

---

**S&P Global**

Market Intelligence

# Corporate Governance – Trends und HV-Vorbereitung

CIRA-Themen-Frühstück

Evdokia Petrakopoulou, Director - Head of Corporate Governance and M&A Solutions

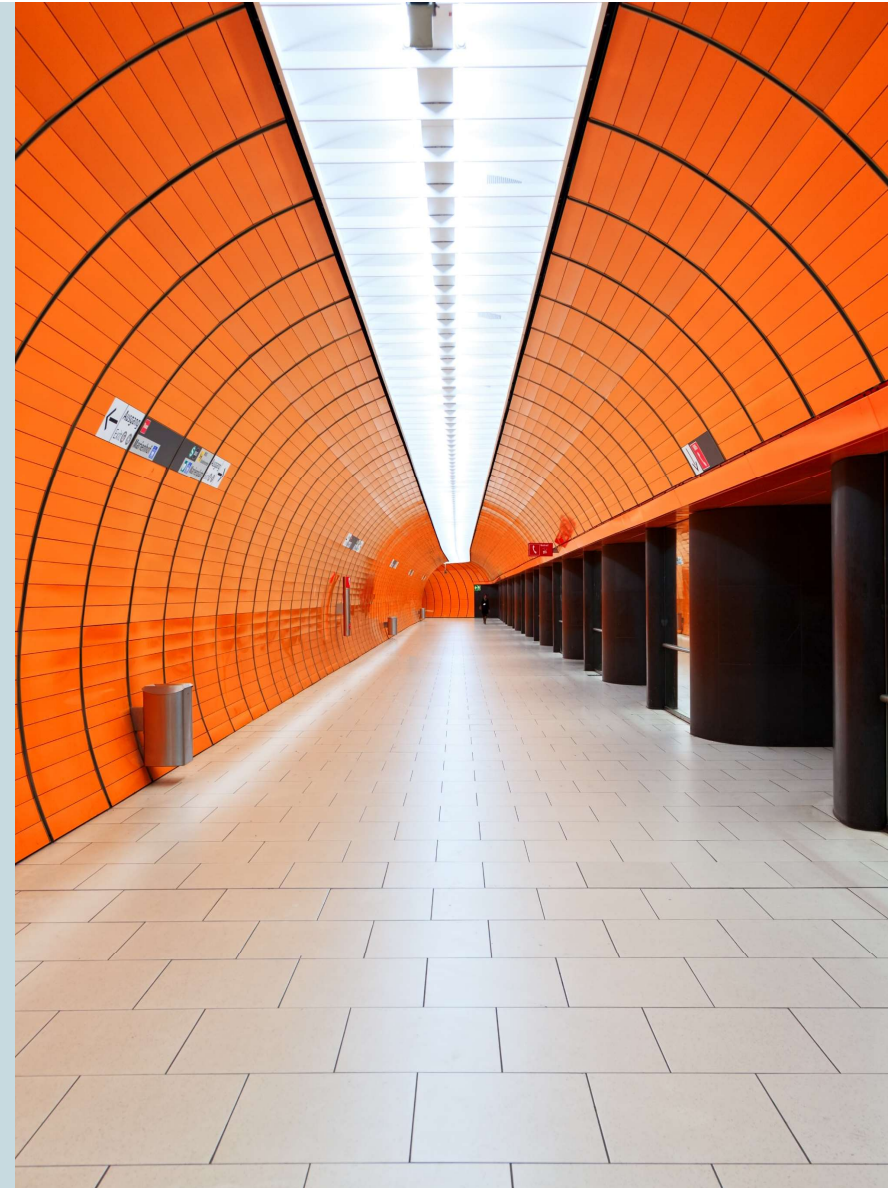
Thomas von Oehsen, Director - Corporate Governance Solutions

Wien, 16. März 2023



# Die Themen

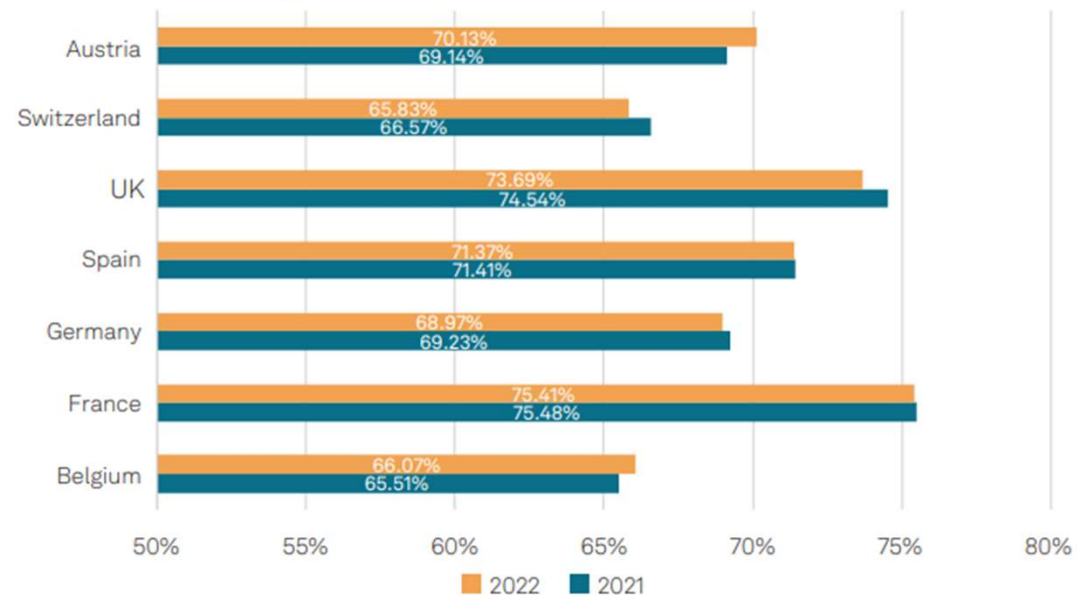
1. Die **HV** unter neuen Vorzeichen –  
Rückblick 2022 und Ausblick auf 2023
2. **Say-on-Pay** – Hauptkritikpunkte von  
Investoren und wie man überzeugen kann
3. **Shareholder Activism** – Strategien zur  
Vermeidung aktivistischer Angriffe
4. Richtlinien der **Stimmrechtsberater** –  
Anpassungen für die HV-Saison 2023
5. **Say-on-Climat**e und **Nachhaltigkeit** –  
Trends und Gründe für den Vormarsch



# Hauptversammlungen unter neuen Vorzeichen – wo stehen wir heute?

- Zurück zur Normalität, aber vieles hat sich durch die Pandemie unwiderruflich verändert.
- 2020-2022: Hauptversammlungen im Schatten von Corona – virtuelle Versammlungen dominieren, haben aber keinen wesentlichen Einfluss auf die Präsenzen.
- Trotz virtueller HV bleiben die Präsenzen 2022 in den Top-Märkten Europas stabil.
- Höchste Präsenzen in FR und UK (~75%), niedrigste in CH und BE (~65%).
- Leichte Rückgänge in CH, UK, ES, DE und FR nicht wegen virtueller HV, sondern da z.T. Rückgang institutioneller Investoren.
- Dagegen Anstieg in Österreich von rund einem Prozent auf über 70% HV-Präsenz (damit im europäischen Mittelfeld).

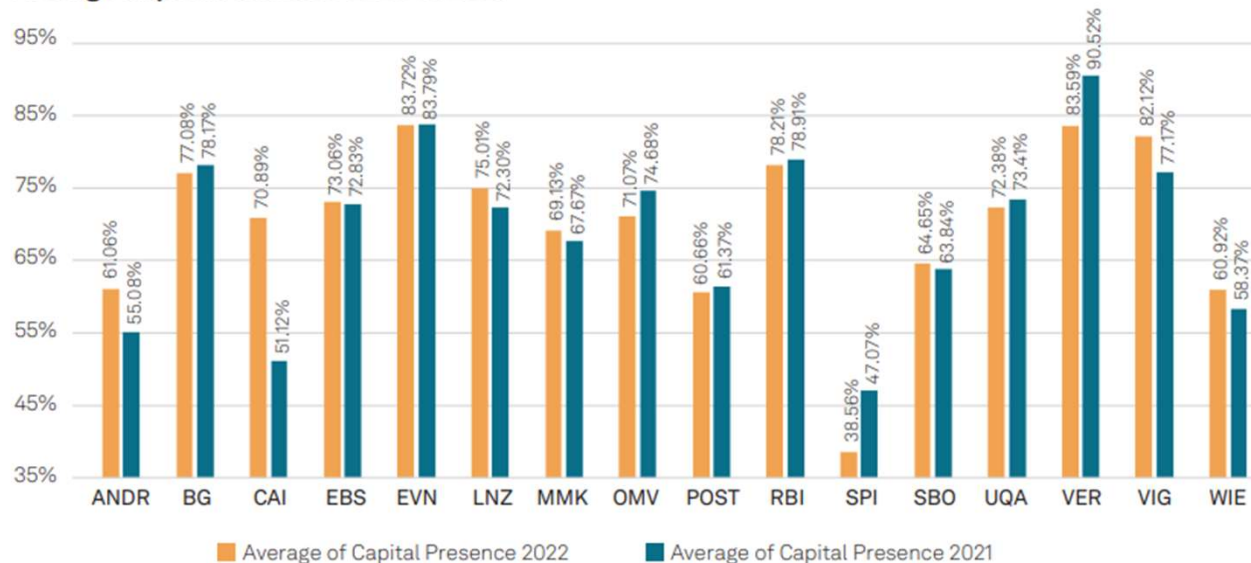
EMEA Markets Average AGM Capital Presence



# Virtuelle Hauptversammlungen und Präsenzen in Österreich

- In Österreich wurden befristete Maßnahmen in Bezug auf virtuelle Hauptversammlungen bis 30. Juni 2023 verlängert – damit weiterhin Rechtsunsicherheit für Unternehmen und Investoren für die Zeit danach.
- Unklar, ob Aktionärsrechte bei einer virtuellen HV ab Sommer 2023 vollumfänglich gewährleistet werden.
- Dieses Jahr wohl kritische Bewertung von institutionellen Investoren zu möglichen Satzungsänderungen, daher kurze Ermächtigungszeiträume für die Durchführung virtueller HVen zu empfehlen (max. 2 Jahre)

Average Capital Presence 2022 vs 2021



**Anmerkungen:**

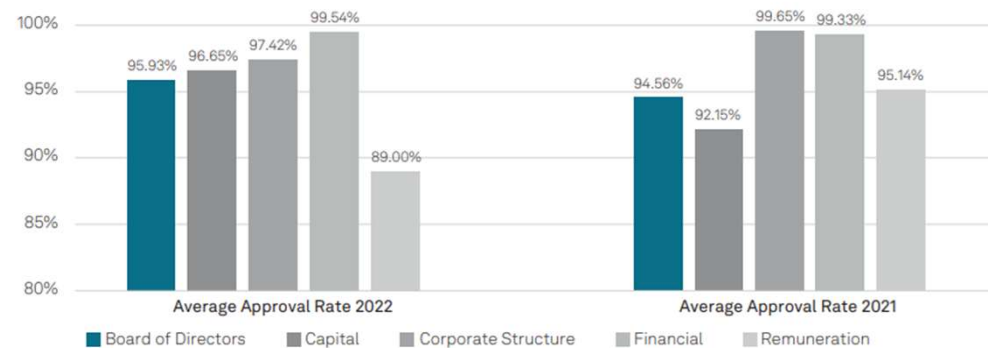
CA-Immo: Starker Anstieg von fast 20%, da Starwood Capital Group Mehrheitsaktionär geworden und sehr aktiv im Abstimmungsverhalten ist.

S-Immo: Überdurchschnittlicher Rückgang ebenso durch veränderte Aktionärsstrukturen zu erklären.

# Zustimmung generell recht hoch – aber Vergütung wird kritisch gesehen

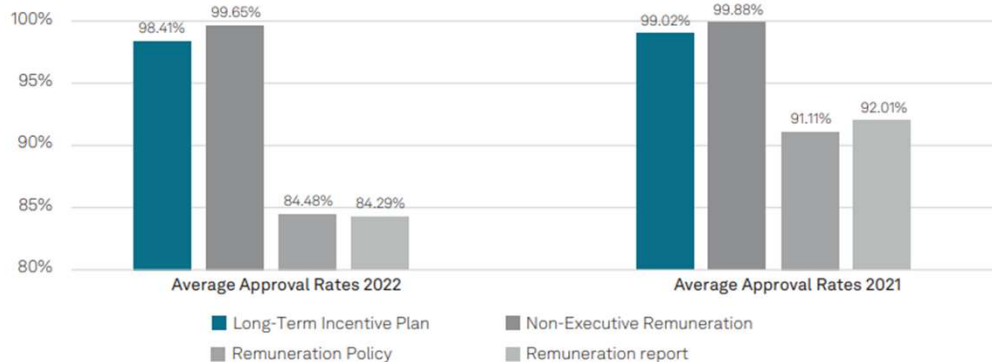
## Approval Rates

Average Approval Rates



## Remuneration Remains Contentious

Remuneration Resolution Sub-Categories



- In Österreich ist die Zustimmung auf HVen für AR-Wahlen (+1,4%), Kapitalmaßnahmen (+4,5%) und finanziell-bilanzielle TOPs (+0,2%) von 2021 zu 2022 gestiegen.

- Vergütungsbezogene Abstimmungs-punkte wurden dagegen sehr viel kritischer betrachtet (-6,1%)

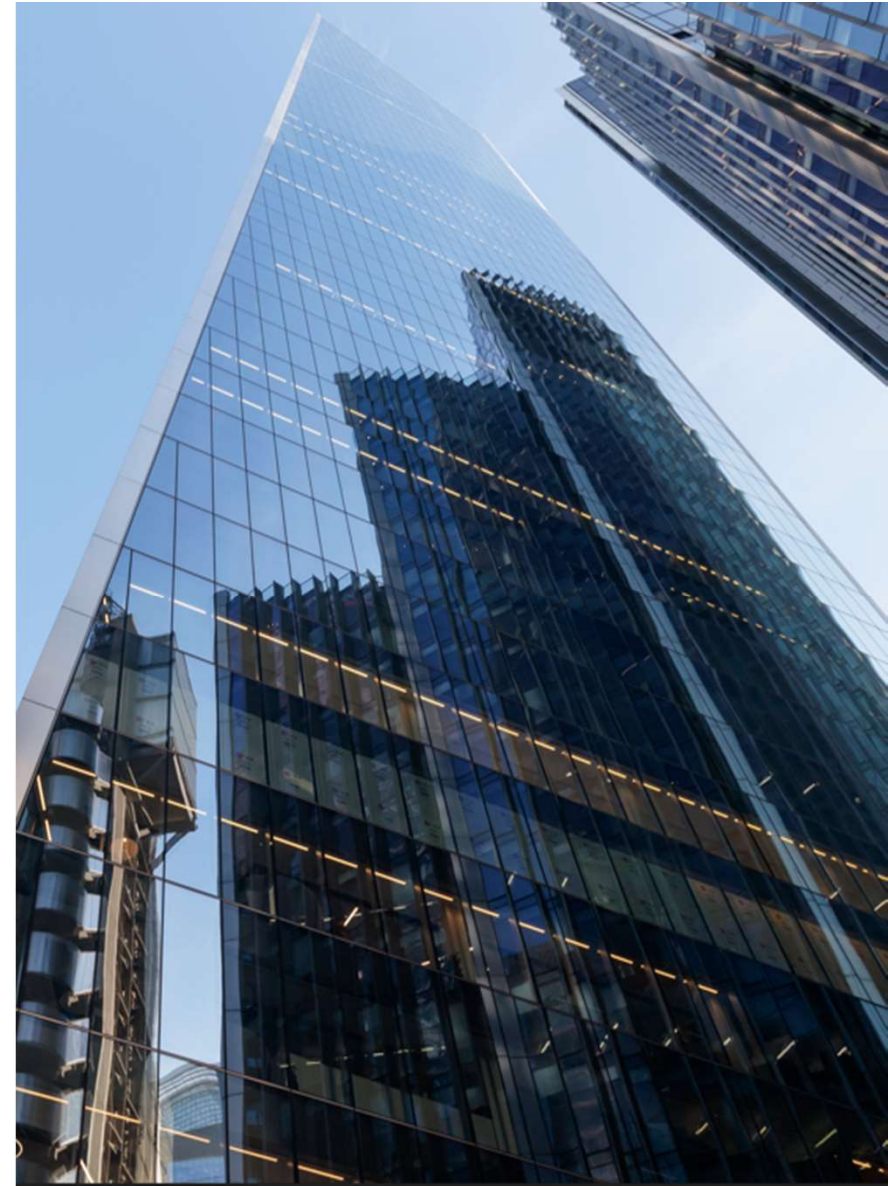
- Gründe: Zunehmende Ablehnungen zum Vergütungssystem (-6,6%) und zum Vergütungsbericht (-7,7%)

- Zustimmungen 2022 zu System und Bericht etwa gleich hoch (in DE hat Bericht ca. 5% weniger Zustimmung).

- Zustimmungen zur AR-Vergütung und zu LTIPs bleiben nahezu unverändert.

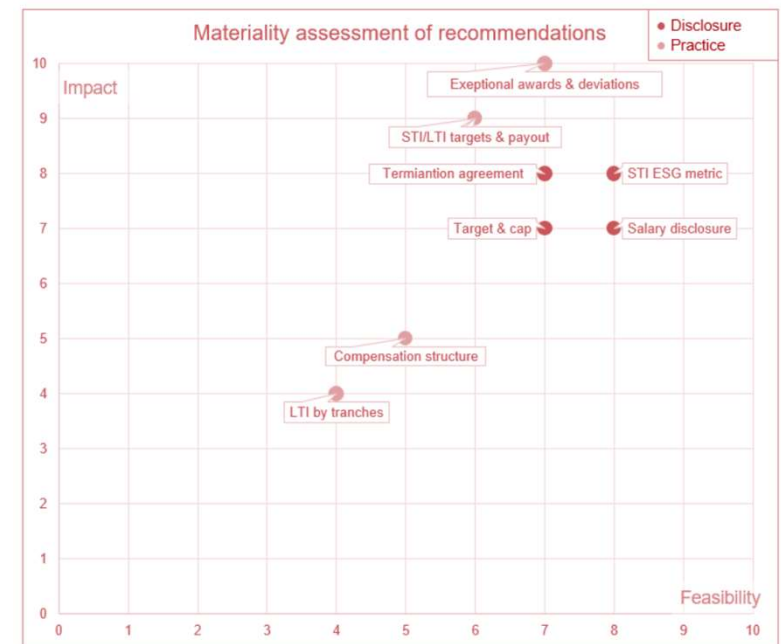
## Hauptkritikpunkte von Investoren

- **Fehlende Transparenz** wohl wesentlicher Punkt, warum der Vergütungsbericht häufiger abgelehnt wird als das System.
  - Erwartung einer detaillierten Beschreibung, wie das Vergütungssystem im abgelaufenen Jahr angewandt wurde, einschl. konkreter Zielerreichungen
- **Inhaltliche Kritikpunkte** an den Vergütungsberichten:
  - Unzureichende, wenig anspruchsvolle Performance-Kriterien in der variablen Vergütung (z.B. Auszahlung unter Median-Performance)
  - Nicht ausreichende Verbindung von Pay und Performance
  - Diskretionäre Sonder- und Einmalzahlungen
  - Struktur, bzw. Übergewicht der variablen Vergütungbestandteile
  - Höhe der Vergütung, einschließlich Altersversorgung
  - Fehlen von Share Ownership Guidelines und Clawbacks/ Malus
- Aber: Höhere Zustimmungsquoten in Märkten mit einer längeren “Say-on-Pay-Tradition” (CH, FR, UK).



# Wie kann man Investoren überzeugen und die Zustimmung erhöhen?

- Erwartungen von Investoren und Stimmrechtsberatern steigen, Kritikpunkten sollte daher begegnet werden:
  - durch transparente, strukturierte und verständliche Darstellung und Ausweisung von Vergütungsbestandteilen und Zahlen
  - durch eine klar erkennbare Verbindung von Zielerreichungen und Auszahlungshöhen (“Pay-for-Performance”)
  - durch Vermeidung sog. “red flags” (wie z.B. Sonderzahlungen) sowie einer exzessiven, nicht marktgerechten Vergütung
- Probleme erkennen und Prioritäten setzen:
  - Was ist bei bestehenden Vergütungssystemen machbar?
  - Wie groß ist der Aufwand einzelner Anpassungen?
  - Wie hoch sind die Auswirkungen für eine HV-Abstimmung, welche Veränderungen sind erfolgsversprechend (“low-hanging fruits”)?
- Richtlinien und (historisches) Abstimmungsverhalten von institutionellen Investoren kennen und analysieren, ebenso die Policies von ISS und Glass Lewis.
- Performance-Kriterien von STI und LTI hinterfragen.
- Vergütungshöhen mit Vergleichsunternehmen messen.



## Say-on-Pay – gekommen, um zu bleiben!

- Abstimmungen zur Vergütung oft Ausdruck von Unzufriedenheit bei Investoren – und das Ende “sozialistischer” HV-Ergebnisse.
- **Die Anforderungen** an die Unternehmen **steigen** Jahr für Jahr – Best Practice von heute wird Mindeststandard von morgen sein.
- **Hohe Zustimmungen** zum Vergütungssystem und -bericht sind **kein Garant für zukünftige HVen**, sofern System und Bericht nicht jährlich hinterfragt und nachgebessert werden.
- **Wichtig bleibt** bei Say-on-Pay und anderen HV-Themen der **Austausch**, den Investoren oft mit Vorstand und Aufsichtsrat suchen – Unternehmen sollten offen dafür sein und bleiben.
- Verschließen sich Vorstand und Aufsichtsrat dem Dialog mit ihren Aktionären, kann ein Unternehmen **Gefahr** laufen, **dass einzelne Investoren ein Mitspracherecht erzwingen**, z.B. durch:
  - Ablehnung von Vergütungspunkten, Kapitalmaßnahmen oder M&A
  - Abwahl- und Alternativvorschläge von AR-Mitgliedern (“proxy fight”)
  - Aktionärsanträge zu M&A, Herauslösung von Unternehmenseiten, ESG



# Shareholder Activism - das offensivste Mittel der Mitsprache von Investoren

- Anzahl der Unternehmen, die 2022 weltweit Ziel **aktivistischer Aktionen** waren, **stieg um 6 Prozent** zu 2021, blieb aber niedriger als 2016–2020.
- **Governance-bezogene Themen**, insbesondere die Wahl und Abwahl für den Board of Directors, aber auch Vergütung **klar bestimmend**; “E”- und “S”-Themen stark ansteigend (global und weitestgehend auch in Europa).
- USA und Japan am meisten von Activism betroffen, **Österreich in den Top 15** (gleichauf mit der Schweiz)
- Weltweit sind große Unternehmen am meisten betroffen (32 Prozent), in Europa dagegen keine sehr großen Unterschiede zwischen Large, Mid und Small Caps.
- In nur 9 Fällen haben sich Unternehmen und Aktivisten vor Proxy Fights in Europa einigen können (18 in 2021) – 24 Board-Mandate haben Aktivisten in Europa in Proxy Fights gewinnen können (19 in 2021).

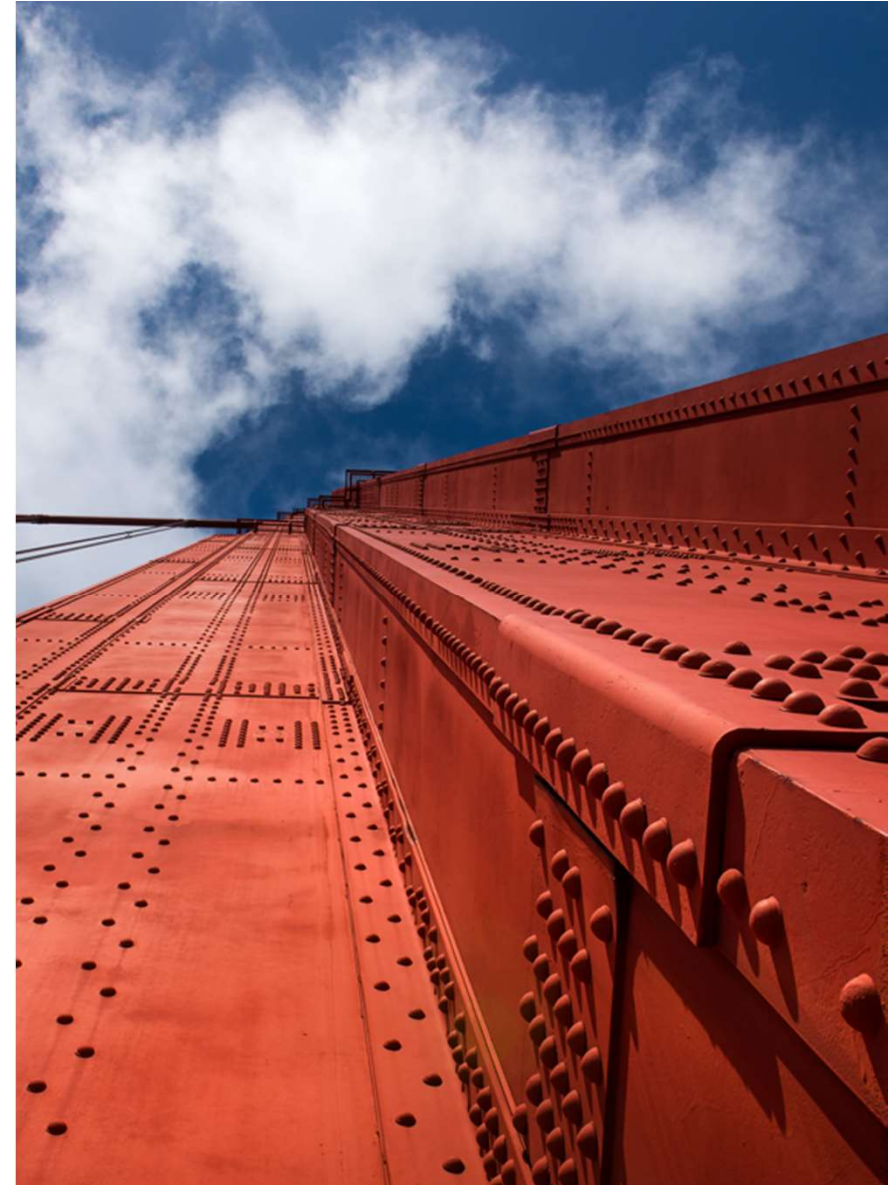
ACTIVIST TARGETS							
NUMBER OF COMPANIES PUBLICLY SUBJECTED TO ACTIVIST DEMANDS BY HQ AND TIME PERIOD.							
	FULL YEAR						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
US	659	583	571	559	501	462	511
JAPAN	24	41	55	68	67	66	107
AUSTRALIA	65	66	82	81	72	69	61
CANADA	71	61	83	63	56	45	53
KOREA, REPUBLIC OF	5	3	16	8	10	27	47
UK	39	37	54	56	41	47	42
GERMANY	38	35	40	41	60	44	32

EUROPE ACTIVIST TARGETS BY MARKET CAP							
MARKET CAP BREAKDOWN OF EUROPE-BASED COMPANIES PUBLICLY SUBJECTED TO ACTIVIST DEMANDS BY TIME PERIOD.							
	FULL YEAR						
MARKET CAP	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LARGE CAP (> \$10B)	19%	19%	21%	21%	26%	24%	27%
MID CAP (\$2B - \$10B)	22%	24%	19%	22%	22%	25%	22%
SMALL CAP (\$250M - \$2B)	30%	27%	28%	24%	25%	22%	25%
MICRO CAP (\$50M - \$250M)	13%	16%	13%	19%	15%	16%	11%
NANO CAP (< \$50M)	16%	14%	20%	15%	12%	12%	15%

\*Tabellen aus dem insightia-Report “Shareholder Activism in 2022” entnommen.

## Wie einem aktivistischen Angriff vorbeugen?

- Das **Corporate Governance System** sowie das gesamte ESG-Profil von vornherein **stärken**, um widerstandsfähig gegen aktivistische Angriffe zu sein.
- Zusammensetzung, Qualifikation und Unabhängigkeit des **Aufsichtsrats** und seiner Ausschüsse kontinuierlich bewerten sowie auf angemessenen **Vergütungsrahmen** für den Vorstand achten, um potenzielle Angriffspunkte zu reduzieren und Führungsgremien zu schützen.
- Die **eigenen Investoren kennen**, sich deren Perspektiven öffnen und im ständigen Dialog mit ihnen bleiben, um im Fall der Fälle solche Investoren identifizieren zu können, die bereit sind, das Unternehmen gegen aktivistische Aktionäre zu unterstützen.
- **Die aktivistischen Investoren** und ihre Taktiken ebenso **kennen**, sich Profile von ihnen erstellen, um auf mögliche Eskalationen effektiv reagieren zu können.
- **Sich schon jetzt** auf mögliche Angriffe mit einer überzeugenden Strategie, Governance und (idealerweise) finanziellen Erfolgen **vorbereiten**, dabei aber nur objektive Fakten verwenden, um keine Angriffsflächen zu bieten.



## Was sollte man dagegen vermeiden?

- **Sich auf bestehende** Corporate Governance-Strukturen und **Systeme verlassen**, die in der Vergangenheit möglicherweise gut funktioniert haben – das muss nicht zwingend für die Zukunft gelten, denn Aktivisten könnten sich darauf eingestellt haben und Schwachstellen ausspielen.
- Die **Bedeutung robuster Beziehungen** zu Schlüsselaktionären (und Stimmrechtsberatern) **unterschätzen** – deren Einfluss kann alles verändern.
- **Social Media komplett ausblenden** (Twitter, LinkedIn, etc.) – denn nicht nur wächst die Bedeutung dieser Medien, aus ihnen können auch erste Warnungen erlesen werden.
- **Aktivisten grundsätzlich als “schlecht”** für das Unternehmen **bezeichnen** – das könnten viele Investoren anders sehen, denn in den meisten Fällen führen aktivistische Kampagnen mittel- und langfristig zu Steigerungen beim Aktienkurs.
- Sich Alternativen verschlossen zeigen und weigern, mit den Aktivisten zu sprechen sowie versuchen, **die Situation auszusitzen** – denn das wird in den meisten Fällen zu einem schlechten Ergebnis führen!



## Aktualisierungen für 2023 | ISS-Richtlinien

Thema	Policy
Climate Action 100	ISS wird 2023 empfehlen, gegen verantwortliche Direktoren von Unternehmen in Europa (einschließlich Österreich) zu stimmen, die auf der Zielliste der Climate Action 100+ Focus Group stehen, sofern sie Ziele zur Reduzierung des CO <sub>2</sub> -Verbrauchs nicht überzeugend dargelegt haben.
Ungleiche Stimmrechte	Ab <b>Februar 2024</b> wird ISS bei Unternehmen im Streubesitz, die eine Aktienstruktur mit ungleichen Stimmrechten haben, Empfehlungen gegen Direktoren oder die Entlastung von Direktoren abgeben.*
Virtuelle Hauptversammlungen	In Deutschland hat ISS damit begonnen, Vorschläge zur Änderung der Satzung zu unterbreiten, die es Unternehmen ermöglichen, für einen Zeitraum von maximal zwei Jahren ausschließlich virtuelle Versammlungen abzuhalten. Das steht jedoch im Zusammenhang mit der viel klareren Rechtslage in Deutschland, die einen starken Schutz der Aktionärsrechte bei virtuellen Hauptversammlungen kodifiziert hat.

\*Es gibt einige Ausnahmen in der Policy: neu börsennotierte Unternehmen (maximal sieben Jahre nach dem Börsengang), Situationen, in denen die Verzerrung zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Besitz 10 % nicht übersteigt, oder Situationen, in denen das Unternehmen einen ausreichenden Schutz für Minderheitsaktionäre sicherstellt.

# Aktualisierungen für 2023 | Glass Lewis-Richtlinien

Thema	Policy
Klassifizierter Aufsichtsrat und Dauer der Amtszeit	Wenn ein im ATX notiertes Unternehmen die Wahl des Aufsichtsrats für eine fünfjährige Amtszeit vorschlägt, ohne dies zwingend zu begründen, wird Glass Lewis empfehlen, gegen die Wiederwahl des Vorsitzenden des Nominierungsausschusses zu stimmen. Bei allen anderen Unternehmen unterhalb des ATX sind sie weniger kritisch: Glass Lewis <b>könnte</b> den Aktionären empfehlen, gegen die Wiederwahl des Vorsitzenden des Nominierungsausschusses zu stimmen, wenn Glass Lewis weitere Bedenken hinsichtlich der Zusammensetzung oder Leistung des Nominierungsausschusses hat.
Offenlegung der Abstimmungsergebnisse	In Übereinstimmung mit den Richtlinien für Kontinentaleuropa fordert Glass Lewis ab 2023 Abstimmungsergebnisse früherer Hauptversammlungen offenzulegen. Wenn die Ergebnisse bei ATX-Unternehmen nicht offengelegt werden, wird Glass Lewis gegen die Wiederwahl des Vorsitzenden des Governance-Ausschusses (oder eines gleichwertigen Gremiums) empfehlen.
Overboarding	Glass Lewis hat seine Overboarding-Methode aktualisiert, indem es eine Unterscheidung eingeführt hat zwischen vollwertigen exekutiven Mandaten und solchen, bei denen der Direktor ein „exekutives Mitglied des Vorstands“ ist. Geschäftsführende Direktoren mit zusätzlichen Aufgaben in der Geschäftsleitung dürfen nur noch ein zusätzliches externes Vorstandsmandat wahrnehmen. Exekutivmitglieder des Vorstandes ohne zusätzliche Aufgaben (z. B. ein Executive Chair ohne CEO-Aufgaben) dürfen wie bisher zwei externe Mandate wahrnehmen.
Climate Accountability	Ab 2023 wird von Unternehmen, die als „materially exposed“ in Bezug auf Klimarisiken identifiziert wurden, erwartet, dass sie "klare und umfassende" an der TCFD orientierte Angaben zu Klimarisiken offenlegen. Für Unternehmen, die diese Offenlegung nicht vornehmen, könnte Glass Lewis die Ablehnung von Vorstandsmitgliedern (entweder den Vorsitzenden des betreffenden Ausschusses oder den Vorstandsvorsitzenden) empfehlen. Glass Lewis macht keine genauen Angaben zum Kreis der Unternehmen, die im Rahmen dieser neuen Policy ins Visier genommen werden sollen. Es erwähnt jedoch die Verwendung von Listen wie Climate Action 100+ als Maßstab für die Bewertung der erhöhten Risiken.

## Aktualisierungen für 2023 | BVI- / IVOX-Richtlinien

Thema	Policy
Virtuelle Hauptversammlungen	Hinsichtlich der Änderung der Satzung, um virtuelle Hauptversammlungen zuzulassen, stellt der BVI fest, dass er diese Änderungen als akzeptabel ansieht, solange sie nicht länger als <b>zwei Jahre gelten</b> und die Bedingungen, unter denen die Geschäftsführung von der Befugnis Gebrauch machen wird, klar aufgeführt sind. Generell halten die Richtlinien eine Beschränkung der maximalen Anzahl von Fragen der Aktionäre vor einer Hauptversammlung für inakzeptabel und versuchen zu gewährleisten, dass Fragen zu Tagesordnungspunkten während der Hauptversammlung möglich sind.
Nachhaltige Corporate Governance	Im Rahmen der Reform des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) hat sich IVOX verpflichtet, auf die Nachhaltigkeitskompetenz im Aufsichtsrat zu achten. Die Sanktionen für fehlende Nachhaltigkeit werden ganzheitlich bewertet, können aber sowohl die Wahl als auch die Entlastung betreffen. Auch das Fehlen von ESG-Zielen in der Vergütung sowie das Fehlen einer nachhaltigen Berichterstattung werden kritisch gesehen. Schließlich erwartet der BVI von den Unternehmen, dass sie die neue Qualifikationsmatrix des DCGK für Aufsichtsratswahlen einhalten. Kandidaten, die diese Qualifikationsanforderungen nicht erfüllen, werden kritisch betrachtet.

\*Obwohl die BVI- / IVOX nicht Österreich-spezifisch sind, beeinflussen sie das Abstimmungsverhalten vieler deutscher Investoren.

# ESG bleibt in jedem Fall im Fokus

- **ESG wird wichtiger auf vielen Hauptversammlungen**, etwa durch Einforderung von Investoren, ESG-Kompetenzen im Aufsichtsrat zu belegen (z.B. im Rahmen einer Kompetenzmatrix).
- ESG-Kriterien im Vergütungssystem werden erwartet – **Vergütung** könnte noch stärker **Teil der ESG-/Nachhaltigkeitsdebatte** werden und Vergütungshöhen somit per se auf dem Prüfstand stehen.
- Was sind **Gründe und Treiber** für die Bedeutung von ESG?
  - Nachfrage: Immer mehr Investoren erkennen die Bedeutung von Nachhaltigkeit
  - Gesellschaft: Weltweites Umweltbewusstsein steigt, Unternehmen erkennen das
  - Regulatorik: EU-Kommission will Klimaschutz und Nachhaltigkeit verstärkt regeln
  - Politische Initiativen: EU Green Deal (Europa) oder Inflation Reduction Act (USA)
- Österreichischer Corporate Governance Kodex mit Änderung 2023:

## Artikel

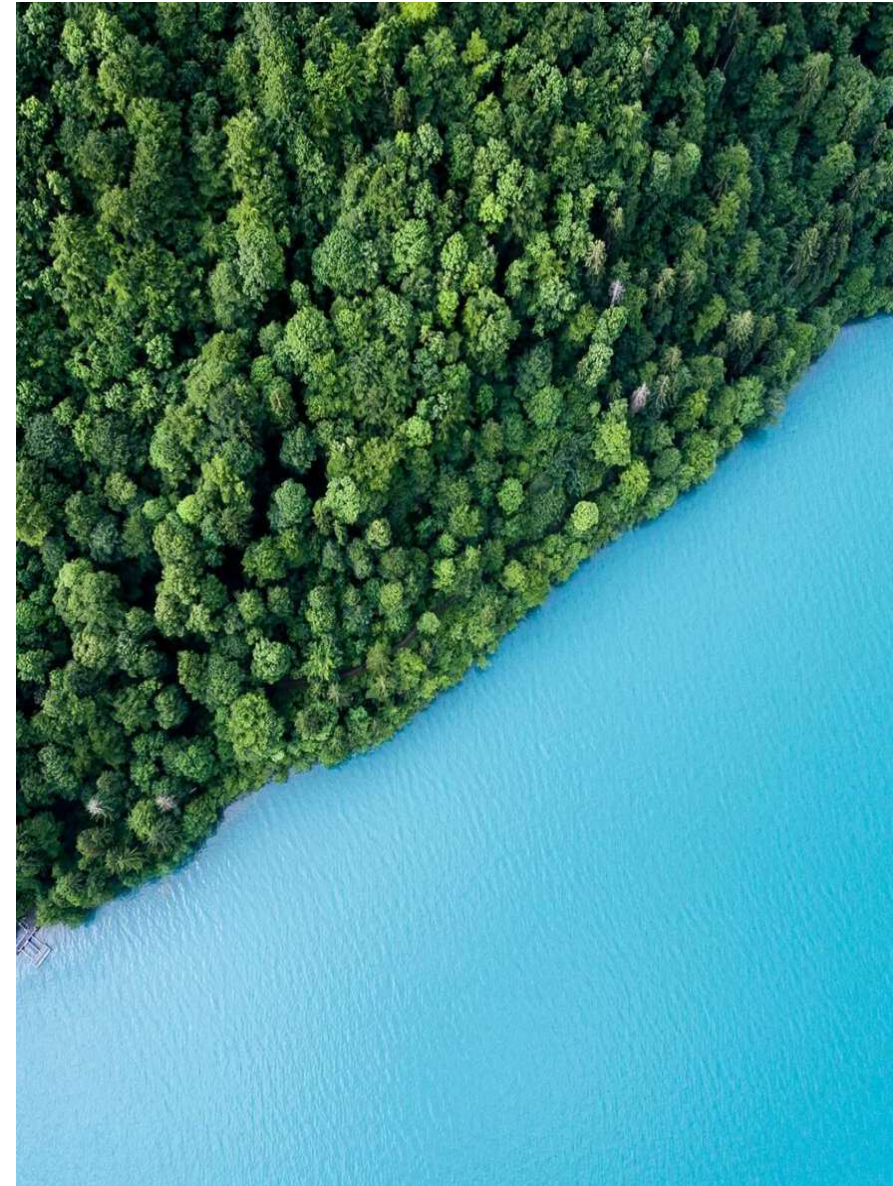
## Text

16a

*Der Vorstand bezieht bei der Entwicklung und Umsetzung der Unternehmens- C Strategie Aspekte der Nachhaltigkeit und damit verbundene Chancen und Risiken in Bezug auf Umwelt, soziale Belange und Corporate Governance mit ein."*

**S&P Global**

Market Intelligence



# Say-on-Climature auf dem Vormarsch in Europa – und in Österreich?

## Die Lage in Europa

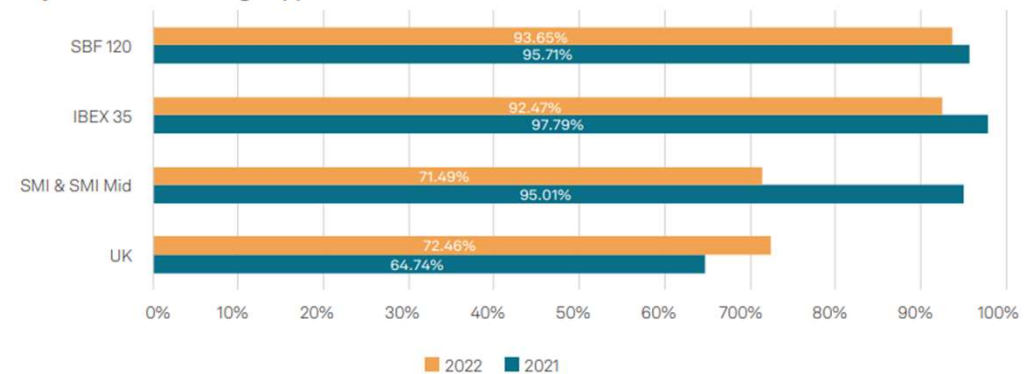
- 30 Beschlüsse in vier Märkten in 2022 (FR, ES, CH, UK) – Verdopplung zu 2021.
- Zustimmung nimmt jedoch ab (außer UK) – die Erwartungen der Investoren steigen.
  - Durchschnittliche Ablehnung des Free-Floats 2022 bei 19,4% verglichen mit 4,7% in 2021 (2022 ISS Voting Results Report)

## Rechtslage in Österreich

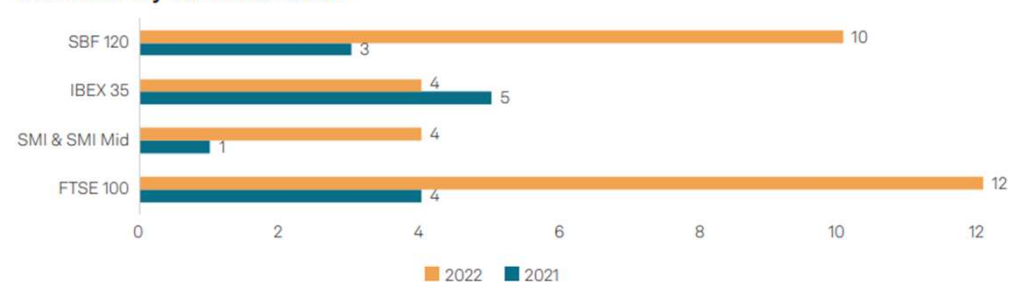
- Say-on-Climature-Beschluss kann aktienrechtlich nicht erzwungen werden.
- Vorstand kann der HV freiwillig das Konzept des Unternehmens zum Klimaschutz zur unverbindlichen Billigung vorlegen.
- Einen Say-on-Climature-Beschluss hat es in Österreich bislang nicht gegeben – aber wird das auch so bleiben?

## Say-on-Climature Resolutions – Europe

Say-on-Climature Average Approval Rates

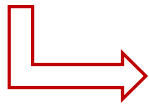


Number of say-on-climate items



## Worum geht es bei Say-on-Climate?

Schritt 1 – Unternehmen erarbeiten einen Climate Transition Plan, der kurz-, mittel- und langfristige Ziele durch Reduzierung eigener Emissionen, einschließlich geplantem Zeitrahmen, avisierten Maßnahmen und voraussichtlicher Kosten beschreibt.



Schritt 2 – Über den Stand der Umsetzung dieses Plans – ggf. mit Anpassungen – wird jährlich berichtet.



Schritt 3 – Plan und Bericht werden der Hauptversammlung zur Billigung vorgelegt (unverbindlicher Say-on-Climate-Beschluss, ähnlich Say-on-Pay).

- Einige namhafte Unternehmen haben bereits einen Say-on-Climate-Beschluss herbeigeführt, u.a. Unilever, Royal Dutch Shell, Glencore, Rio Tinto, Nestlé, Total Energies, LafargeHolcim und UBS.
- Say-on-Climate-Initiative bestehend aus 54 institutionellen Investoren, Stimmrechtsberatern, NGOs und weiteren Marktteilnehmern fordert von allen Unternehmen:
  - Die jährlichen Emissionen offenzulegen
  - Einen Plan zur Klimaneutralität zu erarbeiten
  - Den Investoren die Möglichkeit zu geben, über die Fortschritte beim Klimaschutz jährlich abzustimmen
- Die Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) mit über 375 Mitgliedern (überwiegend Asset Manager aus Europa) arbeitet mit EU-Institutionen und Mitgliedsstaaten zusammen und verfolgt ähnliche Ziele.

## Was ist bei Say-on-Climate zu beachten?

- Die Klimadebatte wird früher oder später auch die österreichischen Hauptversammlungen erreichen.
- Unternehmen mit Pioniergeist in dieser Frage können erhebliche Reputationsgewinne erzielen – aber nur, wenn Say-on-Climate gut vorbereitet und mit einer überzeugenden Strategie versehen ist.

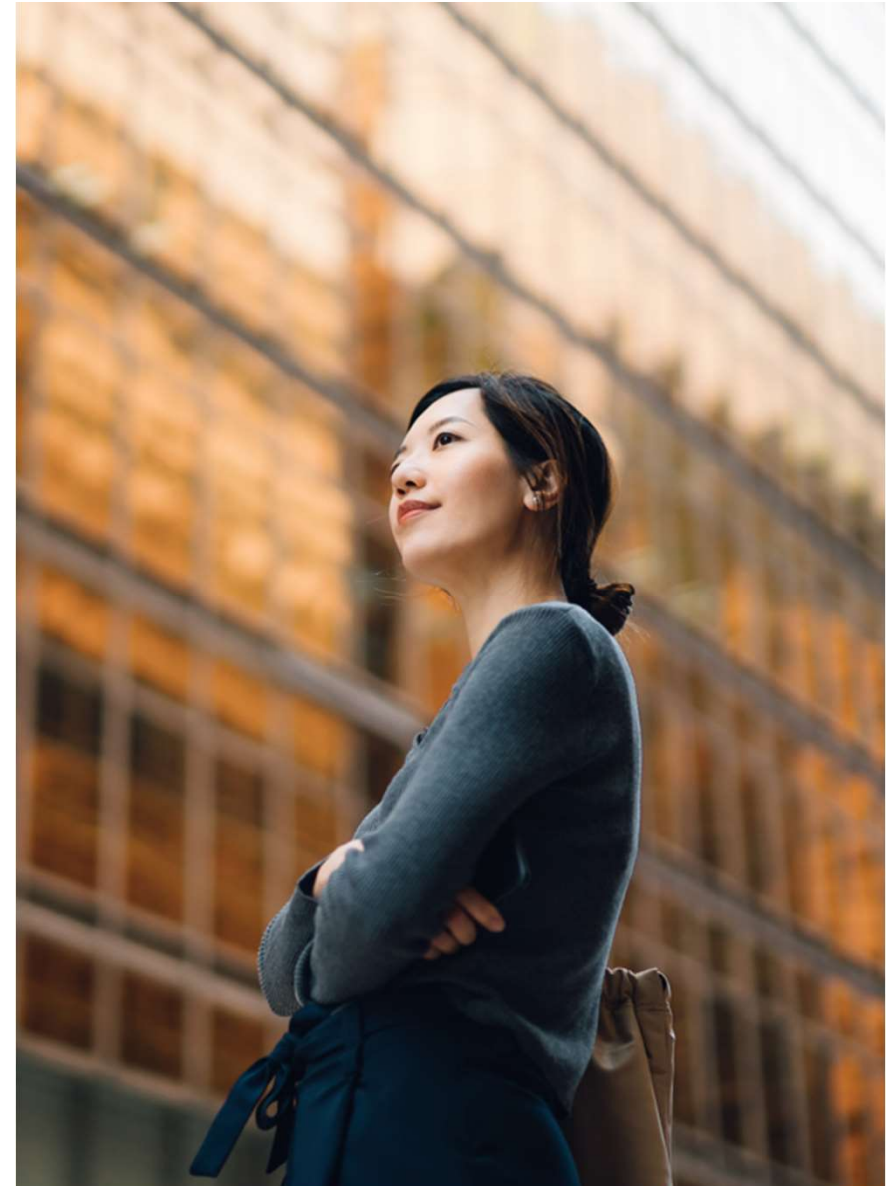
1. CO2-Fußabdruck quantifizieren (Scope 1/ 2/ 3)

2. Szenario-Analyse durchführen (Transitional & Physical Risks)

3. Möglichkeiten identifizieren, Kennzahlen und Strategie festlegen

4. Mittel-/ langfristige Klimaschutzziele setzen (“Road to Net-Zero”)

5. Erfolge veröffentlichen und darüber sprechen (“Report & Engage”)



# Vielen Dank!

**Evdokia Petrakopoulou**

[evdokia.petrakopoulou@spglobal.com](mailto:evdokia.petrakopoulou@spglobal.com)

**Thomas von Oehsen**

[thomas.vonoehsen@spglobal.com](mailto:thomas.vonoehsen@spglobal.com)

## CONTACT US

**The Americas**

+1 877 863 1306

**Europe, Middle East & Africa**

+44 20 7176 1234

**Asia-Pacific**

+852 2533 3565

[www.spglobal.com/marketintelligence](http://www.spglobal.com/marketintelligence)

**S&P Global**

Market Intelligence



Copyright © 2023 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

These materials have been prepared solely for information purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Global Market Intelligence or its affiliates (collectively, S&P Global). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Global and any third-party providers, (collectively S&P Global Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Global 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 "AS IS" BASIS. S&P GLOBAL 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 Global 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 or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global Market Intelligence's opinions, quotes and credit-related and other analyses are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P Global Market Intelligence may provide index data. Direct investment in an index is not possible. Exposure to an asset class represented by an index is available through investable instruments based on that index. S&P Global Market Intelligence assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P Global Market Intelligence does not endorse companies, technologies, products, services, or solutions.

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

S&P Global may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P Global reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P Global's public ratings and analyses are made available on its websites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge) and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P Global publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).