

## 2023 年のプライベート市場 の分析レポート：

### ケンブリッジ・アソシエイツのベンチマークと公開市場指数の比較

### ケンブリッジ・アソシエイツのプライベート投資ベンチマークの概要

#### 寄稿者

**Nicholas Godec**, CFA 協会  
認定証券アナリスト (CFA)、  
公認オルタナティブ投資アナ  
リスト (CAIA)、投資パフォー  
マンス測定証明書 (CIPM)

シニア・ディレクター

取引可能な債券及びプライベート  
市場のヘッド

[nicholas.godec@spglobal.com](mailto:nicholas.godec@spglobal.com)

#### **Greg Vadala**

エグゼクティブ・ディレクター  
グローバル戦略パートナーシップ

[greg.vadala@spglobal.com](mailto:greg.vadala@spglobal.com)

#### **Ricky LaBelle**

シニア・アソシエイト  
プライベート市場指数

[richard.labelle@spglobal.com](mailto:richard.labelle@spglobal.com)

ケンブリッジ・アソシエイツは 50 年以上にわたり、寄付基金、財団、ファミリー・オフィス、年金基金などの機関投資家と協働し、投資家の目標に沿ったポートフォリオの構築とその調整に取り組んできました。同社はプライベート市場投資の草分け的存在であり、プライベート市場の資産クラス、投資戦略、及び地域特性などに精通しています。こうした知識や経験に基づき、同社はプライベート市場の発展に貢献するとともに、重要なアドバイザーとしての役割も果たしています。同社は数十年にわたって機関投資家にアドバイスを提供し、プライベート市場のファンド・マネージャーと協働する中で、大規模なプラットフォームを構築してきました。このプラットフォームでは、98,000 件以上の投資、10,000 本以上のプライベート投資ファンド、及び 15,000 以上の運用指標をカバーしており、同社は 6,600 以上のジェネラル・パートナー (GP) との関係性を維持しています。

ケンブリッジ・アソシエイツがプライベート市場のベンチマークを開発した当初の目的は、機関投資家が運用するプライベート投資ポートフォリオを評価することでした。同社は現在もこれらのベンチマークを活用し、プライベート市場投資に関するアドバイスを機関投資家に提供しています。しかし、プライベート市場の成長に伴い、ベンチマークを構成する投資や戦略の数は大幅に増加しています。これらのベンチマークはルールベースのアプローチに従い、ケンブリッジ・アソシエイツが確立した明確な分類基準に基づいて構築されています。

最新のリサーチ、教育、及びコメントの受信をご希望の方は、

[on.spdji.com/SignUp](https://on.spdji.com/SignUp) で登録してください。

# プライベート市場のベンチマーク評価

プライベート市場は最も急速に成長している市場セグメントの一つですが、同時に最も透明性の低い市場でもあります。また、リターンのばらつきが大きいこともプライベート市場の特徴と言えます。したがって、ベンチマークを使用してプライベート市場のパフォーマンスを評価する場合には、公開市場と比べてより複雑な分析が必要となります。また、ファンド・マネージャーが市場をアウトパフォームしているかどうかを判断する上では、パフォーマンス・カーブ上の異なる地点でリターンを測定する必要があります。ベンチマークを使用してパフォーマンスを評価する際に、プライベート市場と公開市場では大きな違いがあります。例えば、プライベート市場と公開市場では、企業の情報開示要件や、財務諸表の公表頻度などが異なります。また、プライベート市場では、投資や売却のタイミングを決定する上で、ファンド・マネージャーがより大きな裁量権を持っています。プライベート投資のパフォーマンスを正確にベンチマーク評価するためには、慎重かつ体系的なプロセスが必要であり、最も信頼できる情報源からパフォーマンス・データを入手することが求められます。プライベート市場において、この最も信頼できる情報源とは、ファンドの財務諸表です。

## データの情報源が重要

ケンブリッジ・アソシエイツでは、プライベート投資ファンドの運用会社からデータを直接入手しています。運用会社は、あらゆる投資戦略や地域について匿名でデータを提供し、ケンブリッジ・アソシエイツはこれらのデータに基づいてベンチマークを作成します。ケンブリッジ・アソシエイツは正確なデータを入手するために、運用会社を慎重に審査し、データを入手する運用会社を選別しています。したがって、同社のベンチマークは、機関投資家の投資対象となりうる質の高いファンドで構成されています（機関投資家とは、寄付基金、財団、年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、及び大規模なファミリー・オフィスなど）。このデータ収集プロセスは、公開情報に基づいて構築されるプライベート市場ベンチマークとは異なります。公開情報に基づくプライベート市場ベンチマークでは、米国の情報自由法（FOIA）を通じて収集されたデータや、公に入手可能なデータに依存する機会が多いため、正確で迅速なデータ収集が困難となる場合があります。

ケンブリッジ・アソシエイツのプライベート投資ベンチマーク・ユニバースは、幅広くかつ細かい市場セグメントをカバーしているため、プライベート市場における多様な投資機会を反映しています。同社のベンチマークは、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、プライベート・クレジット、及び実物資産という4つの主要戦略に分類することができます。また、ケンブリッジ・アソシエイツはプライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルを組み合わせた混合ベンチマークも算出しています。上記の4つの主要戦略はサブ・カテゴリーに分類されており、バイアウト、グロース・エクイティ、劣後キャピタル、ディストレスト・デット、インフラストラクチャー、不動産、セカンダリー、及びファンド・オブ・フ

アンズなどのサブ・カテゴリーが存在します。さらに、これらのサブ・カテゴリーは、地域、規模、またはセクター別に細分化されています。

## 多角的なベンチマーク評価

プライベート市場の投資パフォーマンスは独自の要因によって変動するため、複数の指標を組み合わせた多角的なパフォーマンス評価を行う必要があります。公開市場の投資では、一般に時間加重収益率が使用されますが、プライベート投資では、ファンドの存続期間にわたり拘束される投資資金をファンド・マネージャーがいかにタイムリーに回収し、投資家に収益を還元できるかが重視されます。プライベート投資では通常、投資資金が長期間拘束されるため、パフォーマンス評価の指標として主に内部収益率（IRR）が用いられます。ケンブリッジ・アソシエイツでは、この内部収益率（IRR）に加えて、投資倍率、パフォーマンスの分位点、ビンテージ・イヤー（ファンドが設定された年）別のリターン、及び公開市場との比較データなどを組み合わせて分析することを推奨しています。これにより、様々な視点に基づいて投資パフォーマンスを評価することが可能となります。例えば、投資家がファンド・マネージャーを評価する際に、同じビンテージ・イヤーの戦略ファンドをサンプルとして用い、それらの内部収益率や投資倍率の四分位点に基づいて、ファンド・マネージャーの運用実績をランク付けすることができます。その他では、プライベート投資のパフォーマンスを公開市場の投資と比較することもできます。ただし、[S&P 500®](#)のリターンと米国プライベート・エクイティ・ベンチマークの内部収益率を直接比較することは適切ではありません。そこで、ケンブリッジ・アソシエイツは公開市場同等物（PME）分析を用いています。これは、プライベート市場に投資したのと同じタイミングで、同じ資金を公開市場（例えば、S&P 500 など）に投資していた場合、どのようなリターンが得られるかを検証する手法です。

## 2023 年における主要ベンチマークのパフォーマンス分析

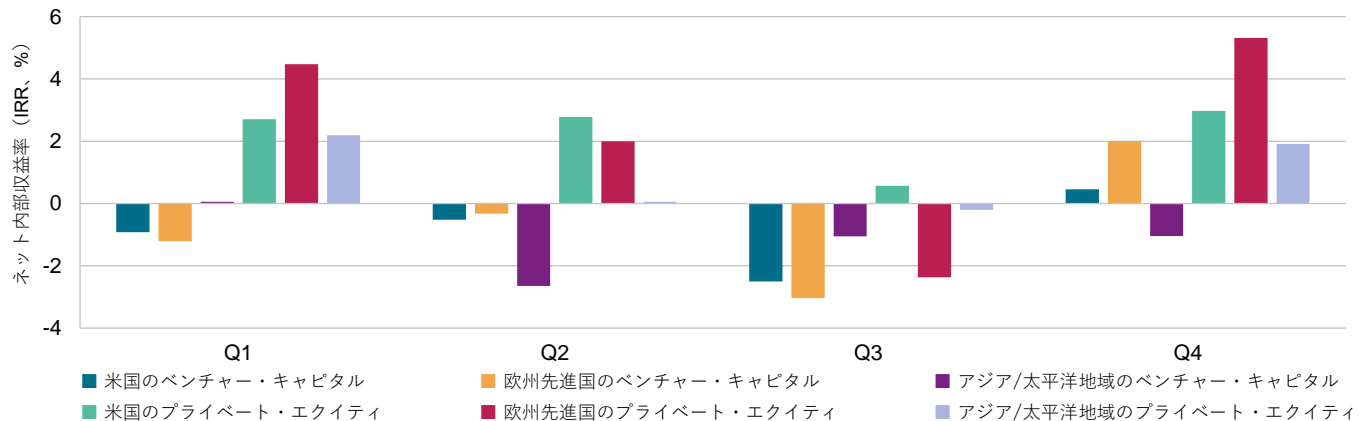
上記のセクションでは、プライベート市場のベンチマーク評価に特有の課題と、ケンブリッジ・アソシエイツが優れた評価基準を築き上げてきた経緯について解説しました。このセクションでは、2023 年における主要ベンチマークのパフォーマンスについて説明します<sup>1</sup>。

ベンチャー・キャピタルは 2023 年に厳しい運用成績となり、プライベート・エクイティを大幅にアンダーパフォームしました（図表 1 参照）。2023 年の最初の 3 四半期では、米国、欧州、及びアジア/太平洋地域の全てのベンチャー・キャピタル・ファンドがマイナスのパフォーマンスとなりました（ただし、1-3 月期のアジア/太平洋地域のベンチャー・キャピタル・ファンドは若干のプラス）。米国と欧州先進国のベンチャ

<sup>1</sup> パフォーマンス・データは以下から引用されています：[Cambridge Associates \(S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が Cambridge Associates のデータを配信\)](#)。

ー・キャピタル・ファンドは10-12月期に反発し、プラスのパフォーマンスとなりましたが、アジア/太平洋地域のファンドは引き続きマイナスのパフォーマンスとなりました。一方、米国のプライベート・エクイティ・ファンドは2023年の全ての四半期においてプラスのリターンとなりました。欧州先進国とアジア/太平洋地域のプライベート・エクイティは、7-9月期のみマイナスのパフォーマンスとなりましたが、それ以外の四半期ではプラスのパフォーマンスとなりました。

**図表 1：プライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルの2023年の四半期パフォーマンス（地域別）**



出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。2023年1月1日から2023年12月31日までのデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

年間のパフォーマンスを見ると、米国と欧州先進国のプライベート・エクイティ・ファンドはそれぞれ9%以上のリターンとなり、アジア/太平洋地域のプライベート・エクイティは約4%のリターンとなりました。ベンチャー・キャピタルでは、アジア/太平洋地域のファンドが4.62%のマイナスで、最も厳しい年間パフォーマンスとなり、米国（-3.45%）と欧州先進国（-2.61%）のファンドもマイナスとなりました（図表2参照）。

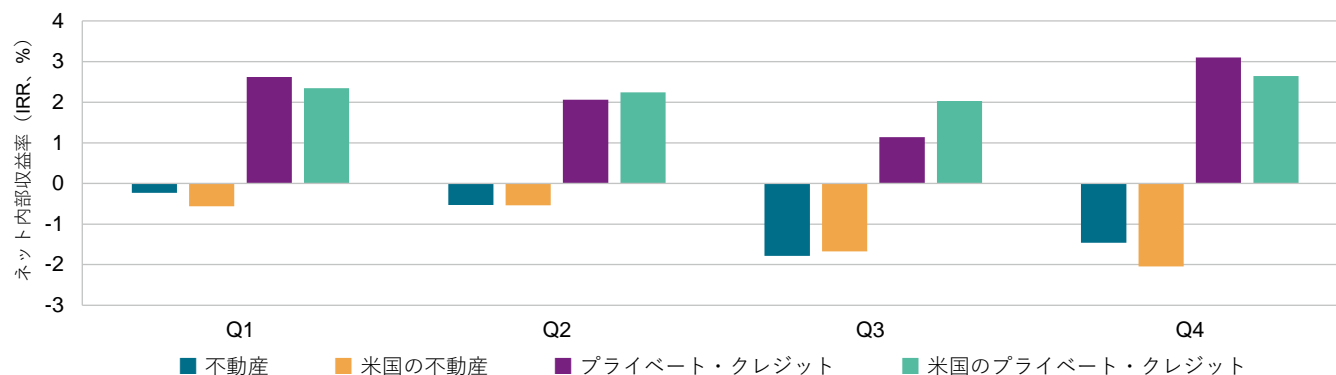
**図表 2：プライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルの2023年のパフォーマンス（地域別）**

ベンチマーク	1年間の内部収益率（IRR）（%）
米国のベンチャー・キャピタル	-3.45
欧州先進国のベンチャー・キャピタル	-2.61
アジア/太平洋地域のベンチャー・キャピタル	-4.62
米国のプライベート・エクイティ	9.31
欧州先進国のプライベート・エクイティ	9.58
アジア/太平洋地域のプライベート・エクイティ	3.98

出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。2023年1月1日から2023年12月31日までのデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

プライベート・クレジットは2023年全体を通じて堅調に推移し、グローバル及び米国のプライベート・クレジット・ファンドは各四半期において一貫してプラスのパフォーマンスを示しました。一方、不動産ファンドは年初から下落基調で推移し、7-9月期と10-12月期には下げ幅をさらに拡大しました（図表3参照）。

図表3：不動産とプライベート・クレジットの2023年の四半期パフォーマンス



出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。2023年1月1日から2023年12月31日までのデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

プライベート・クレジットの主なサブ戦略であるシニア・デット（ダイレクト・レンディング）、劣後資本（メザニン）、及びクレジット・オポチュニティは、四半期ベースで約2%~3%、年間では約8%~12%の安定したリターンとなりました。一方、不動産の主な物件タイプ（オフィス、小売商業施設、住宅/集合住宅）の中で、小売商業施設に特化したファンドのみが年間でプラスのリターン（約5%）を達成しました（図表4参照）。住宅/集合住宅ファンドは全ての四半期でマイナスのパフォーマンスとなり、年間では約5%のマイナスとなりました。不動産全体の年間パフォーマンスを押し下げた要因は、オフィスに特化したファンドのパフォーマンスでした。オフィス・ファンドは全ての四半期でマイナスとなり、年間では約28%の大幅なマイナスとなりました。

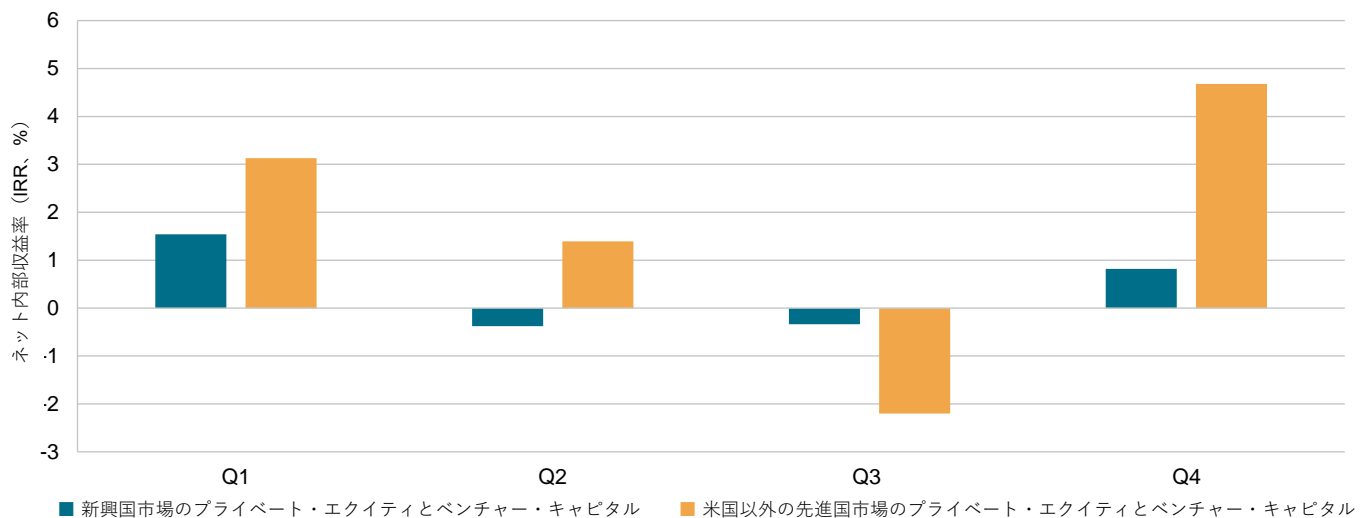
図表4：不動産とプライベート・クレジットの2023年のパフォーマンス - グローバルと米国

ベンチマーク	1年間の内部収益率（IRR）（%）
不動産	-3.99
米国の不動産	-4.78
プライベート・クレジット	9.20
米国のプライベート・クレジット	9.56

出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。2023年1月1日から2023年12月31日までのデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

米国以外の先進国市場のプライベート・エクイティ・ファンド及びベンチャー・キャピタル・ファンドは2023年に堅調なパフォーマンスとなり、新興国市場のファンドを約6%アウトパフォーマンスしました（図表5及び6参照）。プライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルを別々に見ると、新興国市場のベンチャー・キャピタル・ファンドは主にマイナスのリターンとなり、1-3月期にわずか0.19%のプラスのリターンを記録した以外は、全ての四半期でマイナスのリターンとなりました。一方、新興国市場のプライベート・エクイティ・ファンドは対照的な結果となり、全ての四半期でプラスのパフォーマンスを示し、年間では約4%のリターンとなりました。

**図表 5：新興国市場及び米国以外の先進国市場のプライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルの2023年の四半期パフォーマンス**



出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。2023年1月1日から2023年12月31日までのデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

**図表 6：新興国市場と米国以外の先進国市場のプライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルの2023年のパフォーマンス**

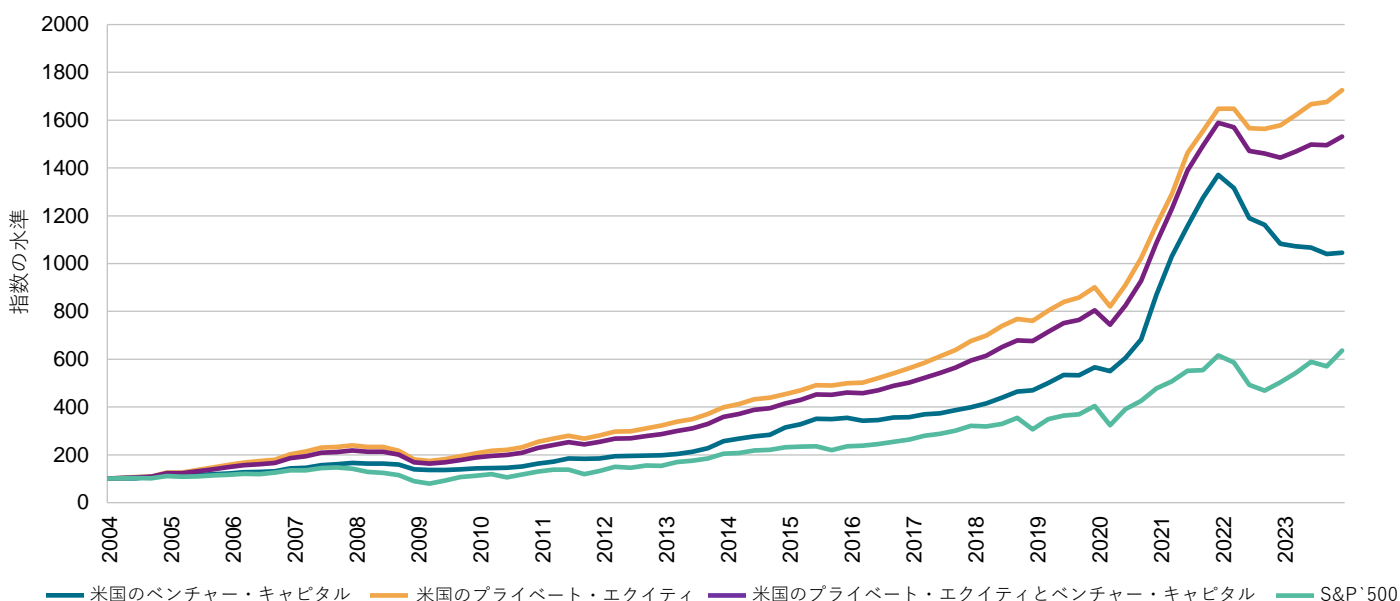
ベンチマーク	1年間の内部収益率 (IRR) (%)
新興国市場のプライベート・キャピタルとベンチャー・キャピタル	1.64
米国以外の先進国市場のプライベート・エクイティとベンチャー・キャピタル	7.04

出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。2023年12月31日時点のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

図表7は、米国のプライベート・エクイティ、米国のベンチャー・キャピタル、及びS&P 500の長期パフォーマンスを示しています（2003年12月31日の水準を100として指数化）。興味深い点は、米国のベンチャー・キャピタルとS&P 500のパフォーマンスが、対象期間の開始時点から2015年後半まで同じよう

な動きを示していたことです。その後は両者のパフォーマンスの差が拡大し始めましたが、約12年にわたって両者が似たような値動きを示していたことは注目に値します。一方、米国のプライベート・エクイティも数年間にわたってS&P 500と同様の動きを示していましたが、その後はS&P 500と米国のベンチャー・キャピタルを上回るパフォーマンスを示しました。米国のプライベート・エクイティとベンチャー・キャピタルを組み合わせた混合指数は、米国のプライベート・エクイティに近い動きを示しました。これは、混合指数において米国のプライベート・エクイティ指数が金額ベースで大きな割合を占めており、結果としてプライベート・エクイティが混合指数のリターンに大きく影響したことを示しています。

**図表7：米国のプライベート・エクイティ、米国のベンチャー・キャピタル、及びS&P 500のパフォーマンス**

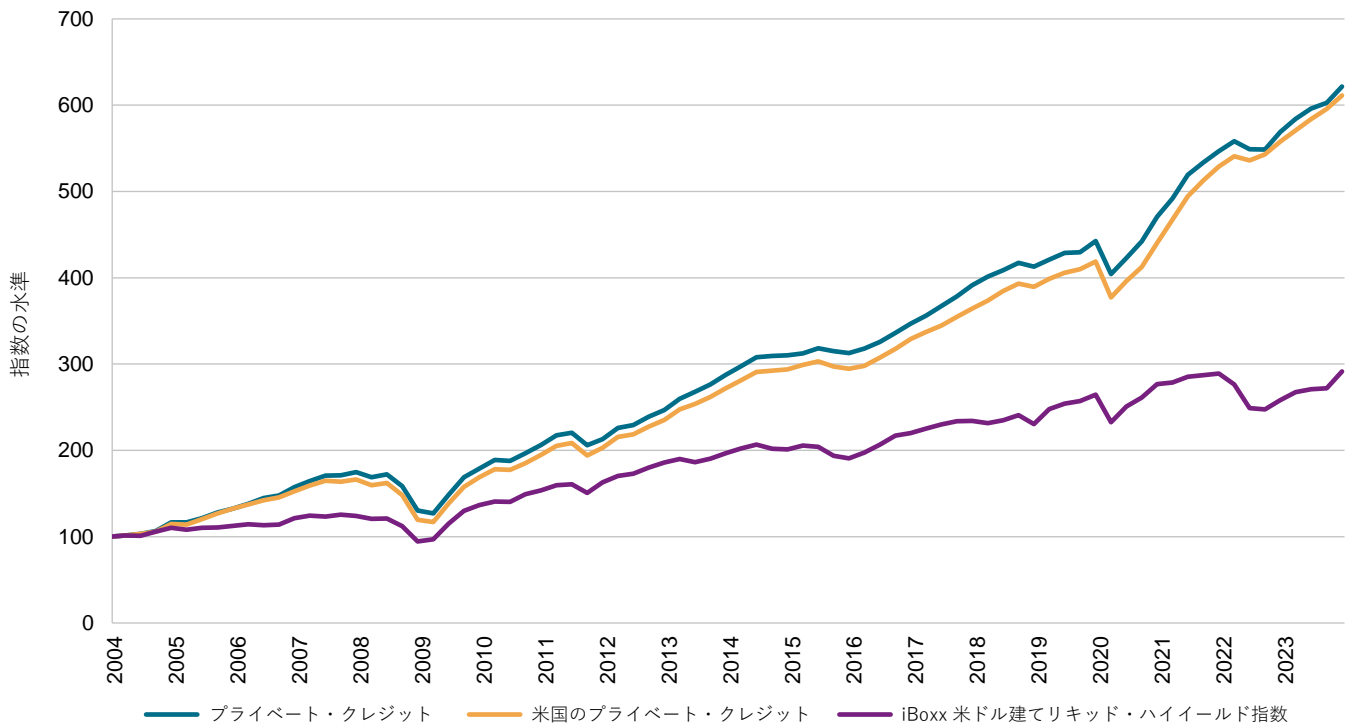


出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2023年12月31日時点のデータ。2003年12月31日の水準を100として指数化されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表8は、グローバル・プライベート・クレジット、米国のプライベート・クレジット、及びiBoxx米ドル建てリキッド・ハイイールド指数（米ドル建てハイイールド社債の動きを測定）のパフォーマンスを示しています（2003年12月31日の水準を100として指数化）。グローバル・プライベート・クレジットは米国のプライベート・クレジットを若干アウトパフォームしていますが、大きなリターンの差は見られません。グローバル・プライベート・クレジット指数と米国のプライベート・クレジット指数はほぼ同様の動きを示していますが、プライベート・クレジット・ファンドは特に市場の混乱時（例えば、2020年初めの新型コロナウイルス感染拡大時）において公開市場のクレジット（iBoxx米ドル建てリキッド・ハイイールド指数）を大幅にアウトパフォームしました。コロナ禍を受けて市場が下落した後、社債市場（公開市場）は緩やかに回復しましたが、プライベート・クレジット市場は公開市場よりも大幅に回復しました。プライベ

ト市場が公開市場よりも高いリターンを達成しているのは、流動性プレミアムの上乗せ（流動性の低い資産に対して投資家が求める追加のリターン）によるものと考えられますが、2024年末から2025年初めにかけて中央銀行が追加利下げを行った場合、これらのトレンドがどのように推移していくのかが注目されます。

図表 8：プライベート・クレジットとiBoxx米ドル建てリキッド・ハイイールド指数



出所：ケンブリッジ・アソシエイツ（S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC がケンブリッジ・アソシエイツのデータを配信）。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2023年12月31日時点のデータ。2003年12月31日の水準を100として指数化されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

## 主なポイントと今後の展望

プライベート市場は、エクイティ、デット、及び実物資産などの投資戦略を包む幅広い市場です。過去において、これらの市場は透明性が低く、アクセスが困難な分野でした。しかし、各戦略のパフォーマンスに焦点を当てたプライベート市場ベンチマークが登場したことなどから、こうした状況は変わりつつあります。ケンブリッジ・アソシエイツのベンチマークは、この複雑な市場環境を理解するための詳細な洞察を提供し、パフォーマンス評価ツールとしての役割を果たしています。

これまで議論してきたように、2023年はプライベート市場にとって変化に富んだ年となり、資産クラスやサブ戦略によって運用成果に大きな差がありました。プライベート・エクイティは堅調に推移し、特に米国



のプライベート・エクイティは4四半期全てでプラスのパフォーマンスを達成しました。一方、ベンチャー・キャピタルは厳しい展開となり、各地域市場において4四半期中3四半期でマイナスのパフォーマンスとなりました。また、プライベート・クレジットは一貫してプラスのリターンを示しましたが、不動産は軟調となり、特にオフィス関連のファンドが全体のパフォーマンスを押し下げる要因となりました。

ケンブリッジ・アソシエイツのベンチマークが果たす役割はますます重要になる可能性があります。パフォーマンスの測定、ファンド・マネージャーの選定、またはファンドのデューデリジェンスを行う上で、投資家はそれぞれのニーズに合ったカスタム・ベンチマーク・ソリューションを求めています。プライベート市場が発展していく中で、以下のようなトレンドが見受けられます。

- **プライベート市場における運用資産の拡大**：プライベート市場の運用資産残高が増加を続ける中で、より高度で包括的なベンチマーク・ツールに対する需要が高まっている。
- **透明性の向上**：複雑な市場環境を理解する上で、より高度なベンチマーク、データ、及び分析ツールを活用して透明性の向上を図ることが重要となっている。
- **個人投資家からの需要拡大**：個人投資家はこれまで、プライベート市場戦略へのアクセスが困難であったが、テクノロジーの進歩と市場アクセシビリティの向上により、プライベート市場戦略に対する個人投資家からの需要が拡大している。

ケンブリッジ・アソシエイツは、プライベート市場に関する深い専門知識と、市場参加者との緊密な協力に基づいてベンチマークを構築し、詳細なデータに基づく洞察を提供しています。市場環境が変化する中で、同社のベンチマークは、投資機会の特定、リスク管理、及びポートフォリオ・パフォーマンスの向上などの面で重要な役割を果たすことが期待されています。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、今後もケンブリッジ・アソシエイツと協力しながら、投資家のニーズに合った実用的なプライベート市場ベンチマークを提供し、お客様への支援を継続していきます。これらのベンチマークから得られる洞察は、ダイナミックで複雑なプライベート市場環境を理解する上での指針となり、投資家が新たな投資機会を適切に把握できるよう支援します。

## General Disclaimer

© 2024 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

Closing prices for S&P Dow Jones Indices' US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.