



CODES ET NORMES DU SECTEUR CONCERNANT LE COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS ALTERNATIFS

Publié par le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, janvier 2008

Comme partie de son travail sur les fonds d'arbitrage activistes et le capital-investissement, le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise a décidé de compiler une liste d'initiatives privées, dont l'objectif est de répondre aux problèmes d'action publique, et de la mettre à jour régulièrement.

TABLE DES MATIÈRES

LE COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS ALTERNATIFS : CODES ET NORMES DU SECTEUR³

1. Les contrats de gestion de droit privé et la possibilité de formuler des recommandations facultatives, des pratiques exemplaires, etc.....	3
2. Lignes directrices et principes directeurs.....	5
2.1 Lignes directrices de gouvernement d'entreprise de l'EVCA.....	5
2.2 Code de conduite néerlandais pour le capital-investissement	7
2.3 Lignes directrices du Royaume-Uni relatives à la communication d'informations et à la transparence pour les grandes opérations de rachat	9
2.4 Principes et lignes directrices convenus par le Groupe de travail du Président sur les pools de capitaux privés.....	11
2.5 Fonds d'arbitrage : le Code de l'AIMA	12
2.6 Fonds d'arbitrage : propositions du Groupe de travail sur les fonds d'arbitrage	12
2.7 Investisseurs institutionnels.....	14
3. Lignes directrices et codes relatifs à des problèmes spécifiques	14
3.1 Prêt de titres.....	14
3.2 Abus de marché.....	15
3.3 Lignes directrices pour la valorisation	15
BIBLIOGRAPHIE	17

Tableaux

Table 1. Principaux aspects couverts dans les contrats privés et priorités.....	4
---	---

LE COMPORTEMENT DES INVESTISSEURS ALTERNATIFS : CODES ET NORMES DU SECTEUR

Lors de la dernière réunion en avril 2007, le Groupe de direction a décidé d'examiner les problèmes de politique générale soulevés par les investisseurs alternatifs à l'occasion de sa réunion en novembre. Il a été également décidé que cet examen se fera en s'appuyant sur les codes et normes du secteur mis au point dans le cadre d'initiatives privées. Cette annexe résume brièvement les codes de conduite, etc., concernant les conditions spécifiques du marché (par exemple, les prêts d'actions), ainsi que les fonds d'arbitrage activistes et le capital-investissement plus directement. Cependant, la majeure partie des codes etc. examinés couvre principalement le capital-investissement. La stratégie activiste n'est encore appliquée que par un petit nombre de fonds d'arbitrage (quelque 350 sur un total estimé à 6500) et, étant donné la très grande hétérogénéité du secteur, il est plus difficile de repérer ce que le secteur considère comme approprié par rapport au capital-investissement, où les associations sectorielles sont plus développées. Cet écart potentiel pourrait être comblé par un échange d'informations avec le sous-secteur de la branche. L'annexe ne couvre pas le dispositif réglementaire élargi comme les « instructions » publiées pour renforcer les codes relatifs aux OPA car elles sont de nature plus juridique et l'accent est mis en l'occurrence sur les initiatives privées. Les questions touchant à la politique de réglementation sont couvertes dans le rapport principal.

Le présent document traite d'abord des contrats de gestion de droit privé avant de se pencher sur les codes de conduite en général. Enfin, il examine les codes, etc., couvrant des aspects spécifiques du comportement, comme les prêts d'actions et la valorisation.

1. Les contrats de gestion de droit privé et la possibilité de formuler des recommandations facultatives, des pratiques exemplaires, etc.

Ce document examiné par le Groupe de direction en avril [[Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise](#)] souligne que tant en ce qui concerne le capital investissement que les fonds d'arbitrage activistes, la relation entre gestionnaires de fonds (les associés-gérants ci-après) et investisseurs (les commanditaires) est précisée dans des contrats privés de droit commun. Dans de nombreux pays, la construction juridique des sociétés de personnes à responsabilité limitée n'est pas la forme d'association la plus courante : les investisseurs sont des commanditaires prenant des engagements en capital et convenant d'apporter des contributions en espèces que doivent gérer les associés-gérants. Comme le souligne McCahery (2007), l'objectif du contrat avec les commanditaires est d'atténuer les éventuels problèmes de mandat lié au réinvestissement du capital et à la durée très longue du contrat (8-10 ans). Bien des règles concernant les commanditaires sont des règles par défaut (par ex. durée de vie, participation aux bénéfices, distribution des bénéfices et continuité de la société de personnes). Les règles par défaut ne confèrent pas aux commanditaires le pouvoir de démettre les associés-gérants de leurs fonctions (pas de droit de contrôle résiduel), autrement dit la liberté contractuelle signifie que pratiquement tout le contrôle du fonds d'investissement est entre les mains des associés-gérants. Cela étant, les commanditaires ont souvent un droit de vote concernant la dissolution de la société de personnes, la cession d'actifs, la modification de la nature de ses activités et l'admission, le rejet ou la conservation des

associés-gérants et des commanditaires. En somme, les commanditaires n'ont guère de mécanismes de contrôle, de sorte que les contrats servent à établir une structure d'incitations pour résoudre le problème de mandat.

Afin de mettre en place une structure incitative en vue d'influencer le comportement des gestionnaires de fonds, un certain nombre de dispositions contractuelles sont apparemment utilisées qui sont résumées dans le tableau 1. On notera en particulier le taux de rendement minimal, qui établit un lien entre les rendements pour les associés-gérants (à savoir la société de personnes de capital-investissement) et les performances du fonds, de sorte que *ex-ante*, les associés-gérants soient moins tentés d'investir dans de mauvaises opérations pour ne récolter que des frais de gestion. Les clauses de restitution veillent à ce que les associés-gérants ne puissent profiter d'une distribution fondée sur des performances qui ne pourraient être que temporaires. Des dispositions couvrant les conflits d'intérêts potentiels remplacent les obligations de devoir de loyauté habituelles pour d'autres supports d'investissement comme les fonds communs de placement et limitent la possibilité pour les associés-gérants de concurrencer leurs propres fonds. On a aussi souvent recours à des dispositions contractuelles sont aussi souvent utilisées, en particulier dans les pays dotés d'un système juridique solide.

Table 1. Principaux aspects couverts dans les contrats privés et priorités

Associés-gérants	Commanditaires
Calcul du coût de portage	Calcul du coût de portage
Frais de gestion	Clause de restitution
Clauses de restitution	Problèmes de conflit avec les associés-gérants, y compris la restriction des opportunités
Engagement de capital des associés-gérants	Dispositions concernant la personne clé
Restrictions de la responsabilité	Frais de gestion
Indemnisation par les associés-gérants et les commanditaires	Engagement de capital des associés-gérants
Stratégie d'investissement, restrictions et instructions	Contrats parallèles
Période de collecte de fonds, période d'investissement et échéance	Stratégie d'investissement, restrictions et instructions
Activités autorisées des associés-gérants	Activités autorisées des associés-gérants
Droits d'approbation des commanditaires	Compensations des frais de la société figurant dans le portefeuille

Source : McCahery (2007) et Blaydon et Wainwright (2004)

1. Dans le cadre de ces contrats de gestion de droit privé, il se peut qu'à un moment donné, il peut y avoir des incitations à économiser les coûts de l'information en établissant des contrats standards de « pratique exemplaire ». À partir d'une enquête réalisée en 2004 aux États-Unis, une étude (Blaydon et Wainwright, 2004) signale un intérêt, en particulier de la part des commanditaires, pour mettre au point un modèle de contrat, mais on ignore dans quelle mesure un modèle a été conçu spontanément. On a souvent pu observer une telle évolution sur les marchés de capitaux. Les associations sectorielles ou les principaux intervenants ont fréquemment participé à la définition d'une norme par défaut. Les autorités de tutelle soucieuses de la protection des investisseurs ou de la stabilité des marchés de capitaux ont également à l'occasion cherché à standardiser les contrats, en partie en définissant certains principes devant être respectés par les entités du secteur, à travers par exemple des lignes directrices en matière de communication financière, des codes de conduite, des instructions relatives à la valorisation et des principes directeurs. Les exemples donnés plus loin illustrent chacune de ces approches.

2. Lignes directrices et principes directeurs

Des lignes directrices et des principes couvrant habituellement le capital-investissement ont été mis au point dans plusieurs juridictions. Ceux qui sont examinés ci-après ne constituent pas une liste exhaustive à ce stade et il se peut que des codes rédigés dans d'autres langues que l'anglais n'aient pas été pris en compte. L'aide du Groupe de direction est donc requise.

2.1 Lignes directrices de gouvernement d'entreprise de l'EVCA

Les Lignes directrices de gouvernement d'entreprise de l'Association européenne des sociétés de capital à risque (EVCA, 2005), couvrent à la fois le capital-investissement et le capital risque à tous les stades de leurs interventions. Le point de départ est que les associés-gérants admettent qu'un bon gouvernement d'entreprise constitue un élément essentiel de la création de valeur. Ils ont de leur côté contribué à la qualité du gouvernement d'entreprise de sociétés non cotées en étant membres de leur conseil d'administration et en exigeant un suivi et une communication financière rigoureuse. Si la mise au point de Lignes directrices est nécessaire, c'est qu'il est reconnu que les opérations de capital-investissement et de capital risque peuvent donner lieu à des « situations où il existe un conflit entre les intérêts contradictoires des diverses parties à une transaction ou une négociation commerciale. Ces lignes directrices visent à amener les intervenants de ces secteurs qui veulent les suivre à s'efforcer de gérer de tels conflits ouvertement et de façon honnête et intègre » (EVCA, page 4).

Les lignes directrices se fondent sur sept principes fondamentaux: la législation et la réglementation ; l'intégrité ; le statut de société de personnes, la vision à long terme, le respect pour les parties prenantes, la transparence et la confidentialité. Les comportements doivent être conformes à la législation et la réglementation applicables et les associés-gérants sont tenus d'agir avec intégrité vis-à-vis de la société dépendante et de ses parties prenantes. Ils doivent s'assurer que la société dépendante mène ses activités avec intégrité et le modèle d'entreprise doit viser à créer de la valeur en adoptant un point de vue de long terme sur l'investissement et donc en soutenant la direction de la société dépendante dans la réalisation d'objectifs et de stratégies à long terme. En ce qui concerne les parties prenantes, les principes tiennent compte d'une situation complexe et précisent que l'exercice des activités sera couronné de succès à long terme si les intérêts des parties prenantes, y compris les pourvoyeurs de fonds à investir (autrement dit les commanditaires), le gestionnaire de fonds, le conseil d'administration, la direction de la société, les salariés, les clients, les fournisseurs et autres parties prenantes sont respectés et si les conflits d'intérêts sont gérés convenablement. En ce qui concerne la transparence, les investisseurs doivent établir des communications transparentes avec la direction de la société dépendante.

En se fondant sur les principes évoqués plus haut, les lignes directrices se concentrent sur trois grands domaines et chaque responsabilité identifiée s'accompagne de recommandations. Les domaines généraux sont les suivants : principes de conduite en tant qu'actionnaire ; principes de conduites en tant qu'administrateur ; et principes de conduite pour la direction. La ligne directrice 4.1 traite des responsabilités vis-à-vis des autres actionnaires dans la même ou d'autres catégories d'actions et vis-à-vis de détenteurs d'obligations. Elle fait remarquer que les rendements pour chaque type d'investissement, qu'il s'agisse de titres de participation au capital ou d'emprunt, varieront fréquemment et dépendront de certains résultats. Elle recommande de mener la négociation des droits des actionnaires de façon ouverte et claire. « Il convient d'accorder par avance l'attention nécessaire aux domaines potentiels de conflit et, lorsqu'un conflit survient, il convient dans toute la mesure du possible de le régler équitablement ». Les lignes directrices reconnaissent que les associés-gérants exigeront une communication financière fréquente et détaillée de la part de la société dépendante pour qu'ils remplissent leurs propres obligations en tant qu'actionnaires et vis-à-vis des investisseurs (à savoir, les commanditaires). Elles recommandent que les associés-gérants traitent ces informations de l'entreprise en tenant dûment compte de la sensibilité commerciale et des besoins des autres parties prenantes de la société dépendante.

D'autres recommandations couvrent les obligations du conseil d'administration et sont très semblables aux Principes de l'OCDE. Un autre chapitre, qui concerne la conduite de la direction, va au-delà des Principes dans la mesure où il aborde la question des modalités de mise en œuvre des décisions du conseil d'administration.

L'EVCA a également mis au point les Lignes directrices relatives à la communication financière (Reporting Guidelines, EVCA, 2006) pour refléter l'évolution des pratiques courantes de communication financière au sein du secteur, définissant les recommandations destinées à représenter le contenu des communications aux investisseurs dans des fonds de capital-investissement. Le document présente deux formes d'instructions : les prescriptions qui doivent être appliquées pour permettre à un gestionnaire de fonds de déclarer sa conformité aux lignes directrices et les recommandations dont l'adoption est laissée à la discrétion du gestionnaire de fonds et ne sont pas considérées comme essentielles. Contrairement aux lignes directrices potentielles au Royaume-Uni (voir plus loin), l'EVCA pose comme hypothèse que les informations détaillées de la société figurant dans le portefeuille et d'autres informations comparables doivent être maintenues confidentielles et ne pas être divulguées en dehors de la société de capital-investissement et des investisseurs. Elle admet que les lois sur la liberté de l'information peuvent poser un problème (par exemple, quand les caisses de retraite publiques doivent révéler au public des informations confidentielles reçues des associés-gérants) et demande simplement aux gestionnaires de fonds et aux investisseurs de se fier à leur propre jugement concernant les autres éléments devant être communiqués.

Il existe trois principes généraux de communication financière : pertinence, transparence et cohérence. La transparence signifie que les informations sur tous les sujets pertinents concernant l'évolution des performances du fonds (un fonds peut investir dans plusieurs sociétés) doivent être communiquées aux investisseurs de façon transparente. La communication financière doit être semestrielle et la portée de l'audit externe est définie selon un accord contractuel avec les investisseurs. Une synthèse doit reprendre non seulement des informations financières comme les taux de rendement internes du fonds, les investissements et les engagements, mais aussi tous les changements importants intervenus dans la société de gestion ou parmi les associés-gérants, ainsi que tous les changements au sein du portefeuille ou dans la stratégie du fonds. Les risques importants doivent aussi être identifiés, de même que les événements qui ont eu, ou pourrait avoir, un impact sur les futures performances du fonds. En ce qui concerne la mise au point de normes, il faut surtout une déclaration de conformité avec les lignes directrices relatives à la communication financière de l'EVCA.

Il existe un certain nombre d'obligations de communication financière concernant les sociétés figurant dans le portefeuille, notamment des indications sur leur identité et le coût de l'investissement, la juste valeur actualisée et l'intérêt et les dividendes reçus depuis le début de l'investissement. Des informations doivent être données sur la répartition de l'actionnariat en pourcentage et la représentation au conseil d'administration, le cas échéant. Elles doivent aussi comporter une brève analyse des événements importants pendant la période faisant l'objet de la communication financière ainsi que des événements attendus. Plusieurs indicateurs clés des performances (par exemple, l'excédent brut d'exploitation ou EBE) doivent être signalés, ainsi que des comparaisons avec d'autres types de sociétés et de secteurs.

Un aspect important réside dans la communication d'informations sur les commissions et l'intéressement des financiers car ces questions peuvent soulever des conflits d'intérêts et ces informations sont importantes pour évaluer la structure incitative du point de vue des investisseurs. Plus précisément, la prescription 14.1 appelle à une « déclaration claire des opérations des parties liées, des avantages et des commissions, ventilés par grandes catégories (par exemple, les commissions de souscription, les commissions des administrateurs et de suivi, les commissions de transaction, les commissions pour transaction interrompue, etc.). Une autre prescription requiert la communication des frais de gestion nets et d'autres obligations la communication de l'intéressement des associés-gérants, tant payé que dû, ainsi que la valeur des éventuelles restitutions.

2.2 Code de conduite néerlandais pour le capital-investissement

Le code néerlandais (Association néerlandaise de capital-investissement et de capital-risque —NVP, 2007) complète les lignes directrices de l'EVCA par l'objectif déclaré d'instaurer plus de transparence en termes de méthodes d'exploitation des sociétés de capital-investissement membres de l'Association et d'encourager la professionnalisation du secteur du capital-investissement. Le code de conduite a été adopté pour une période d'essai d'un an et, après une évaluation, il deviendra obligatoire pour tous les membres de la NVP, contrairement aux lignes directrices de l'EVCA. Le non-respect du code peut entraîner l'exclusion de l'Association. Le code de conduite couvre le type d'accords que les sociétés de capital-investissement concluent avec les investisseurs et les parties concernées par le processus de participation. Le code de conduite précise comment les sociétés de capital-investissement « ... sont censées apporter des informations claires sur leurs projets et leurs objectifs à l'intention des investisseurs, de la direction, des membres du conseil de surveillance et d'autres parties directement concernées et comment, lorsqu'ils exercent leurs activités, les membres de la NVP sont tenus de prendre en compte les intérêts et les responsabilités d'autres parties intéressées, en cas d'investissement (planifié) dans une société figurant dans le portefeuille située aux Pays-Bas » NVP (2007). L'attention portée aux autres parties à la transaction et à la coopération potentielle avec la direction le rend très semblable aux lignes directrices de l'EVCA. Contrairement à ces lignes directrices, cependant, le code de conduite comporte également des lignes directrices relatives à la transparence vis-à-vis du public et des médias. Cela étant, il précise que « ...les sociétés de capital-investissement ne sont pas cotées, autrement dit l'étendue et la portée des exigences qui peuvent leur être imposées en termes de transparence ne peuvent être (vraiment) comparées à ce qui se passe fréquemment sur les places boursières ».

Les principes généraux sont semblables à ceux de l'EVCA. Une société de capital-investissement établit une relation d'affaires qui dure plusieurs années avec les parties directement concernées (les investisseurs dans la société de capital-investissement, la direction, d'autres actionnaires, l'organe de surveillance, le comité d'entreprise, les apporteurs de fonds des sociétés figurant dans le portefeuille) et une communication ouverte se déroule en cercles fermés pour que tout le monde comprenne la relation. Une société de capital-investissement n'est pas automatiquement transparente pour les parties qui ne sont

pas concernées. Cependant, « une société de capital-investissement est consciente de sa responsabilité publique et du rôle que les entreprises figurant dans son portefeuille jouent dans la société ».

Les pratiques exemplaires sont destinées à chacune des parties concernées et couvrent, entre autres :

- Les investisseurs dans une société de capital-investissement — une société de capital-investissement informera ses investisseurs en tenant suffisamment compte de leurs besoins spécifiques d'informations dans le respect de leur accord contractuel. Si des investisseurs institutionnels font l'objet d'une surveillance comme certains fonds de pension, la société de capital-investissement fera tous les efforts nécessaires pour s'assurer qu'ils peuvent s'y conformer¹.
- La gestion de la société figurant dans le portefeuille — Avant l'investissement, une société de capital-investissement, ainsi que les autres actionnaires et les membres de la direction (qu'ils soient associés ou non) de la société figurant dans le portefeuille, élaboreront un plan exposant avec autant de précision que possible l'orientation stratégique, la structure financière, la durée attendue de la participation et la mission et les responsabilités de la partie exerçant le contrôle. Dans le cas d'opérations de retrait de la cotation, le plan ne peut être conçu avant la transaction, mais il devra être rédigé six mois après au plus tard. L'étendue du pouvoir de décision de la direction doit être soigneusement précisée et la direction doit se voir accorder les moyens de réaliser les objectifs de la société et rendre compte au conseil de surveillance et à l'assemblée générale des actionnaires. À bien des égards, ces pratiques exemplaires adaptent les Principes de l'OCDE aux sociétés non cotées.
- Les autres actionnaires de la société figurant dans le portefeuille — Un accord entre actionnaires doit exister qui précise les pouvoirs de décision. Il peut prévoir la fréquence et le contenu de la communication d'informations, la gestion de la société figurant dans le portefeuille et des dispositions sur la confidentialité, ainsi que des accords de crédit. La transparence doit être réciproque entre la société de capital-investissement et les autres actionnaires.
- Les personnes chargées de la surveillance de la société figurant dans le portefeuille – La société de capital-investissement doit encourager une surveillance satisfaisante et professionnelle de la gestion de l'entreprise. Si un conseil de surveillance est créé, il a pour mission de surveiller la stratégie de la direction et il est chargé de prendre en considération les intérêts appropriés de toutes les parties concernées dans la société. La société de capital-investissement s'assurera que les personnes désignées pour siéger au conseil de surveillance sont en mesure de remplir correctement leur rôle, agissent en étant bien informées et ont la possibilité d'effectuer leur tâche indépendamment de la société de capital-investissement. Le conseil de surveillance doit avoir pleinement connaissance des accords entre les actionnaires et des accords de la direction.
- Les pourvoyeurs de crédit et, le cas échéant, le comité d'entreprise de la société figurant dans le portefeuille – Si nécessaires, d'autres parties concernées doivent être informées des accords de la direction et des accords entre actionnaires.

¹ Aux Pays-Bas il existe une prescription spécifique de la banque centrale : Principes directeurs pour l'évaluation de la saine gestion du risque vis-à-vis des investissements alternatifs, De Nederlandsche Bank, février, 2007.

- Grand public et médias – Une société de capital-investissement doit annoncer les sociétés qui entrent dans la composition de son portefeuille, sauf si elle est soumise à une obligation de non-divulgateion. La responsabilité de transparence concernant la société figurant dans le portefeuille vis-à-vis du public relève essentiellement de la direction de cette société. La responsabilité est d'autant plus grande que la société a un rôle public. Une société de capital-investissement qui est actionnaire d'une grande entreprise doit user de son influence pour s'assurer d'une certaine transparence.

Pour bien mesurer l'importance du code néerlandais, il faut savoir que les Pays-Bas sont une des juridictions européennes qui souligne la nature de partie prenante d'une société, ce qui crée une certaine ambiguïté quant aux pouvoirs et aux responsabilités d'un actionnaire dominant. Les tribunaux ont mis au point des principes généraux qui reconnaissent le rôle essentiel des actionnaires, sous réserve de restrictions comme la proportionnalité.

2.3 Lignes directrices du Royaume-Uni relatives à la communication d'informations et à la transparence pour les grandes opérations de rachat

Le Walker Working Group (2007) a présenté ses Lignes directrices pour le capital-investissement en novembre 2007. Ces Lignes directrices fonctionneront selon le principe « se conformer ou expliquer », mais puisque les marchés financiers et les actionnaires n'ont pas vocation à promouvoir le respect des règles, la British Venture Capital Association (BVCA) a instauré un comité chargé d'assurer un suivi et de rendre compte sur ce point et de procéder à un examen permanent des lignes directrices. Celles-ci se concentrent sur le capital-investissement intervenant dans les grandes opérations de rachat, définies comme les opérations portant sur toute société du portefeuille qui était auparavant cotée et entrainée dans la composition de l'indice FTSE-250, ou représentant une injection de capital par les associés-gérants qui dépasse 300 millions GBP ou encore concernant une société comptant plus de 1 000 salariés en équivalent temps plein au Royaume-Uni et dotée d'une valeur d'entreprise supérieure à 500 millions GBP. De surcroît, le chiffre d'affaires doit être réalisé à plus de 50 % au Royaume-Uni. Les lignes directrices intéresseront également les cas de rachat d'une société par un autre fonds de capital-investissement (ventes sur le marché secondaire), ainsi que les opérations hors marché semblant prévoir le rachat d'une société non cotée. Compte tenu de la difficulté juridique inhérente à la définition des fonds d'arbitrage et du capital-investissement, il convient de prendre note de l'approche pragmatique adoptée par les Lignes directrices. La FSA britannique recense tous les gestionnaires de fonds d'investissement, de sorte qu'une société de capital-investissement se définit tout simplement comme une entreprise agréée qui gère ou conseille des fonds possédant ou contrôlant une ou plusieurs sociétés britanniques. Les Lignes directrices sont plus ciblées que les lignes directrices néerlandaises qui couvrent aussi des cas où il y a d'autres actionnaires importants (par exemple, dans les apports de capitaux pour une phase d'expansion où la société de capital-investissement prendra habituellement une part minoritaire).

Les Lignes directrices recommandent des obligations de transparence pour les sociétés figurant dans le portefeuille, qui se situent entre les prescriptions actuellement applicables aux sociétés cotées et celles qui régissent les sociétés non cotées. Les principaux ingrédients de l'amélioration de la communication doivent être :

- La publication d'un rapport annuel et d'états financiers sur le site Web de la société dans les six mois suivant la fin de l'année, au lieu des neuf mois actuellement prévus par le droit des sociétés applicable aux entreprises non cotées ;

- L'inclusion dans le rapport de détails sur la composition du conseil d'administration, en indiquant de façon séparée les dirigeants de la société, les administrateurs exerçant des fonctions de direction de l'associé-gérant ou du fonds et les administrateurs que l'on a fait venir de l'extérieur pour apporter au conseil une expérience sectorielle ou autre pertinente ;
- Le message du Président ou du directeur général et le rapport du conseil doivent faire référence aux valeurs de la société et évoquer sa réputation, en faisant plus spécifiquement référence aux salariés, aux clients et aux fournisseurs et, en tant que de besoin, au rôle de la société dans la collectivité au sens large. Le rapport d'activité devrait être sensiblement identique à ceux qui sont exigés des sociétés cotées ;
- L'examen de la situation financière doit porter sur les objectifs et stratégies de gestion des risques à la lumière des principaux risques et incertitudes financiers auxquels est confrontée la société, notamment ceux qui sont liés à l'endettement, avec des renvois vers les explications pertinentes figurant en notes dans la partie des états financiers consacrée au bilan et aux flux de trésorerie ;
- Il doit y avoir un bref rapport intermédiaire dans un délai ne dépassant pas trois mois après le milieu de l'année, mais aucune obligation n'est envisagée pour la publication de résultats trimestriels ;
- Les sociétés en portefeuille doivent communiquer des données à la BVCA afin d'étayer son rôle élargi dans la collecte et l'agrégation de données, ainsi que l'analyse d'impact correspondante.

On envisage également une communication plus large pour les associés-gérants eux-mêmes, en mettant fortement l'accent sur des facteurs intellectuels comme les valeurs qui rendent compte de leur démarche vis-à-vis de l'entreprise. Les éléments qu'ils doivent communiquer doivent comprendre :

- Une indication de l'équipe dirigeante de la société de gestion, désignant les plus hauts responsables de l'équipe de l'associé-gérant ou du groupe conseillant l'associé-gérant et la confirmation que des dispositions ont été prises pour traiter comme il se doit les conflits d'intérêts, en particulier lorsqu'elle exerce une mission de conseil en entreprise parallèlement à sa responsabilité fiduciaire dans la gestion du ou des fonds ;
- Un engagement de se conformer aux lignes directrices sur la base du principe « se conformer ou s'expliquer » ;
- Une indication de l'historique de la société et de son approche en matière d'investissement, et notamment des périodes de détention des investissements, en illustrant autant que possible leur propos à l'aide d'études de cas ;
- Une catégorisation des commanditaires de leurs fonds, en indiquant séparément les sources britanniques et étrangères, catégorisation devant couvrir les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les entreprises investisseuses, les fonds à compartiments, les banques, les organismes publics, les dotations des universités et d'autres institutions, de particuliers ou d'autres.

Les lignes directrices couvrent aussi la démarche qui doit être suivie par les associés-gérants ou par le fonds dans une situation dans laquelle une société figurant dans le portefeuille est en proie à de graves

difficultés qui menacent sa survie. Elles imposent que lorsqu'une société en portefeuille rencontre des difficultés à la suite desquelles ses fonds propres perdent la totalité ou la plus grande partie de leur valeur, la société de capital-investissement doit prendre soin de s'acquitter pleinement de ses obligations fiduciaires envers les commanditaires, mais aussi de faciliter autant que faire se peut le processus de transaction concernant la société figurant dans le portefeuille.

Alors que le précédent document de consultation constatait que la communication d'informations aux commanditaires avait été bien couverte par les mécanismes de contrats privés et admettait qu'il n'était pas nécessaire d'intervenir, la version finale des lignes directrices en profite pour donner une nouvelle définition des normes en la matière. Les Lignes directrices imposent aux sociétés de capital-investissement de se conformer aux lignes directrices de l'EVCA sur la communication d'informations (voir ci-dessus) qui couvrent notamment le détail des faits de gestion et autres honoraires devant être attribués aux associés-gérants, qui constituent une forme importante de transaction entre parties liées. Lorsqu'elles fournissent des informations, elles doivent également valoriser les investissements en recourant aux lignes directrices sur la valorisation publiées par l'International Private Equity Valuation (IPEV) Board ou par le Private Equity Industry Guidelines Group (PEIGG) ou à toutes autres lignes directrices normalisées pouvant être élaborées à l'avenir (voir ci-dessous).

Les Lignes directrices imposent également aux fonds de transmettre de façon confidentielle un large éventail de données à une partie désignée par la BVCA. Les données à collecter de façon agrégée comprennent : l'ampleur des fonds levés, la catégorisation des commanditaires, les niveaux d'endettement et les structures d'emprunt, les estimations des niveaux et des changements de l'emploi, des indicateurs de performance agrégés des sociétés figurant dans le portefeuille, des estimations des performances du fonds, des estimations des commissions moyennes acquittées par les sociétés figurant dans le portefeuille et des informations sur les sorties. L'intention affichée est d'entreprendre une analyse d'imputation des sources de l'accroissement de valeur dans une opération de capital-investissement (en examinant le rôle de l'endettement, par exemple).

2.4 Principes et lignes directrices convenus par le Groupe de travail du Président sur les pools de capitaux privés

La démarche du Groupe de travail du Président sur les marchés de capitaux entend couvrir tous les pools de capitaux privés (les fonds de capital-investissement et d'arbitrages activistes n'en constituent qu'un sous-ensemble), même si l'accent est mis sur des fonds faisant intervenir des dérivés complexes qui soulèvent des problèmes délicats de valorisation et sont assortis de risques systémiques. L'approche générale consiste à s'assurer que la discipline de marché en matière de prise de risque est la règle et que la réglementation des pouvoirs publics est l'exception. Il existe deux principes primordiaux :

- Les pools de capitaux privés apportent des avantages significatifs aux marchés de capitaux. L'action publique favorisant la discipline du marché, la sensibilisation des intervenants aux risques et la gestion prudente des risques est le meilleur moyen de protéger les investisseurs et de limiter le risque systémique.
- Les organismes de tutelle doivent utiliser l'autorité dont ils sont dotés vis-à-vis des créanciers, des contreparties, des investisseurs et des fiduciaires pour encourager la discipline du marché à l'égard des pools de capitaux privés. Face aux préoccupations concernant la protection des investisseurs, la solution la plus efficace consiste à conjuguer discipline de marché et dispositions réglementaires tendant à réserver l'investissement direct dans ces pools à des investisseurs plus avertis.

On s'intéresse aux principes de protection des investisseurs, dont plusieurs sont applicables aux fonds de capital-investissement et aux fonds d'arbitrage activistes et à leurs investisseurs respectifs. Ils concernent les investisseurs directement, leurs fiduciaires comme les fonds de pension et les fonds communs de placement, et les organismes de tutelle des contreparties. Les principes fondamentaux pertinents sont notamment les suivants :

- Les investisseurs doivent obtenir des informations rétrospectives et actuelles et en temps opportun pour pouvoir prendre des décisions en connaissance de cause. Ils doivent examiner les conflits d'intérêts du gestionnaire du pool et vérifier si le gestionnaire a mis en place les mesures de contrôle appropriées pour gérer ces conflits.
- Les gestionnaires des pools de capitaux privés doivent gérer et améliorer des systèmes d'information, de valorisation et de gestion des risques qui soient conformes aux bonnes pratiques du secteur et leur permettent de communiquer aux créanciers, aux contreparties et aux investisseurs des informations précises aussi complètes et détaillées que nécessaire avec la périodicité voulue.

Le Groupe de Travail du Président a établi deux groupes du secteur privé complémentaires pour aborder des questions relatives à la protection des investisseurs et à la stabilité financière. Un groupe concerne les gestionnaires des fonds d'arbitrage et l'autre les investisseurs dans les fonds d'arbitrage.

2.5 Fonds d'arbitrage : le Code de l'AIMA

Les fonds d'arbitrage constituent un ensemble très hétérogène, dont les fonds d'arbitrage activistes ne constituent encore qu'une petite partie dotée d'une stratégie spécifique (par exemple, dans les faits, les opérations de « couverture » (*hedge*) peuvent ne jouer qu'un rôle réduit). Comme le souligne le Guide de l'AIMA sur les bonnes pratiques (2007a), qui reflète cette complexité mais ne couvre que l'Europe, la diversité des stratégies d'investissement et des aspects opérationnels fait que certaines des pratiques exposées dans le guide, voire toutes, peuvent être en fait inappropriées dans des circonstances spécifiques : de saines pratiques ne sont pas nécessairement immuables et ne constituent pas toujours des « pratiques exemplaires ». Deux articles sont particulièrement pertinents concernant les fonds d'arbitrage activistes. L'article 2.1.7 énonce que les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent se comporter d'une manière qui puisse être jugée prudente, honnête et digne d'une bonne réputation par un intervenant raisonnable sur le marché. Les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent veiller à connaître la législation locale et la réglementation inscrite dans la Directive de l'UE sur les abus de marché. L'article 2.1.9 dispose que les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent être conscients que des conflits d'intérêts peuvent exister et se développer à partir de nombreuses sources, y compris les discussions formelles ou informelles, les opérations sur le marché et d'autres opérations commerciales. Lorsque ces conflits existent ou se développent, le gestionnaire de fonds d'arbitrage doit s'assurer que les politiques et les procédures sont en place pour les détecter. Tous ces conflits d'intérêts potentiels ou effectifs méritent un examen régulier de la part de la direction du fonds d'arbitrage et des déontologues. Les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent aussi assurer une communication satisfaisante d'informations aux investisseurs de façon cohérente, régulière et opportune.

2.6 Fonds d'arbitrage : propositions du Groupe de travail sur les fonds d'arbitrage

En réponse à une recommandation du Forum sur la stabilité financière (2002), invitant le secteur privé à être à la pointe de l'élaboration de codes recensant les pratiques exemplaires à l'intention des établissements à fort effet de levier, le Groupe de travail sur les fonds d'arbitrage, composé d'intervenants

du secteur, a été créé au Royaume-Uni. Un document de travail a été publié en novembre 2007, dont la version finale est attendue pour janvier 2008. La démarche adoptée par le Groupe est propre au Royaume-Uni, car elle s'articule autour des 11 Principes de réglementation des marchés de capitaux édictés par la FSA. Le Groupe identifie 15 grands thèmes, regroupés en quatre rubriques : communication d'informations sur la stratégie d'investissement, les conditions commerciales et le risque, valorisation, gestion des risques et activisme. Bien que la communication d'informations soit un sujet de premier plan, afin de mettre l'accent sur les conséquences pour le gouvernement d'entreprise des sociétés en portefeuille, seule la quatrième catégorie présente ici un intérêt déterminant.

En ce qui concerne les fonds actifs, le Groupe identifie des préoccupations sous-jacentes spécifiques, dont « la prévention des abus de marché » comme les opérations d'initiés, ainsi que des questions liées à la conduite des actionnaires, et propose six normes et orientations relatives aux pratiques exemplaires :

- Les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent s'assurer qu'ils sont munis de dispositifs de déontologie internes permettant d'identifier, de détecter et d'empêcher tout manquement aux textes législatifs et réglementaires ayant trait aux abus de marché. Parmi les pratiques exemplaires figurent la nomination d'un déontologue directement rattaché à l'organisme administrant le fonds, la création d'un registre interne destiné aux salariés pensant avoir reçu des informations privilégiées et d'une liste confidentielle répertoriant ces situations, ainsi que l'instauration de relations ouvertes avec l'autorité de tutelle. Les gestionnaires doivent recenser les cas où ils travaillent avec d'autres parties poursuivant la même stratégie.
- Les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent indiquer aux investisseurs, dans les documents d'émission du fonds, s'ils se sont dotés d'une politique de prévention des abus de marché. Le document invite également les autorités de tutelle à expliciter le sens de l'expression « action concertée », ce thème étant abordé dans ce rapport.
- Les gestionnaires de fonds d'arbitrage doivent se doter d'une politique de vote par procuration permettant à leurs investisseurs d'évaluer l'approche générale que devrait adopter le gestionnaire en la matière et de déterminer si cette approche est conforme à leurs propres objectifs. Le Groupe de travail sur les fonds d'arbitrage reconnaît que les fonds ne seront pas tous en mesure de voter par procuration et pourraient adopter une approche systématique, consistant par exemple à ne jamais voter, sauf circonstances exceptionnelles. Les lignes directrices prennent ainsi acte de l'extrême diversité des stratégies des fonds d'arbitrage.
- Le document exposant la politique de vote par procuration devrait être communiqué sur simple demande aux investisseurs et aux entreprises dans lesquelles les fonds sont investis. Le gestionnaire du fonds d'investissement doit également répertorier les cas où la politique de vote n'a pas été suivie et le signaler à l'organisme administrant le fonds.
- Conscient qu'il est important que les entreprises soient ponctuellement informées de l'identité de leurs principaux actionnaires, le Groupe de travail sur les fonds d'arbitrage recommande aux autorités de tutelle de prendre des mesures pour introduire un régime (analogue à celui du Takeovers Panel britannique qui s'applique durant les périodes de rachat) imposant la déclaration des « intérêts économiques » détenus dans des actions par le biais d'instruments comme les contrats pour différences.

- Les fonds d'arbitrage se conformant aux pratiques exemplaires s'abstiendront notamment d'exercer les droits de vote attachés aux actions empruntées lorsqu'ils ne sont pas exposés d'un point de vue économique (par exemple, lorsqu'ils ont intégralement couvert les intérêts économiques, mais conservé les droits de vote).

Le Groupe de travail sur les fonds d'arbitrage a donc abordé nombre des questions examinées dans le corps du texte et suit scrupuleusement les Principes de l'OCDE. La FSA (2007a) a proposé récemment de modifier la réglementation sur la publication d'informations relatives aux contrats pour différences.

2.7 Investisseurs institutionnels

Étant donné que les fonds de capital-investissement et les fonds d'arbitrage sollicitent fortement les investisseurs institutionnels pour leur financement, des codes et des recommandations à l'intention de ces investisseurs pourraient aussi servir à organiser en quelque sorte le marché pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et leur comportement vis-à-vis du gouvernement d'entreprise. C'est par exemple le cas de l'ICGN Statement of Principles on Industry Shareholder Responsibilities (2007), tandis que d'autres mettent l'accent sur des problèmes spécifiques comme l'investissement à long terme (Marathon Club, 2007). Cette annexe n'est cependant pas destinée à approfondir cet examen de la question.

3. Lignes directrices et codes relatifs à des problèmes spécifiques

3.1 Prêt de titres

Le prêt de titres sert à l'occasion aux fonds d'arbitrage activistes comme au capital-investissement. Un certain nombre de codes couvrent la conduite des prêteurs de titres qui pourrait avoir un impact sur le comportement des fonds d'arbitrage activistes et de capital-investissement si les actionnaires institutionnels et les opérateurs les mettaient en œuvre. Il s'agit notamment du Securities Lending and Repo Committee (2004) et de l'ICGN (2007). En outre, l'International Securities Lending Association (2004) a publié des conseils supplémentaires. D'autres codes concernent davantage les opérations et l'organisation effectives des prêteurs de titres et l'Australian Securities Lending Association (1997) y a participé.

Le Stock Borrowing and Lending Code of Guidance (2004) fait clairement savoir que, s'il est techniquement possible pour une personne d'emprunter des valeurs mobilières pour voter, une telle opération n'est pas considérée comme une bonne pratique : « on s'accorde à penser sur le marché qu'il ne faut pas emprunter des valeurs mobilières uniquement dans le but d'exercer les droits de vote à l'occasion, par exemple, d'une assemblée générale annuelle des actionnaires ou d'une assemblée générale extraordinaire. Les prêteurs doivent aussi songer à leurs responsabilités en matière de gouvernement d'entreprise avant de prêter des titres pendant une période où une assemblée générale annuelle ou une assemblée générale extraordinaire est prévue »². La recommandation se poursuit en faisant remarquer qu'il est indispensable que les propriétaires effectifs soient conscients que lorsque des actions sont prêtées, le droit de vote est également transféré : « les intermédiaires doivent faire clairement savoir à leurs clients que les droits de vote sont transférés ». D'autres conseils ont été publiés par l'International Securities Lending Association (2004) et adoptés, entre autres, par le London Stock Exchange. Ces initiatives reconnaissent qu'il faut trouver un équilibre entre l'importance du vote et les avantages découlant du prêt de valeurs mobilières. Cette recommandation examine l'organisation du prêt de titres et d'un bon

² Cette position a aussi été soutenue par Paul Myners, 2005.

gouvernement d'entreprise pour minimiser les conflits dans l'intérêt général des institutions concernées, des entreprises et du marché. La recommandation souligne que quelque 40 % des investisseurs récupèrent des valeurs mobilières pour voter et en faire une partie intégrante de leurs contrats. Sur ceux qui récupèrent les actions, 44 % le font pour voter sur des problèmes litigieux mais seulement 20 % pour voter sur tous les mandats. Cela signifie que près de 60 % d'entre eux ne récupèrent pas les valeurs mobilières pour voter. Cependant, l'étude souligne que, pour le FTSE 100, le volume du prêt d'actions n'est que de l'ordre de 4 % de la capitalisation boursière, ce qui dépasse largement les parts qui ne font jamais l'objet d'un vote.

Le Code of Best Practices de l'ICGN (2004), qui s'adresse aux investisseurs, aux intermédiaires du marché et aux sociétés faisant appel à l'épargne publique, repose sur trois grands principes : la transparence, la cohérence et la responsabilité. La transparence se réfère aux opérations internes de l'investisseur principal et impose au prêt d'actions d'offrir la même visibilité et les mêmes garanties que toute autre transaction effectuée pour le compte du détenteur ou d'un bénéficiaire d'un compte de titres. Dans un souci de cohérence, un ensemble clairement défini de politiques doit indiquer avec le moins d'ambiguïté possible quand les actions sont prêtées et quand elles ne doivent pas être prêtées ou doivent être récupérées pour veiller à ce que des situations semblables soient traitées de la même manière. Les mécanismes de gouvernement d'entreprise des prêteurs sont donc alignés sur la politique destinée à engranger une rémunération à court terme. Les actionnaires responsables ont le devoir (souvent fiduciaire dans le cas de gros investisseurs institutionnels) de s'assurer que l'utilisation des votes associés à leurs participations n'est pas contradictoire avec leurs politiques déclarées et leurs intérêts économiques.

En pratique, le Code of Best Practices de l'ICGN peut être difficile à mettre en œuvre, en particulier dans les grandes institutions. Par exemple, dans les pays où la date d'enregistrement est anticipée, les questions devant faire l'objet d'une décision peuvent ne pas être connues suffisamment à l'avance pour que la politique de récupération des titres soit efficace. Le code de l'ICGN donne donc des instructions plus détaillées dans plusieurs annexes, tout en soulignant que d'autres mécanismes peuvent permettre d'aboutir à une pratique exemplaire. Reconnaissant qu'une action empruntée a été de fait légalement acquise par l'emprunteur, il souligne que l'accord principal de prêt du prêteur doit préciser que les actions ne sont pas prêtées dans le but essentiel d'exercer les droits de vote dont elles sont assorties, et doit donner des instructions claires quant aux circonstances dans lesquelles un emprunteur peut être autorisé à exercer les droits au titre des actions empruntées et quant aux responsabilités de tout prêteur en pareilles circonstances.

3.2 Abus de marché

Un certain nombre de codes de conduite sectoriels couvrent le problème des abus de marché. Par exemple, le « Joint Statement Regarding the Communication and Use of Material Non-public Information » (2006) formule des recommandations concernant la communication et l'utilisation d'informations importantes non publiques en relation avec certaines valeurs mobilières, certains dérivés de crédit, prêts et autres opérations de crédit, et préconise diverses initiatives pour informer, éduquer de la même manière les adhérents, les non-adhérents et d'autres parties intéressées et leur fournir des instructions supplémentaires. Plusieurs répondants à une récente consultation de la FSA ont cité le Joint Statement dans le cadre des opérations de capital-investissement (Financial Services Authority, 2007).

3.3 Lignes directrices pour la valorisation

Il existe à présent un certain nombre de lignes directrices pour la valorisation en ce qui concerne le capital-investissement de même que les fonds d'arbitrage. Pour le capital-investissement, les normes de l'EVCA et la BVCA (British Venture Capital Association), qui ont été réunies en 2005 pour constituer l'International Private Equity and Venture Capital Guidelines, sont actuellement adoptées par

32 associations professionnelles de capital-investissement en dehors des États-Unis. Dans ce pays, on utilise des lignes directrices mises au point par le Private Equity Industry Guideline Group. Ces deux ensembles de lignes directrices sont pour l'essentiel alignées et passent de manière générale tant dans le secteur que dans les métiers comptables pour représentatifs des pratiques exemplaires. Ils se fondent sur la juste valeur. Cela étant, une lacune pour les fonds d'arbitrage comme pour le capital-investissement semble résider dans l'absence de méthodologie acceptée pour le calcul des performances du fonds. Ce ne sont pas tant les valorisations qui posent un problème aux investisseurs du secteur du capital-investissement car les accords sur l'intéressement des financiers ne se déclenchent qu'au moment de la sortie du portefeuille, tandis que le reste de la rémunération repose sur les fonds engagés.

En ce qui concerne les fonds d'arbitrage, la valorisation semble poser davantage de problèmes et, dans certains cas, elle déclenche le paiement des associés-gérants, avec cependant des clauses de restitution (voir [*Emergence des structures de placement alternatives : les conséquences pour le gouvernement d'entreprise*](#)). Les lignes directrices comprennent celles de l'AIMA (2007b). Les accords concernant les fonds d'arbitrage activistes ne sont pas connus, mais sont sans doute différents étant donné l'horizon plus éloigné que ce qui est habituel pour les fonds d'arbitrage normaux. La communication de la méthodologie de valorisation aux investisseurs est aussi stipulée.

BIBLIOGRAPHIE

Alternative Investment Management Association, 2007a, Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers, Londres

Alternative Investment Management Association, 2007b, Guide de l'AIMA sur les bonnes pratiques de valorisation des hedge funds, Londres

Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), 2007, Code de Déontologie des Sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement de leurs dirigeants et des membres de leur personnel, www.afic.asso.fr

Australian Securities Lending Association, 1997, Code of Guidance

Blaydon, C. et F. Wainright (2004), « Survey: GPs and LPs Support Idea for Model LP Agreement », *Venture Capital Journal*.

Association néerlandaise de capital-investissement et de capital risque, 2007, Nouveau code de conduite pour les sociétés de capital-investissement, Amsterdam, www.nvp.nl

Association européenne des sociétés de capital à risque (2005), EVCA Corporate Governance Guidelines: Guidelines and good practice in the management of privately held companies in the private equity and venture capital industry, Bruxelles

Association européenne des sociétés de capital à risque (2006), EVCA Reporting Guidelines, Bruxelles

Financial Services Authority (2007), « Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement », *Feedback Statement*, 07/3, Londres

Financial Services Authority (2007a), « Disclosure of Contracts for Difference », document de consultation, 07/20

Forum sur la stabilité financière, 2002, « The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions »

Hedge Fund Working Group, 2007, « Hedge Fund Standards: Consultation Paper », Partie 2, www.hfwg.co.uk

ICGN, 2004, ICGN Stock Lending Code of Best Practices, Londres

ICGN, 2004, ICGN Study of share lending vis-à-vis voting, Londres

Codes et normes du secteur concernant le comportement des investisseurs alternatifs

ICGN, 2007, Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities, Londres

International Securities Lending Association, 2000, Securities Lending and Corporate Governance, Londres

INSOL International (2000), Statement of Principles for A global Approach to Multi-Creditor Workouts, www.insol.org

Joint Statement Regarding the Communication and Use on Material Non-public Information (2006), <http://www.liba.org.uk/publications/2006/Joint%20Statement9clean.pdf>

J. McCahery (2007), « Private Equity, Contracts and Voluntary Guidelines », document présenté lors de la Réunion d'experts de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise dans les sociétés financés par du capital-investissement, Paris [adresse Internet]

Marathon Club (2007), *Guidance note for long-term investing*, www.marathonclub.co.uk

Myners, P. (2005), « Review of the impediments to voting UK shares », Report to the Shareholder Voting Working Group, Londres

President's Working Group on Financial Markets (PWG), 2007, Agreement among PWG and US Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital, Washington

Private Equity Industry Guideline Group

Securities Lending and Repo Committee, 2004, Securities Borrowing and Lending Code of Guidance, Londres

Walker Working Group, 2007, Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity, Londres, www.walkerworkinggroup.com