



Pemberton Viewpoint

欧州プライベート・クレジットへの洞察

Disclaimer: This Japanese version is a true translation of the original in English for information purposes only. In case of a discrepancy, the English original will prevail.

2026年8月

コア・ミッドマーケットは欧州プライベート・クレジットにおける構造的なスイートスポットか？

データ¹に基づく欧州ミッドマーケットのセグメンテーションと、コアを支持する論拠。

本稿は、公表時点におけるPembertonの市場理解に基づいています。

はじめに

当社の前回のViewpoint『Structural drivers and recent market events create a compelling relative value opportunity in European private credit』では、欧州について、銀行の後退、米国に匹敵する規模の経済を支えながらも浸透率の低い市場、そして拡大するプライベート・エクイティのパイプラインに関して、データに基づく論拠を提示しました。

本稿は、そこから自然に導かれる問いに向き合います。欧州市場のどこで、その機会が最も魅力的なのか、という問いです。

欧州のプライベート・デット市場は、約5,500億ドル²（米国の約3分の1の規模）に達し、プライマリー・バイアウトやバイ・アンド・ビルド型を含むプライベート・エクイティ活動の活発化により、ダイレクトレンダーへのデット資本需要が拡大するなかで、引き続き裾野を広げています。

しかし、これは単一の市場ではありません。欧州のミッドマーケットは、企業がローワー、コア、アッパーのいずれに位置づけられるかをEBITDA水準で規定する、三つのセグメントに次第に分かれつつあります。普遍的な分類基準が存在しないなか、本分析の目的上、各セグメントを次のように定義します。ローワー・ミッドマーケット（EBITDA €15m未満の企業）、コア・ミッドマーケット（EBITDA €15m～€75mの企業）、そしてアッパー・ミッドマーケットおよびラージキャップ・セグメント（EBITDA €75m超）です。

本稿では各セグメントの特性を検証し、コア・ミッドマーケットこそが構造的なスイートスポットであると論じます。

ローワー・ミッドマーケットは一般に、相対的に薄く、かつ急速に縮小するスプレッド・プレミアムと引き換えに、著しく高い個別リスクおよびデフォルトリスクを伴います。アッパー・ミッドマーケットは、規模と流動性のためにスプレッドとコベナントによる保護を手放し、リターンは対照的に流動性の高い公開市場との相関を強めていきます。

銀行がミッドマーケットから概ね撤退したことで、コア・ミッドマーケットは競争が緩やかです。大規模なプライベート・クレジット運用者は、規模を伴う投資が必要なため、アッパー・ミッドマーケットおよびラージキャップ・セグメントへと引き寄せられてきました。残るダイレクトレンダーにとって、コア・ミッドマーケットの利点には、価格決定力、オーダーメイドのストラクチャー、そして財務コベナントをはじめとする構造的な保護があります。これらは、借り手による追加借入、資産売却、配当支払いの能力を制限するものです。

¹Due to very limited data availability and inconsistent segmentation, EBITDA grouping across charts varies. ²Preqin, as of H1 2025.

1. 欧州ミッドマーケットの定義

欧州ミッドマーケットに普遍的な分類法は存在しない。統計上の枠組みは従業員数と売上高に基づいて構築される。例えば、EUのSME（中小企業）の上限は従業員250名・売上高€50mであり、「ミッドキャップ」区分は従業員250名から1,500名まで、そして2025年には新たに「スモール・ミッドキャップ」区分が導入された³。

クレジット市場は異なる基準、EBITDAで区分する：それはレバレッジ、プライシング、ストラクチャーはEBITDAを基準に交渉されるからである。したがって我々はEBITDAで区分し、その境界は各市場の異なるダイナミクスを反映している：ローワー・ミッドマーケットはEBITDAが€15mまでの企業、コアは€15mから€75m、アッパーは€75m超である。図1は、これらのEBITDA区分を、より馴染みのある企業規模の指標へと橋渡しする。

図1：EBITDA帯と企業規模の対応

	ローワー・ミッドマーケット (€15m未満 EBITDA)	コア・ミッドマーケット (€15–75m)	アッパー・ミッドマーケット (€75m超)
EU統計上の区分	中小企業 / スモール・ミッドキャップ	スモール・ミッドキャップ / ミッドキャップ	ミッドキャップ / ラージキャップ
目安売上高*	~€20–120m	~€100–500m	€400m–€2bn+
従業員数の目安	~50–250	~100–2,500	~1,500–10,000+
典型的な企業プロフィール	創業者・ファミリー保有、地域密着、単一製品または単一地域に集中しがち	確立された複数拠点型、プロフェッショナル化、創業者・ファミリー保有とPE保有の混在も多い。自国外での活動がある事も	大型スポンサー支援プラットフォーム、多国籍、BSL / High Yield適格

For illustrative purposes only. *Revenue implied from typical mid-market EBITDA margins of c.15–20%; indicative ranges. Source: Pemberton and European Commission definitions as of July 2026

一つの特徴が際立つ。すなわち、その境界は曖昧になるということだ。アッパー・ミッドマーケットの売上高はラージキャップの下限と重なり、一方でローワー・ミッドマーケットの従業員数はSMEの上限と重なる。我々は、コアが三つの中で最も一貫性があり、自己完結した区分であると考える。

³ European Commission definitions: SMEs up to 250 employees and €50m turnover; statistical “mid-caps” 250–1,500 employees; a new “small mid-cap” category (up to 750 employees and €150m turnover, or a €129m balance sheet) was introduced in 2025.

2. 三つの大きく異なる市場

本スライドでは、EBITDAが€15m未満、€15m–€75m、€75m超の3つのレンディング市場セグメントを比較します。各セグメントは、それぞれ固有の借り手・貸し手・ストラクチャー・オリジネーション動態を持ち、その違いは以下の図2に示される通り、リスク調整後リターン・プロファイルに大きく反映されます。

図2：3セグメントの比較一覧

	ローワー・ミッドマーケット (<€15m EBITDA)	コア・ミッドマーケット (€15–75m)	アッパー・ミッドマーケット (>€75m)
典型的レバレッジ (unitranche)	3.5x–5.25x	4x–6x	5x–7x
典型的ローンサイズ	約€5m–€50m	約€50m–€350m	€350m+
プライシング (EURIBOR上乗せスプレッド)	475–625 bps	475–575 bps	425–550 bps
エクイティ・クッション	約50%	約50%	約45%
ドキュメンテーション	厳格、保守的	ビスポーク、保守的	緩い、HY型、cov-lite
メンテナンス・コベナンツ	ネット・レバレッジ、場合により2つ目もあり	ネット・レバレッジが標準、€50m超では約50%がcov-lite	ない場合が多く、あってもスプリング、cov-lite
貸し手の競争	地域ファンドと銀行が限定的に参加	汎欧州・グローバルファンド、銀行は概ね不在	銀行 (BSL、HY) と大型グローバルファンド
オリジネーション	リレーション主導、分断的	リレーション主導、スポンサー・アドバイザー経由	高度に仲介化、オークション型
リスク調整後リターン・プロファイル	高めのグロススプレッドだが構造保護は限定的、個別リスクが高い	魅力的なスプレッドと構造保護	スプレッドが低く保護が弱く、市場ベータ色が強い

No investment strategy or risk management technique can guarantee returns or eliminate risk in any market environment. For illustrative purposes only. Indicative ranges for sponsor-backed unitranche financings; bank-led structures typically run lower leverage and tighter documentation. Source: Based on Pemberton's understanding of the market, as of July 2026.

セグメントの主な特徴（概要）

- ローワー・ミッドマーケット**：創業者・ファミリー保有の地域企業が中心で、単一製品または単一地域への集中が見られやすい。単独レンダーまたは少数の地域ファンドによる融資が多く、銀行型の厳格な契約条件が一般的。表面上のスプレッドは最も高いが、その多くは集中リスクや個別リスクへの対価であり、構造的に優れたリターンを意味するわけではない。
- コア・ミッドマーケット**：複数拠点を持つ確立した企業が中心で、所有形態は創業者・ファミリーとPEの混在が多い。国際展開している企業も多く、主に単独または少数クラブのunitrancheで、ビスポークかつ保守的な条件が組まれる。通常はネット・レバレッジのメンテナンス・コベナンツが付される。競争相手は汎欧州および世界的なデットファンドであり、銀行との競争は限定的である。その結果、魅力的なリスク調整後スプレッドと、実効的な構造的保護が両立する。
- アッパー・ミッドマーケット**：大型スポンサー支援の多国籍企業が中心で、シンジケートunitranche、BSL、またはハイイールドで資金調達することが多い。契約条件は緩く、HY型のcov-liteが主流で、キャッシュリレーケージ保護も限定的、メンテナンス・コベナンツが存在しないことも多い。公開市場と直接競合するため、スプレッドは3セグメントで最もタイトになりやすく、リターンは市場ベータの影響を受けやすい。

3. コア・ミッドマーケットの投資妙味

3.1 競争の少なさがLP価値を支える

コアに投資する論拠は、部分的には競争水準が低いことに支えられており、その要因は複数存在する。銀行にとって、コアからの後退は主として規制に起因している。

ミッドマーケット貸出が位置する非投資適格（B／BB）ゾーンのコーポレート・エクスポージャーの保有は、バーゼルIII／IVの自己資本規則のもとでは銀行にとって重い負担となる。これは前回のViewpointで論じた銀行撤退の力学と同じものが、セグメント単位で顕在化している姿である。一方、ローワー・エンドでの貸出は相対的に優遇されており、EUのSMEサポート・ファクターは、売上高€50m未満の企業向けエクスポージャーに対する所要資本を約4分の1減額する。この優遇は、欧州各国の公的マニフェスト銀行や国家保証スキームによってさらに強化されている⁴。

他方、大型ダイレクトレンディング・ファンドは大規模な資金投下を必要とするため、アッパー・ミッドマーケットにおける€400m超のファイナンスに集中する傾向がある。これに対し、コア・ミッドマーケットに特化した欧州ファンドは、単独レンダーまたはマジョリティ・レンダーの地位を維持するために、単一取引をおおむね€300m程度で上限を設ける傾向にある。その結果、貸し手層は狭くなる。欧州のダイレクトレンディングは既に、件数ベースで上位5社が47%を占める集中市場である⁵。銀行が経済合理性の観点から競争しえず、大型ファンドも重点を置かないコアの領域では、€50m～€300mのファイナンスをリードできる貸し手の数はさらに少ない。

LPIにとっては、この競争の希少性がそのまま価値に転換される。スプレッドを支える価格決定力を裏付け、テラーメイドの取引を組成する余地を生み、メンテナンス・コベナントを含めたより厚い保護を可能にする。効果は条件面にとどまらない。単独レンダーまたはマジョリティ・レンダーが企業と直接交渉することで、通常、経営陣や情報へのアクセスも良好となる。これらの優位性により、クレジットに注意が必要になった局面でも、より優れたコントロールと早期の介入が可能となる。

3.2 実効性のあるコベナントとその重要性

コベナント保護は実在するが、明確なしきい値以下に集中している。EBITDA €50m未満の発行体では、ネット・レバレッジのメンテナンス・コベナントが依然として標準であり、cov-liteは少数派にとどまる。€50mを超えると状況は大きく変わり、およそ半数の取引がcov-liteとなり（図3）、アッパー・ミッドマーケットではcov-liteが標準となる。すなわちコベナント保護は案件規模の拡大とともに段階的に低下し、コア領域の下半分が最も確実に保護が残る領域である。

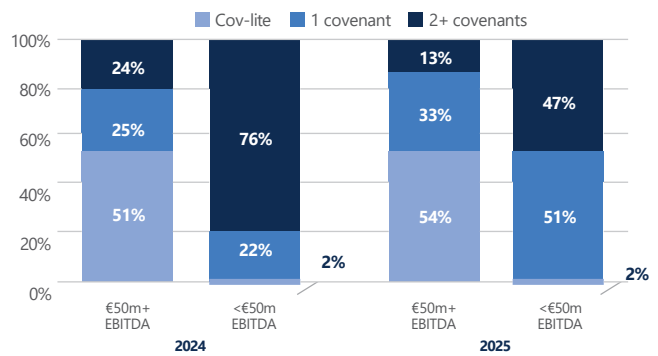
コベナントは単なる文書上の形式ではなく、企業価値がまだ保たれている段階でレンダーが早期に関与するための仕組みである。コベナント状況別のダイレクトレンディングの回収データは大規模には公開されていないため、最良の証拠は比較可能なcov-lite文書を採用しているアッパー・ミッドマーケットにおける格付け付き広域シンジケートローン市場から得られ、これをダイレクトレンディングにおけるコベナント低下の意味の代理指標と捉える。この基準では、S&P Global Ratingsは2010～2023年のfirst-lien cov-lite term loansがコベナント付き対比で平均約11ポイント低い回収率であったとし⁶、Moody'sの2023年～2025年上期のデフォルト案件では、first-lienの平均回収率はcov-lite 57%に対しコベナント付き66%であった。⁷ダイレクトレンディングへの含意は明快であり、メンテナンス・コベナントが残る市場ではこの回収率差がLPIに直接帰属する。

⁴Article 501 CRR: capital requirements on qualifying exposures to SMEs (annual turnover up to €50m) are reduced by a factor of 0.7619 up to €2.5m of exposure and 0.85 thereafter. In the UK, a broadly equivalent SME lending adjustment applies under the PRA's Basel 3.1 framework. Sub-investment-grade corporate and leveraged exposures carry materially higher risk weights under Basel III/IV. ⁵Houlihan Lokey, FY 2025. ⁶S&P Global Ratings, rated US first-lien term loans, 2010–September 2023 (discounted recovery basis): cov-lite first-lien term loans recovered on average c11 percentage points less than covenanted equivalents. ⁷Moody's Ratings, rated first-lien loans, defaults 2023–H1 2025.

データが示すコベナントの価値：ダイレクトレンディングの代理指標としてのBSL市場の回収率

- コベナント付きローンと比べ、コベナント・ライトの第一順位ローンの回収率は約11パーセント低い（S&P Global Ratings、格付対象の米国第一順位ターム・ローン、2010～2023年）⁸
- 57%対66%：コベナント・ライトとコベナント付きローンの第一順位平均回収率（Moody's、2023～2025年上期のデフォルト）⁹
- 欧州のコア市場では、EBITDA €50m超の取引の約半数がコベナント・ライト。€50m未満ではメンテナンス・コベナントが依然として標準¹⁰

図3：非公開発行体の規模別コベナント本数



Issuers below €50m of EBITDA overwhelmingly retain maintenance covenants, while cov-lite dominates above €50m. Protection erodes as deals get larger. For illustrative purposes only. Source: KBRA DLD, data as of 2024 and H1 2025.

3.3 レジリエントで、成長性があり、スポンサーバック

コアの企業は、ローワー・ミッドマーケットの企業と比べてよりレジリエントであり、貸し手にとってはレジリエンスが成長ペース以上に重要となることが多い。この違いは、ストレスのかかった2025年の環境で明確に表れた。より大きな目の中核ミッドマーケットのスポンサーバック企業（EBITDA €30m超）の事業価値は年間で5.8%成長した一方、小型企業（EBITDA €5m～€30m）はわずかに減少し、-0.1%となった。¹¹ 長期で見ると、小型企業はベースが小さいことから期待されるとおり、やや高い成長を示している。しかしクレジット・リターンを決めるのは平均成長率ではなく、景気サイクルを通じた収益の安定性である。ここで鍵となるのが規模である。すなわち、より広範な製品・顧客の多様化、より層の厚い経営陣、そしてマクロショックに対するより高い耐性である。

その耐久性の背景にはメカニズムがある。コアは、プライベートエクイティ・スポンサーによるオーナーシップが増しており、そのバリュークリエーションのプレイブック（国際化、M&A主導のバイ・アンド・ビルド、オペレーションおよびガバナンスの改善）は、貸出期間を通じて貸し手を保護する規模と多様化を積極的に強化する。したがってリターンは、ファイナンスエンジニアリングよりもむしろ利益の成長から生まれる傾向がある。エグジット・オプションリティもこの点を補強する。ミッドマーケット企業は、IPOに頼らずとも、通常はストラテジック・バイヤーや他のスポンサーへ売却可能であり、負債の返済も既存レンダー若しくは新規レンダーからのリファイナンス等、市場環境への依存度が低い。

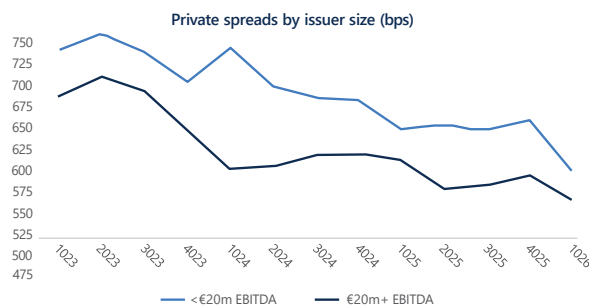
⁸ S&P Global Ratings, rated US first-lien term loans, 2010–September 2023 (discounted recovery basis); cov-lite first-lien term loans recovered on average c.11 percentage points less than covenanted equivalents. ⁹ Moody's Ratings, rated first-lien loans, defaults 2023–H1 2025. ¹⁰ KBRA DLD, data as of 2024 and H1 2025. ¹¹ Lincoln International, European Private Market Index, Q4 2025. Enterprise-value growth in local currency; small and large defined as EBITDA of €5–30m and >€30m respectively; the larger bucket blends the core and upper segments. Since inception, smaller companies have exhibited faster EV growth (CAGR of 10.2% vs 8.7%); the 2025 differential reflects resilience under macroeconomic stress.

4. ローワー・ミッドマーケット：より高いリスク・プロファイルに対して急速に縮小するリスク・プレミアム

ローワー・ミッドマーケットに分散投資する動機は、主により高いスプレッドである。ユニットランシェにおいて、そのプレミアムは存在するものの限定的で、概ね475～625bps対コアの475～575bps、すなわち中間値で約25bpsに過ぎず、両セグメントは同じ下限を共有している。しかしこのスプレッド・プレミアムは最も速く縮小している。直近の期間で、ローワー・ミッドマーケットのスプレッドは約61bps縮小したのに対し、EBITDA €20m超のセグメントの縮小は約30bpsにとどまった。ポンド建て利回りはデータセット上で初めて10%を下回り、ユーロ建て利回りも低下傾向を続けている。¹²

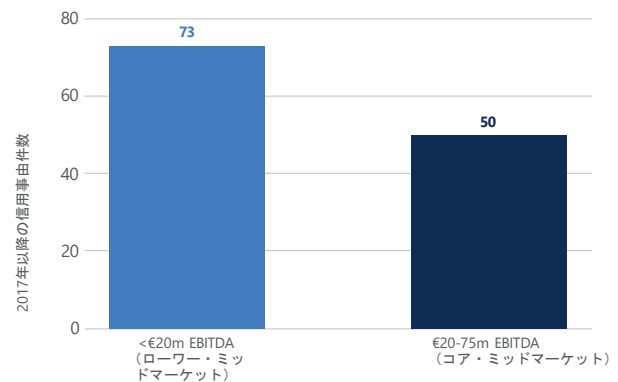
この縮小するプレミアムに対して、リスクプロファイルは実質的により高い。クレジットイベントは小型企業に集中しており、EBITDA €20m未満の企業は2017年以降に記録された全クレジットイベントの半数近くを占めている（図5）。¹³ 同じパターンはデフォルトデータにも表れている。欧州市場のデータが存在しないため、米国のローワー・ミッドマーケット・ローンに参照するが、これはダイレクトレンディング市場全体の約2倍のノン・アクルアル・レートを示している（図6）。¹⁴ さらに単一製品や単一地域への集中が重なることで、ローワー・ミッドマーケットは実質的にはるかに高いリスクに対して、わずかに高いスプレッドしか提供していないことになる。

図4：発行体規模別プライベート・スプレッド (bps)



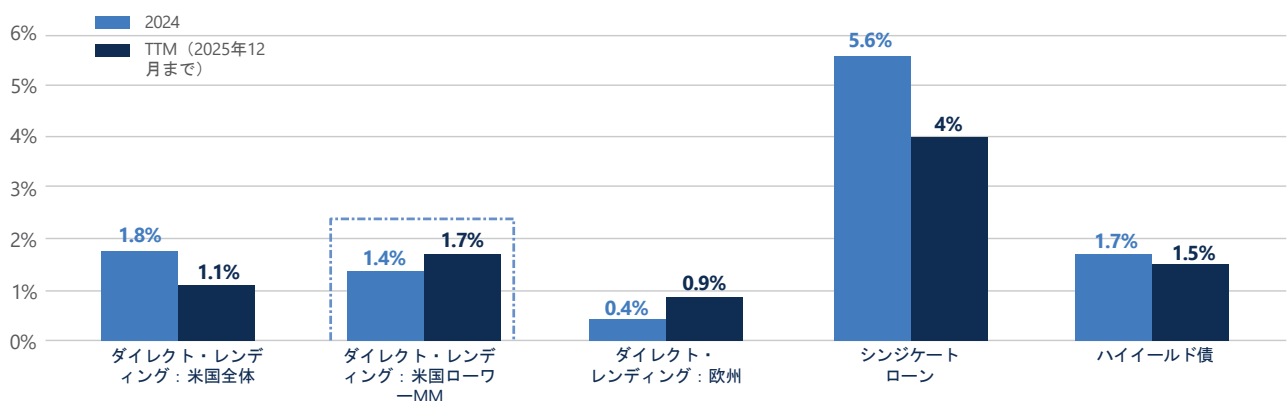
Sub-€20m issuers consistently price wider than the €20m-plus segment, but the premium has compressed since 2023 and both have trended lower. For illustrative purposes only. Source: KBRA DLD, data as of Q1 2026.

図5：企業規模別の信用事由



Companies below €20m of EBITDA account for close to half of all credit events since 2017 — far more than larger size bands. Chart restricted to covenanted segments: the largely cov-lite >€75m band is excluded, as fewer credit events are recorded where maintenance covenants are absent. For illustrative purposes only. Source: Goldman Sachs, Taking the Keys Report, March 2026.

図6：ボリューム別のデフォルト率と予測



US lower-mid-market direct lending is forecast to default at c.3% in 2025, above the US average; European direct lending remains the lowest of the cohort. For illustrative purposes only. Source: KBRA DLD Research, data as of December 2025.

¹² KBRA DLD Research. First-lien term loans only; unitranche defined as leverage above 4.0x for an all-senior structure; lower mid-market defined as <€20m EBITDA. ¹³ Credit-event data: Debtwire, KBRA, Octus, 9fin, LCD (credit events since 2017). The comparison is restricted to size bands where maintenance covenants are standard; the largely cov-lite segment above €75m of EBITDA is excluded, as fewer credit events are recorded by definition where covenants are absent. ¹⁴ KBRA DLD, Lower Middle Market Index, April 2025: non-accruals of 3.2% on a cost basis versus 1.6% for the broader direct lending index. US data used as a directional proxy for Europe.



5. アッパー・ミッドマーケット：リターンが乏しすぎるのか？

ローワー・ミッドマーケットが投資家に過剰なリスクを求めるのだとすれば、アッパー・ミッドマーケットは過小なリターンを受け入れるよう求めていると言える。スプレッドは3セグメントの中で最もタイトで、概ね425～550bpsにとどまる。他方、規模をクレジット品質と混同すべきではない。これらは依然として非投資適格の借り手であり、レバレッジは5.25～7.0倍と3セグメントの中で最も高く、市場で最も緩やかなcov-liteドキュメンテーションを伴っている。3.2節で定量化した回収率の差は、まさにこの母集団から導かれたものであり、クレジットが悪化した際に、その緩さが払う代償である。

アッパー・エンドはまた、パブリック市場と直接競合している。欧州のシンジケート・ローンおよびハイイールド市場がラリーするなかで、スポンサーバックの借り手は、より高コストのユニットランシェをより低コストのパブリック市場デットでリファイナンスし始めた。¹⁵ 現在では、大型スポンサーが両市場でのファイナンスを並行して走らせ、より有利な条件を選び取ることが一般的となっている。競争の激化は数値にも表れている。欧州のユニットランシェ・マージンは、記録的な€250bn規模のBSL市場に対して500bps割れの水準まで圧縮され、欧州ダイレクトレンディングの欧州レバレッジド・ローン指数に対するイールド・プレミアムは、過去平均を下回るまで縮小している。¹⁶ セグメントの資産が随時パブリック市場でリファイナンスされ得るということは、そのリターンがパブリック市場のベータを継承することを意味する。投資家は規模と流動性を得る一方で、プライベートクレジット本来の目的である非流動性プレミアムを放棄することになる。

レバレッジは企業規模の拡大とともに着実に上昇するが、リスクはレバレッジのラインには沿わない。リスクはむしろ、収益が脆弱な下端と、ドキュメンテーションが最も弱い上端の両極に存在する。クレジット保護は、収益の持続性、事業の多様化、そして貸し手が早期に行動することを可能にするコベナンツに支えられている。3つすべてが揃う傾向があるセグメントこそが、コアである。

¹⁵ White & Case / Debtwire, European Leveraged Finance reports 2025–2026: European borrowers including Phenna Group, Deutsche Fachpflege and Neopharmd Gentili refinanced unitranche facilities with cheaper BSL or high-yield alternatives. The same dynamic is measurable at scale in the US, where c.\$7.3bn of direct lending debt was refinanced into syndicated loans in Q1 2025 at average spread savings of c.263 bps (PitchBook/LCD). ¹⁶ DC Advisory, European Debt Market Monitor, Q4 2025: record institutional BSL volumes of €250bn in 2025, with competition among direct lenders, banks and the BSL market compressing unitranche pricing and fees. Lincoln International, European Senior Debt Index, Q1 2025: yield premium of European direct lending (ESDI) over the Morningstar ELLI of 2.8%, below its historical average of 3.1%.

結論

ローワー・ミッドマーケットは、そのリスクに対してリターンが乏しすぎる。アッパー・ミッドマーケットは、そのスプレッドに対して保護が乏しすぎ、リターンもますますパブリック市場に連動している。コアこそが、魅力的なスプレッド、実効性のある構造的保護、そして持続力のあるビジネスが揃う場である。

これらの条件は今後も継続する見込みである。銀行はコア・ミッドマーケットから引き続き後退していく可能性が高い。大型ファンドはアッパー・ミッドマーケットへ軸足を移しているが、そこでも銀行と競合している。コアのスポンサーバック借り手は、さらなる構造的な需要源となる。買収を通じて成長するため、彼らは繰り返し貸し手のもとへ資金調達に戻ってくるからである。コアの下半分に位置する規律ある貸し手にとって、当セグメントは欧州プライベートクレジットにおいて最も魅力的なリスク調整後の機会を提供する、と私たちは考えている。

企業規模 (EBITDA)

€15m

€75m

Lower Mid-Market (<€15m EBITDA)

リスクに見合うリターンが乏しい

- 薄く、急速に縮小しているスプレッド・プレミアム
- 脆弱で集中した収益
- 2017年以降のクレジットイベントの約半分

Core Mid-Market (€15–75m)

魅力的なスプレッド
と構造的保護

- レンダー間競争が最も少ない
- 財務コベナントが標準
- 耐性のあるスポンサー支援企業

Upper Mid-Market (>€75m)

スプレッドに見合う
保護が乏しい

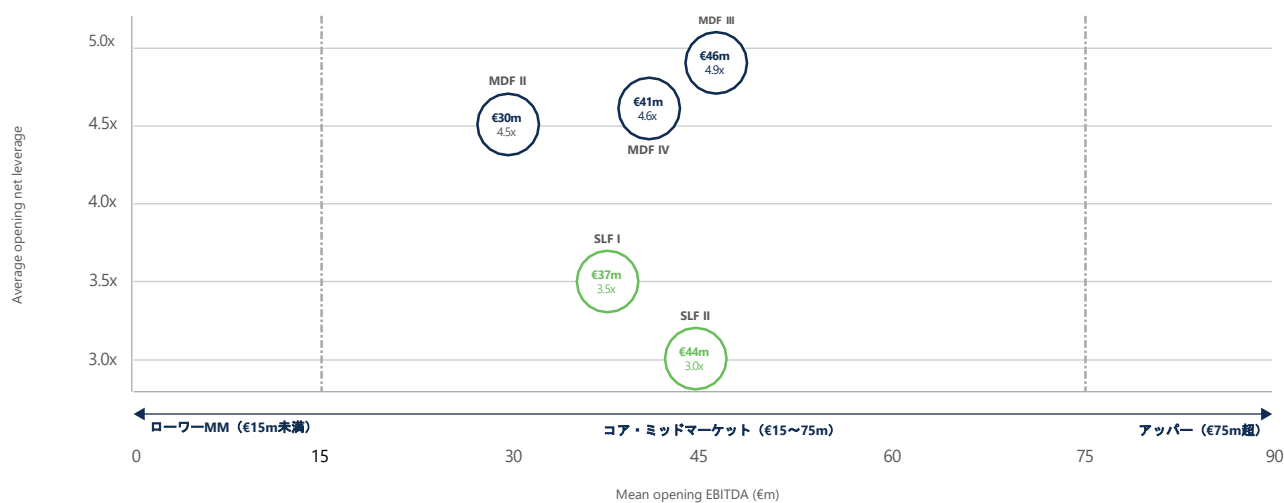
- 最も高いレバレッジ、最も弱い契約文書
- パブリック市場と直接競合
- リターンはパブリック市場のベータを引き継ぐ

For illustrative purposes only. Source: Based on Pemberton's understanding of the market, as of July 2026.



Pembertonのマーケット・ポジショニング

平均オープニング・レバレッジとEBITDAに基づく、Pembertonのシニア・ダイレクト・レンディング・ポートフォリオ（MDF・SLF）はコア・ミッドマーケットにしっかりと位置しており、当社は引き続き魅力的なリスク調整後の相対価値を見込んでいます。



Weighted average figures based on fund commitments for unrealised assets (as of the referenced quarter-end date) and invested capital for realised assets (as of the realisation date) across relevant parallel vehicles within the vintage. Shown for Direct Lending assets only. Excluding hung-syndications. Data as of Q1 2026. For illustrative purposes only. No investment strategy or risk management technique can guarantee returns or eliminate risk in any market environment.



Contact Us

investorrelations@pembertonam.com

www.pembertonam.com

5 Howick Place, London SW1P 1WG

+44 (0) 20 7993 9300

Disclaimer

This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for information purposes. No offer of or invitation to subscribe for interests in any fund is being made by the circulation of this document or can be implied.

Any third-party information (including any valuations, statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Asset Management group of companies, being, Pemberton Asset Management S.A., Pemberton Capital Advisors LLP and any other affiliates ("we", "our" or "us") and has not been independently verified.

Statements of opinion, market or performance information and any forecasts or estimates contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached and are believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of our affiliates or our respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters. The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking on behalf of a fund, its general partner, Pemberton Asset Management S.A. or Pemberton Capital Advisors LLP in connection with any potential investment. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

This document has been prepared and issued for use in the UK and all countries outside of the European Union by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 5 Howick Place, London SW1P 1WG, United Kingdom. Registered with the US Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757. Tel: +44(0) 207 993 9300.

This document has been prepared and issued for use in the European Union by Pemberton Asset Management S.A.. Pemberton Asset Management S.A. is authorised and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") and entered on the CSSF Register with the firm reference numbers A1013 & A1342 and is registered in Grand Duchy of Luxembourg at 70 route d'Esch, L 1470. Pemberton reports to the US Securities and Exchange Commission as a reporting exempt investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD 282865 and SEC File No. 802-107832. Tel: +352 26468360

www.pembertonam.com

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton

