questions and issues to come to a workable resolution. – <u>Listing application</u>: A draft listing application is made 2/3 months before the listing date. The formal application for listing is made shortly before the listing date.

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
Italy	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus:</u> Both structures are used in Italy although in the last years we have seen a slight preference for a single document in connection with IPOs. - Disclosure of the prospectus to potential investors: <ul style="list-style-type: none"> o This is not a wide practice although it slightly increased in the last years due to the pressure received by the banks to find anchor investors that could support the transaction and the relevant price/placement. o The draft IPO prospectus is shared with selected potential investors by the banks in the period between the filing of the prospectus with Consob and the ITF publication and is subject to the signing of an NDA by the investors. - <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche:</u> In Italy the common practice is to approve the prospectus before the placement, regardless of a retail tranche. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice:</u> The IPO prospectuses in Italy generally include a price range with a final offer price determined at the end of the roadshow and bookbuilding process. Note that in the last 5/10 years all the IPO prospectuses did not include a retail tranche and therefore qualified as admission documents. A fixed price was used in very few IPOs. - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences:</u> In case of IPO prospectus which do not include a retail tranche the offer price can be lower or higher than the price range. Instead, in the event of an IPO prospectus with a retail tranche, a maxim offer price is set forth into the IPO prospectus. - <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer:</u> An increase in size or a change in the means of placement in the context of the offer (secondary vs primary) would require an amendment to the IPO prospectus unless such options are already disclosed into the IPO prospectus. However, an increase of the primary or secondary placement could 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement:</u> <ul style="list-style-type: none"> o In Italy the ITF is published at the time the working group has enough confidence of the positive outcome of the IPO, which occurs after the early-look meetings and the deep dive session. o The ITF is published immediately before the greenlight to the publication of the research reports and approximately 3 weeks before the approval of the Prospectus by Consob. o The ITF describes the key elements of the IPO, such as the offer structure, existence of lock-up arrangements and use of proceeds. - <u>Description and timing of the analyst process:</u> <ul style="list-style-type: none"> o The approach with the syndicate analysts kicks-off with the analyst presentation, that is generally finalized by the time of the first filing with CONSOB of the IPO prospectus. o The analyst presentation tends to mirror the early-look presentation, although it factors in the 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn:</u> No, except in case of publication of a supplement. - <u>Mandatory inclusion of retail tranche:</u> No. - <u>Best practices to attract retail investors:</u> bonus shares for retail investors which hold the shares for a minimum time period.

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
		<p>require new corporate authorization.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Having said so, in Italy we frequently see the possibility to increase the size of the offer through the over-allotment option. - As regards the change in the mix of the primary vs secondary placement, it is possible (and easily manageable) to proceed with this option in the event of reduction of the offer size, which could force the issuer or the seller to reduce the amount of shares issued/sold. 	<p>feedbacks received after the early-look meetings and the changes made to the draft IPO prospectus by the working group.</p> <ul style="list-style-type: none"> o After the analyst presentation, it is common to organise one or more follow-up calls with the analysts in the event of queries by the analysts in relation to the business of the issuer. o After the analyst presentation and follow-up calls, the analysts prepare the draft research reports which are subject to at least two rounds of factual accuracy comments by the working group. - <u>Availability of the research:</u> Once published (after the ITF), the researches are made available by the syndicate analysts to the potential investors in the course of the investor education phase, which is the period immediately preceding the final roadshow phase. - <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors:</u> Usually yes, although not required by law. - <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable:</u> There is no 	

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
			<p>particular impact on the timetable. What we have seen in the past, thought, is that CONSOB review is particularly burdensome in the event of a retail tranche.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction:</u> <ul style="list-style-type: none"> o The main concern of an IPO timetable in Italy is the review by CONSOB, which is known to be a particularly careful authority in the review of the prospectuses. o Certain measures are being discussed in the last years to streamline the process, such as a reorganization of the internal functions authority and the power granted directly to the head of the prospectus division to approve the prospectus (rather than waiting for an approval by the whole board of the authority). Hopefully, these measures will help reducing the IPO timetable, which hardly falls below 5 months from the kick-off to the listing date. 	
Sweden	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus:</u> Single document. - <u>Disclosure of the prospectus to potential investors:</u> Disclosure of 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice:</u> Price range or fixed price depending on level of anchoring with investors. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Published a week to a few days after 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn:</u> Yes, standard withdrawal rights under the EU Prospectus Regulation.

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>close to final prospectus to potential cornerstone investors under NDA may happen, but otherwise no broad disclosure pre-publication.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche</u>: IPOs without retail tranche are very uncommon, but prospectus approval would normally happen as late as possible (day before admission to trading). 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences</u>: Would require prospectus supplement and thus withdrawal rights pursuant to the EU Prospectus Regulation. - <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer</u>: Upsize option may be used, but is not very common. 	<p>preliminary ruling from the exchange on satisfaction of listing requirements and about a week before prospectus publication.</p> <ul style="list-style-type: none"> o Immediately followed by publication of analyst research and PDIE. - <u>Description and timing of the analyst process</u>: AP normally held 2-3 months before analyst research distribution. - <u>Availability of the research</u>: Distributed to the banks' customers immediately following ITF per the banks' internal procedures and restrictions set out in research guidelines. - Distribution is normally not permitted (i) into the United States, Australia, Canada or Japan, or any other jurisdiction in which it would be unlawful or would require registration or other measures until 40 calendar days following pricing (the "Restricted Period"); and (ii) anywhere in the world during the period that commences the day following the ITF publication and distribution of research through the end of the Restricted Period (the "Blackout Period"). - Further conditions normally also apply to format of 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Mandatory inclusion of retail tranche</u>: No. - <u>Best practices to attract retail investors</u>: Specific marketing to retail through retail banks (such as Nordnet and Avanza).

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
			<p>distribution to prevent unauthorized access.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors</u>: No, may be longer for institutional investors provided minimum period under prospectus regulation is adhered to. - <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable</u>: Depends on company preparedness, but normally not significant as the company must still prepare to satisfy listing requirements and publish a prospectus, although a pure listing/admission to trading prospectus. - <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction</u>: Having a high level of preparedness to satisfy the listing requirements in terms of internal control, financial reporting (ideally in IFRS), risk management and corporate governance can significantly shorten the overall process. 	
Japan	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus</u>: In Japan's IPO process, the primary offering document is a single comprehensive prospectus (the Securities Registration Statement, or SRS) rather than a tripartite prospectus. The SRS is 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice</u>: Japanese IPO pricing is typically done via a book-building with an indicative price range. After the initial investor education (management roadshow) post-SRS filing, the issuer 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement</u>: Japanese IPO practice does not typically include a separate "Intention to Float" public announcement as seen in some other markets (e.g. 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn</u>: No. - <u>Mandatory inclusion of retail tranche</u>: No. - <u>Best practices to attract retail investors</u>: There is no

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>filed electronically via EDINET and contains all key information (offering terms, company details, financials, risk factors, etc.). The prospectus distributed to investors is essentially identical in content to the filed SRS, ensuring one document serves the disclosure needs. There isn't a separate summary or registration-note format; the SRS/prospectus is all-encompassing, organized in parts (e.g. Part I: terms of securities and offering structure; Part II: information on the company; etc.), often with a preliminary version before pricing, and a final version or a pricing details after pricing.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Disclosure of the prospectus to potential investors:</u> Before the SRS is filed, companies are very careful with investor communications due to strict "gun-jumping" rules (no solicitation prior to filing). Under a guideline issued by the Financial Services Agency of Japan (FSA), underwriters may engage in limited pre-hearing (as long as it's not deemed solicitation) with select institutional investors under confidentiality (e.g. one-on-one meetings under NDAs); instead of the 	<p>and lead underwriter sets an estimated price range for the offer. This range is published to the market/investors. A one-week book-building period follows, during which institutional investors submit orders at various prices within the range. At the end of this period, the final offering price is determined ("pricing") based on the demand curve – essentially, the price that clears the desired volume of shares given investor bids. Once the final IPO price is set, an underwriting agreement is signed and allocations are confirmed, usually about one week before the listing date.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences:</u> Traditionally, Japanese IPOs avoided pricing above the initial price range, as it could surprise or upset investors who bid based on that range. Investors typically expect the final price to fall within the indicated range. However, recent reforms (in 2023) have introduced more flexibility. It is now permitted to set the final price outside the original range within certain limits if predefined conditions are met and disclosed. In particular, the 	<p>the UK). The IPO process tends to remain confidential until regulatory and exchange approvals are in place. In fact, the first formal public disclosure of the IPO usually coincides with the listing approval by the stock exchange and the filing of the SRS. On the listing approval date (when the exchange green-lights the listing), the issuer files its SRS and announces the offering details, effectively making the IPO public at that point. Prior to that day, although the company may quietly prepare and the exchange conducts a listing examination, there is no public "pre-announcement" to the market of the IPO.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Description and timing of the analyst process:</u> The analysts in the underwriter banks may distribute a "pre-deal research report" to investors more than one-month before filing, in order to mitigate the risk that such distribution is deemed as solicitation by following the FSA guideline that allows dissemination of a general corporate information of the company more than one-month before filing of the SRS. - <u>Availability of the research:</u> Please see the response immediately above. 	<p>distinct pricing or timetable for the retail offer.</p>

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>above, in practice, the underwriters hold the “information meeting”, as dissemination of a general corporate information (in other words, to the extent that it’s not deemed solicitation) more than one month before filing, being allowed under the guideline without imposing confidentiality on investors. Broader investor outreach begins once the SRS is filed. At that point, the issuer and underwriters conduct formal roadshows, and the prospectus (now the SRS, essentially identical to the prospectus, is published via EDINET) is delivered to potential investors. In summary, the prospectus is made available to investors only after regulatory filing; pre-filing information sharing is limited.</p> <ul style="list-style-type: none"> - A key recent innovation is the “S-1 format” (implemented via a 2023 amendment to regulations). This format allows an issuer to file the SRS prior to obtaining listing approval, rather than on the approval date. By doing so, the issuer can start official marketing earlier and shorten the gap between approval and the actual listing. In essence, the S-1 format lets the company “test the waters” with institutional investors 	<p>final price may be up to 120% of the top end of the range (or as low as 80% of the bottom end) without redoing the offering, so long as this possibility is clearly stated in the SRS or its amendments. (Corresponding adjustments to the number of shares are also allowed within ±20%, ensuring the total deal value stays within 80–120% of the initial plan.) If the final pricing were to exceed these limits or otherwise fall outside what was disclosed, the issuer would need to file an amended SRS and potentially conduct additional book-building – effectively a relaunch of the offering – which would delay the timetable. In such a scenario, investors who had placed orders based on the old range would typically be given the right to withdraw or reconfirm their orders, since the deal terms changed materially. The new rules simply give a bit more room to adjust price if demand is extraordinarily strong, without having to abandon the initial book-building results.</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer:</u> It is possible in Japan to increase the offering size, 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors:</u> Yes - <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable:</u> No impact - <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction:</u> Japanese regulators and market participants have recognized the IPO timeline (traditionally ~1 month from approval to trading) can be long, and have introduced measures to speed it up. A recent development is the “S-1 format”. This format allows an issuer to file the SRS prior to obtaining listing approval, rather than on the approval date. By doing so, the issuer can start official marketing earlier and shorten the gap between approval and the actual listing. 	

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>after an initial SRS filing but before final exchange approval – something not possible under the traditional process, which forbids solicitation pre-filing</p> <p>– <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche</u>: Japan does not have a separate regulator “approval” of the prospectus as in some other jurisdictions – instead, the SRS filing must become effective under the Japanese regulations. For an IPO, the initial SRS is filed before the offering period, and a final amendment (with the pricing details) is filed immediately after book-building/pricing; the SRS then becomes effective (typically one day after the pricing amendment). This means the sale of shares is legally finalized only after that point. There is no major difference in when the SRS is filed or becomes effective based on having no retail tranche – the offering cannot close until the SRS is effective with final pricing details.</p>	<p>but again within certain bounds and procedures. The offering structure often includes an over-allotment (greenshoe) option, typically up to 15% of the base deal size, to cover excess demand. This greenshoe, usually facilitated by a designated existing shareholder or a lender of shares, allows underwriters to allot additional shares in the IPO and then acquire equivalent shares (through a secondary sale or a follow-on third-party issuance by the company) if needed to cover those sales. The greenshoe option is a common mechanism to effectively increase the deal size and support post-IPO market stability without amending the terms of the offering. Aside from the greenshoe, the 2023 disclosure reforms also allow some flexibility to adjust the number of shares in the base offering. Under the current guidelines, the final number of shares sold can be up to 20% higher (or 20% lower) than initially planned without a fundamental rework, provided this possibility was disclosed in the SRS. If the issuer or selling shareholders decide to upsize beyond that (e.g.</p>		

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
		adding a new block of shares larger than +20% of the original amount), a formal amendment to the SRS would be required and it must be done at least a few days before pricing to be valid. In summary, the offer size isn't absolutely fixed – there is room to expand the deal through a greenshoe or modest amendments, but large extensions of the offering would necessitate adjusting the timetable (and are uncommon in IPOs).		
United Kingdom	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus:</u> Single document. - <u>Disclosure of the prospectus to potential investors:</u> <ul style="list-style-type: none"> o Shelf prospectus is not seen in the UK. o In all cases, a registration document is approved by the FCA and published at the point of the “expected intention to float” announcement (i.e. the first public announcement of the IPO). This document contains relevant disclosure on the issuer/group but does not contain any offer-related information. o On an offering to institutions only, a 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice:</u> Unless there is a retail offer, pricing is determined at the end of the formal investor roadshow. In such circumstances, an indicative range is shared informally with institutional investors via Bloomberg but not announced formally. - If there is a retail offer, a price and offer size range will generally be included in the prospectus and announced at the start of the formal marketing period (see “Prospectus” column however). The final price and offer size is determined at the end of the formal marketing process and then communicated to the market via a pricing statement and 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement:</u> The first public announcement of the IPO will be the ‘expected intention to float’ announcement, at which point the registration document is also published. - After 7 days, the second public announcement of the IPO, known as the ‘confirmed intention to float’ announcement, will be published. At this time, the connected analysts will publish their research and the period of up to two weeks for PDIE will commence. - <u>Description and timing of the analyst process:</u> <ul style="list-style-type: none"> o As far as we are aware, practice on all IPOs in 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn:</u> Yes, in the event of publication of a supplementary prospectus – two working days. - <u>Mandatory inclusion of retail tranche:</u> No, but encouraged in light of market commentary on regulatory reforms to IPO process in the UK. - <u>Best practices to attract retail investors:</u> Use of app technology to facilitate retail offers (key provider was Primarybid and is now RetailBook), and close partnership with retail investment brokers such as Hargreaves Lansdowne, etc. (key provider is Retailbook).

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>'pathfinder' prospectus will be prepared (essentially the final prospectus clear of comments from the FCA but not approved, and with the pricing and offer-related information 'blobbed) and shared with prospective investors after the PDIE and as part of the formal investor roadshow (i.e. 1-2 weeks prior to pricing).</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ In the case of a retail offering, a price range prospectus is generally approved and published at the start of the formal marketing period, followed by a pricing statement at the end of that process. In that case, there is no pathfinder prospectus. There have however been instances of IPOs with retail offers that did not include a price range in the prospectus, with the Reg Doc and final prospectus after pricing route (in such case, retail investors place orders at strike and agree to participate at the price determined by the institutional bookbuilding. ○ In certain circumstances (but less typically), an 	<p>announcement. In rare circumstances, a fixed offer price and/or size can be decided at the start of the formal marketing</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences</u>: Pricing above the range (or below the minimum offer size) would trigger a supplementary prospectus and withdrawal rights. - <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer</u>: Generally possible, subject to triggering a supplementary prospectus in the event of material changes to a price range prospectus. In the case of an institutional-only offering using a pathfinder prospectus, the details of the offer can be changed at any time up to pricing as the final prospectus is not approved until then. 	<p>the UK to date has been to only allow access to connected analysts in the period prior to the 'expected intention to float' announcement (i.e. unconnected analysts are not given access prior to this date). This takes the form of formal presentation to analysts up to 4 weeks prior to public 'expected intention to float' announcement, followed by written Q&A and review of draft analysts' reports. The analyst presentation is generally recorded and a transcript made, and all Q&A is dealt with on a written basis, so that the issuer can be certain that unconnected analysts are given equivalent information in due course.</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ At the point of 'expected intention to float' announcement, the registration document is published and unconnected analysts receive access to the analyst presentation and other information provided to the connected analysts. The period of 7 days between the 'expected intention to float' 	

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>earlier 'red herring' version might be shared with a more limited group of prospective investors (particularly if they will be cornerstones in the offer).</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche:</u> After pricing. 		<p>announcement and the 'confirmed intention to float' announcement is to allow unconnected analysts to prepare research reports, although this is very rarely done in the UK market.</p> <ul style="list-style-type: none"> o Connected analysts are not permitted to publish/distribute their research reports until the 'confirmed intention to float' announcement. - <u>Availability of the research:</u> At the point of 'confirmed intention to float' announcement, the connected analysts may publish/distribute their research reports and commence a period of 1-2 weeks PDIE. During this period, there is a blackout on any formal marketing of the IPO by the company. - <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors:</u> Yes. - <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable:</u> Generally allows for more flexibility on the timetable. The 7 day period between 'expected intention to float' announcement and 'confirmed intention to float' announcement cannot be reduced (unless the unconnected analysts are 	

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
			<p>invited under an NDA into the private phase of analyst education alongside the connected analysts – not aware of any IPO which went down that route, but technically possible, due to issuers’ concerns on confidentiality and providing sensitive information to unconnected analysts in the event the IPO does not proceed), but the PDIE and formal investor marketing periods can be. Historically each of these periods was 2 weeks, but it is more typical for them to be reduced by as much as 1 week each. The absence of a retail offer also changes the format and timing of the prospectus as outlined above.</p> <p>– <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction:</u> There have been ongoing review and significant changes to the UK regulatory regime relating to IPOs since 2021, culminating in material changes to the UK Listing Rules in 2024 and further changes to the prospectus regime currently under consultation. Although these changes will make IPOs in the UK more attractive and easier to achieve for a wider range of companies, there will be</p>	

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
			<p>little impact on the IPO process itself.</p> <p>The principal change that will benefit IPOs is the proposal (in the case of a retail offer) to shorten the 6 working day period for which an IPO prospectus must be available to retail investors to 3 working days. There is also an ongoing discussion over whether to reduce the 7 day black-out period between 'expected intention to float' and 'confirmed intention to float' referred to above, but no formal decision has been made on this point.</p>	
Belgium³⁴	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Structure of the prospectus</u>: Single prospectus is the most standard form of prospectus. - <u>Disclosure of the prospectus to potential investors</u>: Difficult to ascertain recent standard practice given limited number of IPOs, but in our experience uncommon (but would be possible under NDA). - <u>Timing of approval of prospectus in the absence of a retail tranche</u>: In the last three IPOs without a retail tranche, the prospectus 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Determination of the price in practice</u>: Price range is almost systematic; no restrictions on variation around mid-point; in practice, generally < 10% variation around mid-point. - <u>Ability to price beyond the price range communicated and consequences</u>: Pricing above price range is uncommon (even though legally possible subject to withdrawal of orders rule pursuant to EU Prospectus Regulation); pricing below price range subject to supplement to prospectus only if affects material 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Description of the practice relating to the ITF announcement</u>: ITF published between one to two weeks prior to the publication of the prospectus (and about two to three weeks prior to launch). - <u>Description and timing of the analyst process</u>: <ul style="list-style-type: none"> o Presentation to syndicate analysts under NDA in parallel of review of the prospectus by the FSMA o FSMA will request copy of analyst presentation 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility for the orders from retail investors to be withdrawn</u>: Yes (in the event of publication of a prospectus supplement, in accordance with art. 23 EU Prospectus Regulation). - <u>Mandatory inclusion of retail tranche</u>: No. However, in case of public offer (no pure private placement), a mandatory retail tranche must be included comprising at least 10% of the total shares offered (unless an explicit derogation is obtained from the FSMA).

³⁴ The IPO practice in Belgium may be somewhat dated, given the limit number of recent IPOs: there have been only seven IPOs in the past five years (of which one in the EUR 1.5-2bn range, one in the EUR 100-200m range and five in the EUR 50-100m range) and the most recent one dates back to September 2021 (i.e., there have been no IPOs in Belgium since then).

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
	<p>was always approved before placement.</p>	<p>information (e.g., impact on guidance in case of resulting reduction of amount of primary tranche) (but also not uncommon for prospectus to contain explicit commitment for a prospectus supplement in case of <i>any</i> pricing below the communicated price range).</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Possibility to increase size of the offer/extension of the offer</u>: Possible in case of extension clause (capped at 15% for primary and 25% for secondary, unless an explicit derogation is obtained from the FSMA); exceptional without an extension clause, but possible during the offer period (within the aforementioned limits of 15% for primary and 25% for secondary) subject to publication of a prospectus supplement (and related withdrawal of orders rule pursuant to EU Prospectus Regulation). 	<p>to ensure inclusion of the information in the prospectus (to avoid information asymmetry and ensure equal treatment).</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Availability of the research</u>: Cf. above. - <u>Same subscription periods for all institutional and retail investors</u>: <ul style="list-style-type: none"> o No, often ½ additional day (morning) for institutional investors (but sometimes longer). o A longer subscription period for institutional investors is only legally permissible if three cumulative conditions are fulfilled: (i) the issuer has reserved the right to do so in the prospectus, (ii) the circumstances that could give rise to an early closing of the subscription period for the retail tranche are stated in the prospectus; and (iii) the issuer and its appointed intermediaries have taken measures to guarantee the confidential nature of the order book until the subscriptions to all tranches have been closed). (Typical explanation in practice is the timing and logistical constraints associated with the centralization of 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Best practices to attract retail investors</u>: Advertising campaigns. Limited discounts for retail investors are legally allowed but not common in practice.

	Prospectus	Pricing/size	Timetable	Retail investors and other considerations
			<p>the retail subscriptions with the Underwriters and with other financial institutions.)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Closing of the subscription period for institutional investors prior to closing of the subscription period for retail investors is always allowed. - <u>Impact of an IPO with no offer to retail investors on the timetable</u>: No material impact (there is no specific Belgian law / regulatory mandatory minimum subscription period for retail investors). - <u>Recommendations to optimize the IPO timetable in your jurisdiction</u>: None (given limited number of recent IPOs). 	