

LES RÉMUNÉRATIONS DES DIRIGEANTS DANS LE CAPITAL-INVESTISSEMENT

BERTRAND JACQUILLAT *

Selon certains, le capital-investissement (ou *private equity*) représente une forme d'organisation supérieure à celle des sociétés cotées sur les marchés financiers, parce que mieux à même de résoudre les conflits d'agence entre les différentes parties prenantes, notamment à cause des systèmes d'incitations et de rémunérations particuliers mis en place¹. Du fait de ces derniers, les sociétés de *private equity* dégageraient des performances économiques et financières supérieures à celles des sociétés cotées plus traditionnelles.

155

L'information prodiguée par les sociétés de capital-investissement est beaucoup plus opaque que celle fournie par les sociétés plus traditionnelles ; il n'est donc pas possible de mettre en perspective rémunération touchée par les dirigeants et rémunération des actionnaires/apporteurs de fonds des sociétés de capital-investissement, comme cela peut être fait aujourd'hui pour la plupart des sociétés cotées.

Toutefois, il est cependant possible de mettre en exergue quelques grandes tendances du secteur notamment aux États-Unis mais aussi en Europe : un montant de *carried interest* en général de 20 % du profit réalisé sur une opération, la pratique du co-investissement par les managers dans près d'un fonds LBO sur deux, des rémunérations,

* Professeur des universités, Sciences Po Paris, président d'Associés en Finance.

y compris sous forme de *carried interest*, en forte croissance sur les quatre dernières années (2004 à 2007), des rémunérations d'autant plus élevées que le fonds est de taille importante, et l'intéressement des salariés sous toute forme de rémunération variable, y compris le *carried interest*, qui montre une tendance récente à descendre les échelons hiérarchiques des sociétés de gestion de *private equity*².

Cet article présente dans une première partie l'organisation générale des sociétés de capital-investissement. La seconde partie précise de manière chiffrée les rémunérations des dirigeants des sociétés de gestion du *private equity* en fonction d'un certain nombre de critères, en détaillant les différentes formes que les rémunérations peuvent prendre, avec un souci de précision sémantique.

L'ORGANISATION DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT

Le *private equity* et notamment les LBO (*leverage buy-out*) sont devenus des intermédiaires financiers significatifs dans le paysage financier.

Les LBO ont deux catégories d'investisseurs : les *general partners* (GP) et les *limited partners* (LP). Les LP sont les investisseurs qui confient aux GP des fonds à gérer.

Il s'agit de bien définir tous les termes du contrat qui lie les uns et les autres en matière d'organisation.

Les fonds ont une durée de vie limitée à 10 ans maximum. Pour que l'organisation des GP soit pérenne, les GP créent un nouveau fonds en moyenne 4 à 5 ans après la création du précédent. Les LP prennent des engagements en termes de montant d'investissement, c'est le *committed capital* (600 M\$ de taille médiane). Le *committed capital* est la somme de l'*investment capital*, des *management fees* et d'un coût d'établissement. Les GP n'investissent que progressivement dans des entreprises. Leur nombre d'investissements dans un fonds est en moyenne de 12. En général, les GP ne sont pas autorisés à procéder à de nouveaux investissements au-delà de la 5^e année. En moyenne les GP ont 4 à 6 associés et en tout 13 à 18 professionnels. À chaque moment de la vie d'un fonds, on peut calculer l'*invested capital*, c'est la partie du *committed capital* appelé par les GP et investi dans des sociétés. On peut également calculer le *net invested capital* qui est la différence entre l'*invested capital* et le coût d'acquisition des sociétés ou participations revendues.

Le tableau 1 résume les caractéristiques générales des sociétés de *private equity*.

Tableau 1
Caractéristiques générales des sociétés de *private equity*

	Sociétés américaines de <i>Private Equity</i>	
	2007	2002
Actifs en M\$	530	215
Fonds les plus récents (M\$)	264	152
General Partner Fees (M\$)	6,1	3
Nombre de sociétés composant le portefeuille	18	13
Partners	4	4
Autres professionnels	9	7
Nombre total d'employés	14	11
Montant d'actifs par <i>partner</i>	120,7	54
Montant des fees par <i>partner</i>	1,5	0,75

Source : Dow Jones, *op. cit.*

Du point de vue de l'organisation, les sociétés de gestion de *private equity* sont majoritairement détenues par les fondateurs ou la famille fondatrice du groupe mais il existe également d'autres types d'actionnaires comme l'atteste le tableau 2. Des éléments d'organisation des sociétés de *private equity* américaines et européennes sont présentés dans le tableau 3, avec certaines indications quant aux rémunérations de leurs dirigeants, lesquelles sont précisées dans la section suivante.

157

Tableau 2
Décomposition de l'actionnariat des sociétés de *private equity*

	Sociétés américaines de <i>Private Equity</i> (124 sociétés)	Sociétés européennes de <i>Private Equity</i> (9 sociétés)
Fondateurs/famille fondatrice	46,60 %	54,30 %
Salariés actuels	36,40 %	15,90 %
Maison mère	10,60 %	18,60 %
Investisseurs étrangers	2,90 %	11,10 %
Anciens salariés	1,10 %	0,00 %
Autres	2,40 %	0,10 %

Source : Dow Jones, *op. cit.*

Tableau 3
Détail de l'organisation des sociétés de *private equity*
aux États-Unis et en Europe

	Nombre d'entreprises	Moyenne	Médiane	25 %	75 %
Aux États-Unis					
Nombre de Partners	141	5	4	3	6
Nombre d'autres professionnels	144	11,6	9	5	13
Nombre total d'employés	144	27,2	14	8	24
Actifs sous gestion (M\$)	144	888	529,8	166,3	1200
Taille des fonds les plus récents (M\$)	140	378,2	264,2	115	454,5
Cost Basis of Active Investments	129	398,3	200	60,7	486,5
Nombre de sociétés dans le portefeuille	135	29,5	18	11	32
Cost Basis Per Portfolio Company	126	13,7	8,9	4,5	17,4
Revenu généré par les Management Fees	124	8,8	6,1	2,4	13,4
Revenu en plus des Management Fees, GP (M\$)	106	6	0	0	0,8
Revenu en plus des Management Fees, LP (M\$)	105	1,1	0	0	0,5
Masse salariale (M\$)	124	8,2	4	1,7	9,7
Masse salariale / Management Fees	100	65 %	67 %	50 %	79 %
Actifs sous gestion par Partner (M\$)	141	162,5	120,7	57,7	219
Nombre de sociétés gérées dans un portefeuille par Partner	133	6	4,4	2,5	7,3
Revenu des Management Fee par Partner (M\$)	122	1,7	1,5	0,6	2,3
En Europe					
Nombre de Partners	10	4,2	4	3	5,5
Nombre d'autres professionnels	10	7,7	5,5	4	12,3
Nombre total d'employés	10	16,8	8	6,8	26,3
Actifs sous gestion (M\$)	10	934,1	787,8	119,2	1291,2
Taille des fonds les plus récents (M\$)	10	731,5	275,9	116,3	1054
Cost Basis of Active Investements	8	498,9	211	51,8	881,9
Nombre de sociétés dans le portefeuille	8	19,4	12	9,3	32,8
Cost Basis Per Portfolio Company	7	18,8	9	3,2	30,9
Revenu généré par les Management Fees	8	11,9	11,1	1,9	20,5
Revenu en plus des Management Fees, GP (M\$)	8	0,9	0,2	0	0,6
Revenu en plus des Management Fees, LP (M\$)	8	1,3	0,1	0	1,8
Masse salariale (M\$)	8	9,5	3,7	1,1	22,2
Masse salariale/Management Fees	7	62 %	64 %	53 %	81 %
Actifs sous gestion par Partner (M\$)	10	222,2	113,6	40	354,4
Nombre de sociétés gérées dans un portefeuille par Partner	8	4,6	4,4	2,9	5,8
Revenu des Management Fee par Partner (M\$)	8	2,4	1,8	0,6	4,6

Source : Dow Jones, *op. cit.*

Les tableaux se lisent de la manière suivante (ici pour la première ligne du tableau) : le nombre moyen d'associés aux États-Unis est de 5, la médiane est de 4, 25 % des sociétés de *private equity* (PE) ont un nombre d'associés inférieur ou égal à 3 et 75 % des sociétés de PE ont un nombre d'associés inférieur ou égal à 6.

LES RÉMUNÉRATIONS AU SEIN DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT

À partir des résultats d'une étude annuelle³ de Dow Jones effectuée par sondage auprès d'un nombre croissant de sociétés de *private equity* tant aux États-Unis qu'en Europe, il est possible de chiffrer les rémunérations dans le capital-investissement en fonction du type de firme (LBO, *venture capital*...), leurs différentes formes et les facteurs dont elles dépendent.

Rémunérations par type et taille de firme

Le critère déterminant des différences de rémunération des professionnels du *private equity* est la taille de la société de gestion, mesurée par le montant des actifs sous gestion. Celui-ci a considérablement augmenté entre 2002 et 2007. La valeur médiane est de 530 M\$ en 2007, soit 2,5 fois le montant médian observé en 2002 (215 M\$) lors de la première étude réalisée (tableau 1). Une conséquence directe de cette hausse de niveau d'actifs gérés est l'augmentation du montant global des *management fees*.

Les sociétés les plus importantes en terme de taille sont celles qui rémunèrent le mieux leurs employés ou qui offrent les augmentations les plus importantes, comme le suggère le tableau 4 qui détaille les salaires par type de poste en fonction de la taille de la société.

Le tableau 4 distingue trois catégories de GP : les sociétés importantes qui gèrent plus de 1 Md\$, les sociétés de taille moyenne qui gèrent plus de 300 M\$ et les petites sociétés qui gèrent moins de 300 M\$.

Les employés des sociétés les plus importantes de LBO, *venture capital* et *mezzanine*, ont vu leurs salaires plus bonus augmenter de 21,6 % à 450 000 \$ en 2007. Les salaires des sociétés moyennes augmentaient de seulement 9,2 % à 327 500 \$ et celui des petites entreprises de 13 % à 200 000 \$. Cette différence est encore plus marquée si on inclut le *carried interest*. La hausse globale des rémunérations pour les entreprises importantes est de 28,8 % entre 2006 et 2007 les portant à 487 000 \$ (médiane). Pour les moyennes entreprises, la hausse est de 10,9 % soit une rémunération de 350 000 \$ (médiane).

Les différentes composantes des rémunérations

Les rémunérations comprennent les *management fees*, seul élément certain de la rémunération des GP, le *carried interest*, les *transaction fees* et les *monitoring fees*.

Les *management fees* sont en général de 2 %, mais 2 % de quoi ? Il faut distinguer quatre méthodes :

Tableau 4
Rôle de la taille de l'entreprise dans l'évolution des salaires

	Nombre d'employés	Salaire (médiane)		(\$000,0)		Salaire + Bonus (médiane)		(\$000,0)		Salaire + Bonus + Carry (médiane)	
		2007	2006	variation	2006	2007	2006	variation	2007	2006	variation
Sociétés de taille importante LBO/VC/Mezz (33 entreprises)											
Managing General Partner	66	1000	950	5,3 %	1925	2025	- 4,9 %	2620	2751	- 4,8 %	
Senior Partner	61	750	600	25,0 %	1300	917	41,8 %	1400	1332,5	5,1 %	
Partner	78	400	350	14,3 %	591,7	515	14,9 %	610	542	12,5 %	
Principal/VP	82	237,5	200	18,8 %	379,5	265	43,2 %	400	274,5	45,7 %	
Associé senior	40	145	120	20,8 %	200	157,5	27,0 %	208	157,5	32,1 %	
Associé	37	120	98	22,4 %	170	110	54,5 %	170	110	54,5 %	
Analyste	28	102,5	80	28,1 %	157,5	94	67,6 %	157,5	94	67,5 %	
Directeur d'exploitation	9	440	381	15,5 %	591,7	543	9,0 %	620	600	3,3 %	
Directeur Financier	21	300	268	11,9 %	367	350	4,9 %	417	350	19,1 %	
Venture Partner	14	192	180	6,7 %	192	180	6,7 %	192	180	6,7 %	
Sociétés de moyenne taille LBO/VC/Mezz (35 entreprises)											
Managing General Partner	62	500	500	0,0 %	958,3	882,5	8,6 %	1180	1300	- 9,2 %	
Senior Partner	41	550	550	0,0 %	660	633	4,3 %	706	633	11,5 %	
Partner	51	300	300	0,0 %	490	425	15,3 %	502	450	11,6 %	
Principal/VP	43	175	150	16,7 %	285,5	240	19,0 %	325	250	30,0 %	

Associé Senior	22	125	115	8,7 %	211	172,5	22,3 %	213,5	172,5	23,8 %
Associé	32	87,5	80	9,4 %	157	137	14,6 %	157	137	14,6 %
Analyste	7	90	85	5,9 %	116	99	17,2 %	116	99	17,2 %
Directeur financier	22	230	200	15,0 %	350	322,5	8,5 %	354	337,5	4,9 %
Dirigeant	16	73	67,5	8,1 %	85	79	7,6 %	85	79,5	6,9 %
Venture Partner	5	237	237	0,0 %	237	237	0,0 %	237	237	0,0 %
Sociétés de petite taille LBO/VC/Mezz (52 entreprises)										
Managing General Partner	62	300	298,5	0,5 %	450	457,5	-1,6 %	498	475	4,8 %
Senior Partner	22	281	281	0,0 %	393	350	12,3 %	400	362,5	10,3 %
Partner	32	208,5	185	12,7 %	255,3	227,5	12,2 %	255,3	227,3	12,2 %
Principal/VP	29	150	136	10,3 %	208,5	186	21,1 %	215,5	186	15,9 %
Associé Senior	19	125	100	25,0 %	160	125	28,0 %	160	125	28,0 %
Associé	15	79,5	75	6,0 %	96,3	81	18,9 %	96,3	81	18,9 %
Analyste	10	75	75	0,0 %	108,5	82,5	31,5 %	108,5	82,5	31,5 %
Directeur Financier	19	180	150	20,0 %	190	180	5,6 %	200	180	11,1 %
Venture Partner	6	162	126,5	28,1 %	171	146,5	16,7 %	173	146,5	18,1 %

Source : Dow Jones, *op. cit.*

- 2 % du *committed capital* ;
- 2 % du *committed capital* les cinq premières années (*investment period*), ce pourcentage baissant de 0,25 % par an les cinq dernières années ;
- 2 % du *committed capital* les cinq premières années et du *net investment capital* les cinq dernières années ;
- un mélange des deux dernières.

Le *carried interest* se définit comme la part du profit réalisé par une entreprise de *private equity* sur une opération, qui sera attribuée aux professionnels bénéficiaires. Il s'agit d'une forme de rémunération que l'on retrouve dans peu d'activités hors *private equity*.

Pour le *carried interest*, il est important de distinguer quatre concepts :

- le *carry level*, c'est le pourcentage des « profits » des GP, en général 20 % ;
- le *carry basis* correspond à la définition du « profit », soit sur la base du *committed capital* (dans 84 % des cas), ou du *investment capital* (dans 16 % des cas) ;
- le *carry hurdle* est le taux du profit préempté par les LP avant tout *carried interest* des GP ; autrement dit, des conditions de rentabilité minimale doivent être remplies (*hurdle rate*) avant toute distribution de *carried interest* ;
- le *carry timing*, avec une clause *catch up* pour les GP, c'est-à-dire que les GP reçoivent l'intégralité du profit, une fois la totalité du *carry hurdle* réalisé et payé aux LP, jusqu'à ce qu'ils aient atteint leur taux (20 %). Mais d'autres fonds peuvent avoir une clause différente de paiement plus tôt du *carry* aux GP, quitte à ce qu'il y ait une clause *claw back* de reversement de *carry* en cas de performances ultérieures moins bonnes.

162

Les *transaction fees* sont l'équivalent des honoraires perçus par les banques d'investissement dans leurs opérations de M&A, et sont incorporés aux prix d'achat et en général partagés entre les LP et les GP. Les *monitoring fees* sont aussi partagés entre LP et GP, dans la proportion généralement de 80 % / 20 %.

Ces différentes composantes des rémunérations sont un outil de management pour les sociétés de *private equity*, qui sont de plus en plus prudentes et réfléchissent davantage à la meilleure méthode à appliquer pour rémunérer leurs employés. Par exemple, 35 % des sociétés utilisent désormais des systèmes de bonus avec conditions de performance. Les sociétés adoptent de plus en plus le système de *carried interest* pour motiver les salariés. Avant que les dirigeants et les salariés ne puissent percevoir un *carried interest*, les investissements doivent avoir atteint des niveaux de performances préalablement fixés à l'aide d'un *hurdle rate*. Une autre contrainte est bien souvent mise en place, il s'agit

de clauses de *vesting*. Chaque modalité de rémunération des dirigeants des sociétés de *private equity* est détaillée ci-après.

Les bonus

88 % des sociétés de *private equity* américaines attribuent des bonus à leurs professionnels (*investment managers*). En Europe, ce pourcentage est de 80 %. Dans la majorité des cas, les bonus sont à la discrétion de l'employeur (64,5 % aux États-Unis et 62,5 % en Europe) mais le montant dépend essentiellement des performances de l'entreprise et de plus en plus de sociétés mettent en place des objectifs à atteindre afin de calculer le montant des bonus. Comme indiqué précédemment, 35 % des entreprises utilisent des contraintes de performance contre 24 % en 2004. Les bonus ont tendance à croître moins vite pour les seniors pour deux raisons, la première est que le niveau de leurs bonus est déjà élevé et la seconde est que la part la plus significative de leur revenu est sous la forme de *carried interest*.

Le carried interest

Le taux du *carried interest*, qui représente en moyenne 20 % du profit réalisé sur une opération, est décroissant en fonction des montants sous gestion. Autrement dit, plus les montants gérés sont importants, plus le taux de *carried interest* est faible. Dans la pratique, de nombreuses firmes imposent des conditions de rentabilité minimale (*hurdle rate*) avant toute distribution de *carried interest*. Ainsi, sur 136 sociétés américaines de *private equity*, 69,9 % ont mis en place un *hurdle rate* avant que les employés ne puissent recevoir un *carried interest*. En Europe, 87,5 % des sociétés ont déjà mis en place un niveau de *hurdle rate* à atteindre.

163

Le vesting

Pour fidéliser les équipes, les sociétés de *private equity* n'hésitent pas à instaurer des clauses de *vesting* qui contraignent les employés à rester en moyenne 6,4 ans dans les sociétés de *private equity* américaines et 5,8 ans dans les sociétés européennes. D'autres fonds peuvent avoir une clause de paiement par anticipation du *carry* ou une clause de *claw back* de reversement de tout ou partie du *carry* en cas de mauvaises performances ultérieures.

Les management fees

À l'origine, les *management fees* couvrent les frais de gestion durant la période d'investissement, lorsque aucun gain n'est encore réalisé. Une partie de ces *management fees* permet de rémunérer les GP. Le pourcentage de *management fees* a tendance à baisser. Pour un fonds

de petite taille, le pourcentage de *management fees* constaté était d'environ 2,5 % du *committed capital*. Depuis quelques années, la taille des fonds a considérablement crû et le pourcentage de *management fees* a baissé. Il est en moyenne de 1,7 % du *committed capital*. Le capital moyen investi dans les entreprises en 2007 est de 888 M\$; elles collectent en moyenne 14,8 M\$ de *management fees*.

Les co-investissements

Dans la structure organisationnelle, il existe un problème d'agence qui peut être résolu par l'utilisation du co-investissement. Les LP, en déléguant la gestion des fonds aux GP, s'assurent de la bonne conduite des investissements en incitant ces derniers à investir également.

Sur l'échantillon considéré, 29 % des sociétés américaines de *private equity* ont mis en place des plans de co-investissement, plus précisément 46 % des LBO, et seulement 16 % des firmes de *venture capital*. En général, ces plans sont proposés aux employés qui y souscrivent à hauteur de 90 %. Ils doivent investir à part égale dans chaque plan bien que certaines entreprises autorisent le *cherry-picking* (les employés investissent seulement dans les plans où ils sont impliqués directement). Très peu d'entreprises accordent des prêts aux employés pour qu'ils participent aux plans de co-investissement. 21,5 % des sociétés américaines autorisent les employés à investir dans les entreprises gérées. Ils pourront ainsi bénéficier d'un flux de revenus supplémentaire. Enfin, très peu d'entreprises autorisent les dirigeants à bénéficier de stocks-options ou à percevoir des dividendes.

164

Tendance d'évolution des rémunérations et détail de l'évolution par type de poste

L'année 1999 et le début de l'année 2000 représentent un pic pour les sociétés de *private equity* en terme de performances réalisées, et la distribution de *carried interest* a donc été très importante. L'éclatement de la bulle Internet a considérablement calmé cette forte tendance à la hausse. Néanmoins, depuis 2004, les sociétés de *private equity* se portent à nouveau bien et la croissance d'une année sur l'autre des salaires est à deux chiffres. Les salaires ont augmenté de 13,1 % entre 2006 et 2007 et si l'on tient compte des bonus et *carry*, la hausse est de 22,6 %.

Entre 2006 et 2007, les salaires incluant les bonus des *seniors* ont augmenté de 11,8 % à 670 800 \$ (médiane). Si l'on tient compte en plus du *carried interest*, la hausse est de 21,4 % à 865 000 \$ (médiane). Pour les *juniors*, la hausse des salaires incluant les bonus entre 2006 et 2007 est plus importante. Elle est de 29,2 % à 215 000 \$.

La principale différence de rémunération entre *seniors* et *juniors* provient du fait que les *seniors* (à savoir les *managing general partners*, les *partners* et les *senior partners*) perçoivent une rémunération sous forme de *carried interest* tandis que les *juniors* (qui se composent des *principal/VP*, *senior associates*, *associates* et *analysts*) ne peuvent compter essentiellement que sur les bonus qui peuvent leur être attribués. Toutefois, l'emploi du *carried interest* se développe de plus en plus pour les *juniors*.

Historiquement, seuls les employés de haut niveau hiérarchique participaient aux plans de *carried interest*. Aujourd'hui, ces plans se diffusent à des niveaux inférieurs, notamment du fait de la compétition intense qui s'opère pour garder les talents. Certaines entreprises (près de 50 % des sociétés américaines de *private equity*) ont tendance à distribuer davantage de *carried interest* aux employés qu'il y a un an, afin de motiver et de retenir les *juniors*. En Europe, les *juniors* accèdent plus rapidement aujourd'hui à de plus hauts niveaux de responsabilité qu'auparavant.

Les niveaux de salaires sont beaucoup plus élevés aux États-Unis qu'en Europe. Ainsi en 2007, le niveau médian du salaire du GP est de 1 M\$ pour un Américain et de 577 300 \$ pour un Européen. Si l'écart reste très important, il est toutefois plus faible qu'en 2002, date à laquelle la première étude a été réalisée (le salaire d'un associé européen représentait alors un sixième du salaire américain pour le même poste). Les différences restent toutefois significatives entre les sociétés de gestion américaines et les sociétés européennes de *private equity* notamment au niveau des trois plus hauts postes : *managing general partner* (4,9 M\$ aux États-Unis contre 1,2 M\$ en Europe pour le quartile de rémunérations supérieur) ; *senior partner* (3,8 M\$ contre 1,2 M\$) et *partner* (1,2 M\$ contre 600 000 \$).

Les sociétés de capital-investissement constituent des petites structures. Leurs dirigeants et les professionnels qu'elles emploient ont des rémunérations élevées, lesquelles sont perçues sous des formes variées, dont la partie variable sous forme de bonus et de *carried interest* est essentielle, voire prépondérante, dans les postes les plus élevés. C'est ce qui explique la nature cyclique des rémunérations dans cette industrie dont l'activité et les résultats sont fortement indexés au cycle économique. On ne peut donc préciser davantage, du fait de l'opacité des performances économiques et financières des sociétés de capital-investissement, si la partie variable de leurs rémunérations est corrélée avec la performance des sociétés dans lesquelles l'industrie du *private equity* investit, et va donc bien dans l'intérêt de

leurs propres actionnaires. Même si elles tendent à converger avec le temps, les rémunérations sont plus élevées pour les dirigeants américains que pour les dirigeants européens des sociétés de capital-investissement.

NOTES

1. Voir, à ce sujet, le Cercle des économistes (sous la direction de Bertrand Jacquillat), 2008, *Private equity, hedge funds et marchés financiers : les frères ennemis*, PUF-Descartes et J. Glachant, J-H. Lorenzi et Ph. Trainar, 2008, *Private equity et capitalismes français*. Conseil d'analyse économique, la Documentation française.
2. La plupart des données présentées dans cette étude sont extraites de A. Metrick et A. Asuda, 2007, *The Economics of Private Equity*, Wharton School, février, et de Dow Jones - Proskauer Rose LLP, 2008, *Private Equity Analyst-Holt Compensation Study*.
3. Dow Jones, *op. cit.*