

DIE 50-MILLIARDEN- EURO-LÜCKE

Niedrigzinsen und schärfere Regulierung bedrohen die Solvabilität der deutschen Lebensversicherer



Heiko Faust
Dr. Mario Hörig
Tobias Klostermann
Marco Ehlscheid

DIE SOLVABILITÄT DER DEUTSCHEN LEBENSVERSICHERER STEHT UNTER DRUCK

Anhaltend niedrige Zinsen und eine Verschärfung der Stress-Szenarien der europäischen Versicherungsaufsicht EIOPA werden die Solvabilität vieler Lebensversicherungen weiter dramatisch verschlechtern. Das zeigt unsere Studie, die die Risikokapitalausstattung deutscher Lebensversicherer untersucht hat. Die Studie skizziert zudem anhand zweier Grundszenarien die Konsequenzen für typisierte Lebensversicherer.

Seit einiger Zeit stellt das niedrige Zinsumfeld deutsche Versicherer vor signifikante Herausforderungen, die vor dem Hintergrund der Corona-Krise weiter zunehmen werden. Hoffnungen auf baldige Zinserhöhungen wurden zerschlagen, da die Staatsverschuldungen in Folge der Corona-Krise enorm angestiegen ist und weitere Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft zu erwarten sind. Ist vielleicht zu Beginn 2020 der ein oder andere noch davon ausgegangen, dass die (Leit-)Zinsen in absehbarer Zeit wieder steigen würden, dürfte nunmehr auch dem letzten Optimisten klar geworden sein, dass dies in den nächsten Jahren nicht passieren wird. Lebensversicherer müssen sich darauf einrichten, noch einige Jahre mit einem niedrigen Zinsumfeld umzugehen. Die Rendite deutscher Staatsanleihen ist bereits seit einiger Zeit negativ.

Aufgrund der Marktstruktur und den vorherrschenden Kundenpräferenzen für Produkte mit Garantien, sind deutsche Versicherungsunternehmen mit ihren langfristig garantierten Verbindlichkeiten besonders betroffen. Die Lebensversicherung war und ist traditionell ein wichtiger Bestandteil der Altersvorsorge. Ansparphasen von 30 und mehr Jahren sind keine Seltenheit. Die niedrigen Renditen vieler risikoarmen festverzinslichen Anlagen machen es Versicherern aber zunehmend schwieriger, die ihren Versicherungsnehmern versprochenen Renditen zu erwirtschaften und zugleich ihre Solvenz nachhaltig zu sichern.

Als Reaktion haben deutsche Lebensversicherer seit längerem einen Strategieschwenk im Neugeschäft hin zu kapitalmarktnahen Produkten vollzogen. Diese anbieterinduzierte Veränderung der Produktlandschaft ist bereits in den Bilanzen der Anbieter angekommen, allerdings nicht in dem Maße, dass sie bestehende Herausforderungen im Bestand lösen könnten. Immer mehr Anbieter denken daher über umfassende Optimierung ihrer Bestände und sogar (Teil-)Run-Off oder Verkauf nach.

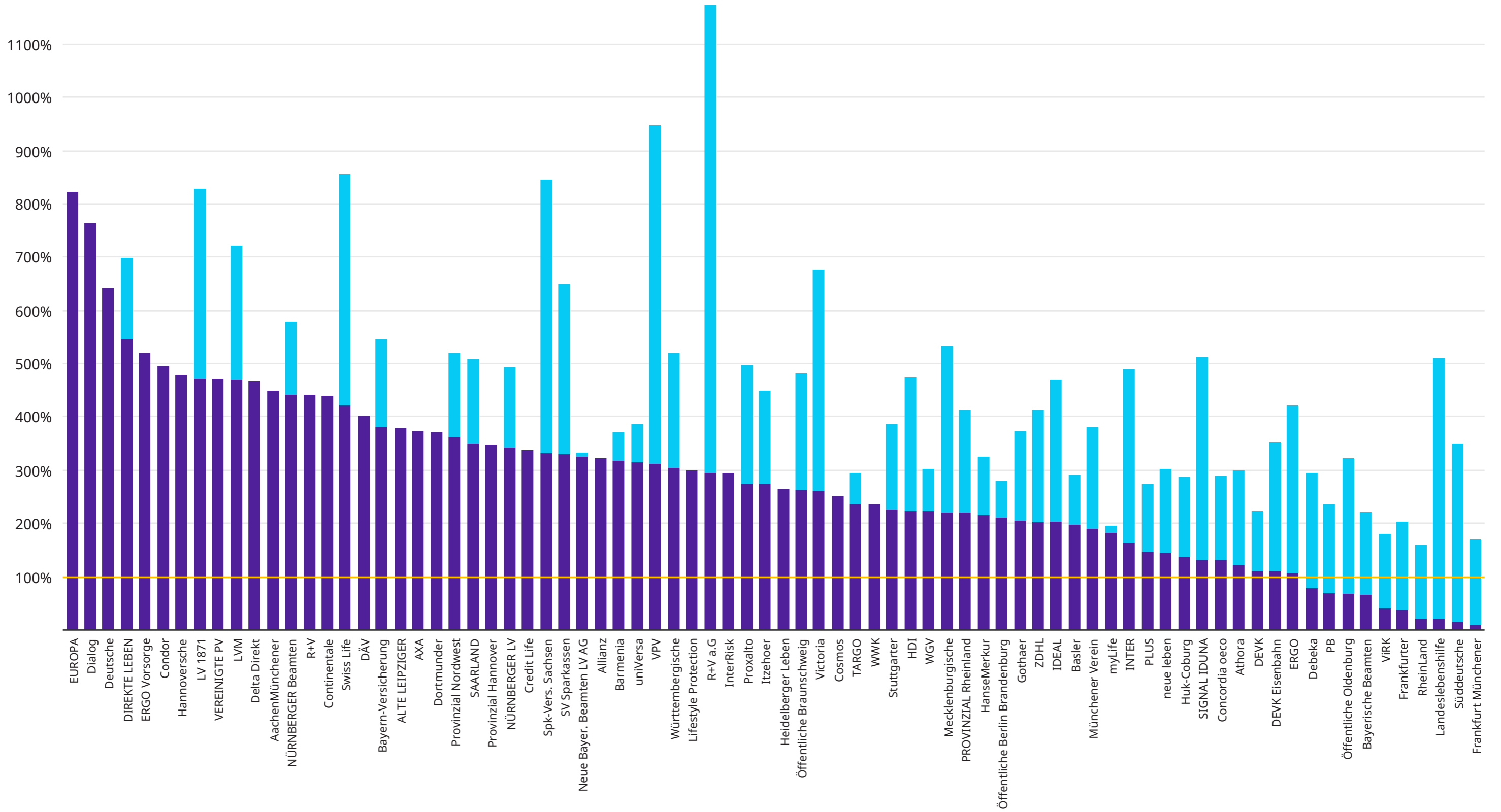
Zusätzlich wird der regulatorische Druck zunehmen. Europäische Aufseher befürchten eine strukturelle Unterschätzung des Zinsrisikos unter der Standardformel für Solvency II und planen eine Verschärfung des zugehörigen Stressszenarios — also nichts anderes, als eine Abbildung einer möglichen künftigen Realität. Daneben steht eine alternative Methode zur Extrapolation der risikofreien Zinssätze vom Last Liquid Point (LLP) zum Langfristzins (Ultimate Forward Rate, UFR) zur Diskussion. Diese Anpassungen werden die angespannte Situation im Markt weiter zuspitzen.

Manch einer spekuliert, dass die Aufseher in der aktuellen Wirtschaftslage keinen zusätzlichen Druck auf die Lebensversicherer aufbauen wollen. Ob diese dem Wunschdenken folgen ist fraglich, zumal es andere Länder weniger hart treffen wird als Deutschland. Auch die BaFin hat Versicherer bereits ermahnt, sich vorzubereiten. Selbst wenn die Aufseher von einer kurzfristigen Verschärfung absehen, bleibt der realwirtschaftliche Druck.

Auch Dank der aktuellen Übergangmaßnahmen, die es Versicherern erlauben, ihre Solvenzsituation durch temporäre Erleichterungen zu verbessern, sind viele Lebensversicherer bisher gut durch das herrschende Umfeld gekommen. Das Auslaufen der Maßnahmen und deren Wirkung verdüstert allerdings den Ausblick für die Branche. Unsere Analyse zeigt, dass der Druck zunehmen und die Spreu sich vom Weizen trennen wird. Heutige Solvenzquoten ohne Übergangmaßnahmen weisen bereits die Richtung. Für einige Versicherer könnte es dabei sogar dramatisch werden.

Auf der einen Seite stehen gut kapitalisierte Versicherer, die früh Portfolios und Bestände optimiert haben. Auf der anderen Seite solche, die heute schon mit relativ niedrigen Solvenzquoten kämpfen. Zusätzlich gibt es eine Gruppe in der Mitte, die aktuell ordentlich kapitalisiert ist, aber der Gefahr einer potenziell dramatischen Senkung ihrer Solvabilität ins Auge sehen muss.

Das wird einige Versicherer bald vor ernste Probleme stellen, wenn sie nicht heute gegensteuern. Sonst werden auch Versicherer aus dem gesunden Mittelfeld bald nah am regulatorischen Abgrund stehen.



■ SCR Bedeckungsquote ■ Übergangsmaßnahmen

UNSER MODELL ZEIGT: ES WIRD ENG. SEHR ENG.

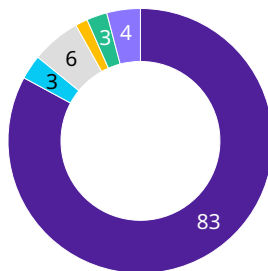
Wir haben zwei Modellversicherer kreiert, um die aus dem Zinsumfeld und den regulatorischen Anpassungen resultierenden Herausforderungen quantitativ zu bewerten. Diese Modellversicherer (Klassisch und Unit-Linked geprägt), sind im Markt durchaus anzutreffen, erfassen aber nicht jedes Unternehmen gleichermaßen. Generell ist jeder Versicherer individuell zu betrachten. Die analysierten Szenarien sind realistisch und die Wahrscheinlichkeit, dass diese sich so oder in ähnlicher Form realisieren werden, ist hoch.

Daher lassen sich aus unseren Analysen klare Tendenzen ableiten.

Der Unit-Linked-Versicherer fokussiert sich auf fondsgebundene und Biometrieprodukte. Dieser zeigt, durch seine geschäftsmodell-immanenten Auslagerung des Zins- und Anlagerisiko an den Kunden, weniger anfällige Strukturen für das erwartbare Zinsniveau und regulatorische Schocks. Die **Solvenzquote¹ Ende 2019 sieht mit 444%** sehr komfortabel aus. Da (reine) Unit-Linked Versicherer im Markt bisher nur eine untergeordnete Rolle spielen, fokussieren wir uns in der Analyse auf den klassischen Versicherer.

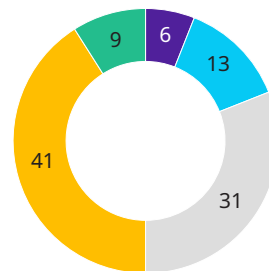
Die Aktivseite des klassischen Versicherers orientiert sich am Marktschnitt deutscher Lebensversicherer² und ist vorrangig geprägt von Anleihen. Andere Assets spielen keine große Rolle. Zwar steigt die Bereitschaft einiger Marktteilnehmer im Markt auch in alternative oder neuartige Assetklassen zu investieren. Das schlägt aber nur langsam in den Bilanzen durch und ist im breiten Markt noch nicht angekommen. Die Passivseite ist von klassischen Lebens- und Rentenversicherungen dominiert. Die **Solvenzquote beträgt Ende 2019 147%**.

Asset Allokation auf der Aktivseite (%)



- Festverzinsliche Wertpapiere
- Immobilien
- Beteiligungen
- Aktien
- Alternative Investments
- Fonds

Produktmix auf der Passivseite (%)



- Risikoleben
- Berufsunfähigkeit
- Kapitalbildende Leben
- Klassische Renten
- Fondsgebundene Versicherungen

Quelle: Assekurata, Geschäftsberichte deutscher LV, Oliver Wyman Modellierung

1. Inklusive Volatilitätsanpassung aber ohne Rückstellungstransitional.

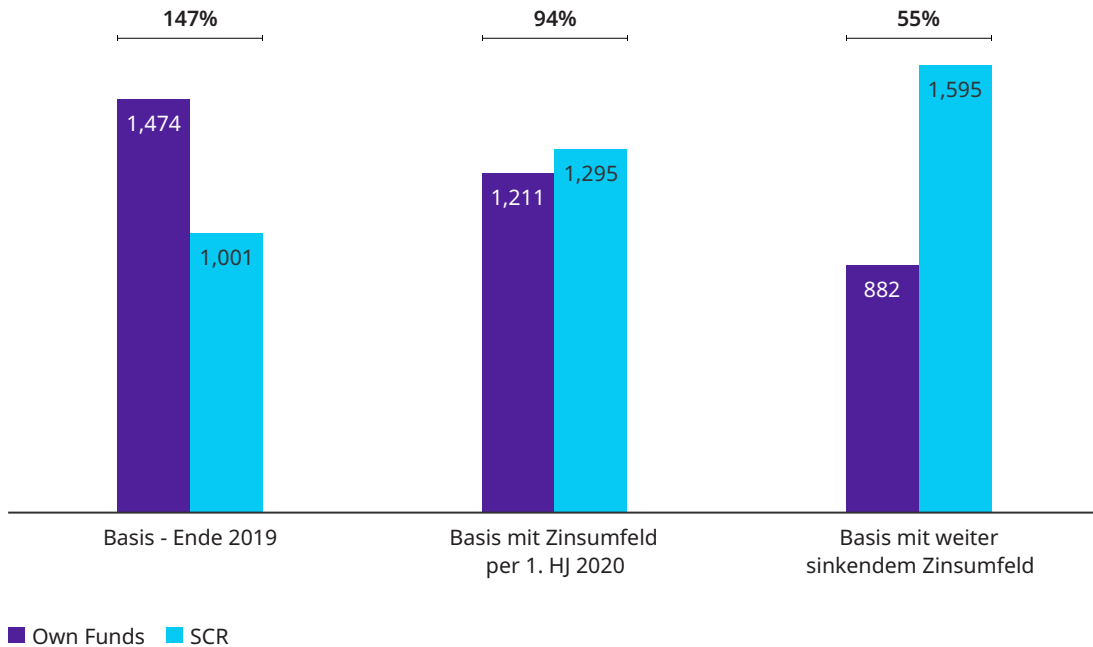
2. Assekurata, 2019.

Grundszenario Kapitalmarktherausforderungen

Marktherausforderungen schlagen auch ohne Eingriff des Regulators auf die Solvenz durch. Solche gibt es viele — z.B. sich veränderndes Kundenverhalten, Rückgang von Neugeschäft, das langanhaltend niedrige Zinsniveau und die Volatilität der Kapitalmärkte. Aufgrund ihres direkten Bezugs zur Solvenz, konzentrieren wir uns hier auf die Herausforderungen durch das Zinsniveau. Insbesondere die Corona-Auswirkungen haben gezeigt, dass eine Erholung des Zinsumfelds in absehbarer Zeit nicht zu erwarten ist. Auch ist unklar, ob der Boden bereits erreicht ist. Bei einer Verschärfung der wirtschaftlichen Unsicherheit ist mit weiter sinkenden Zinsen zu rechnen. Zur Evaluierung der entsprechenden Auswirkungen haben wir zwei Szenarien berechnet. Zum einen haben wir die Auswirkungen auf Basis des Zinsumfelds zum Halbjahr 2020 evaluiert. Zum anderen einen Forecast auf eine „all-time worst-case“ Zinsentwicklung. Diese ist aggressiv aber auf Basis der Erfahrungen der letzten Jahre im Bereich des Möglichen.

Wenden wir nun rein die Ist-Zinsen per Halbjahr 2020 auf unseren Modellversicherer an, zeigt sich bereits ein massiver Einbruch der Bedeckungsquote, resultierend aus einem Abfall der Eigenmittel und einem Anstieg des Kapitalbedarfs, welcher aus dem Rückgang der ökonomischen Pufferwirkung in diesem Szenario resultiert. Die Solvenzquote sinkt dadurch von ursprünglichen 147% um mehr als 50 Prozentpunkte auf 94%.

Das Forecast-Szenario unterstellt eine weitere Verschlechterung des Zinsumfelds. Hier würde sich die Solvenzquote dramatisch weiter verschlechtern — nämlich auf 55%.



Quelle: Oliver Wyman Modellierung

Regulatorische Herausforderungen

Als regulatorische Regelungen betrachten wir Eingriffe des Regulators in die Art und Weise, wie die Solvenzberechnung gemäß Solvency II zu erfolgen hat. Dabei kann es sich um Richtlinien für die Bestimmung der ökonomischen Eigenmittel (Own Funds) sowie des vorzuhaltenden Kapitalbedarfs (Solvency Capital Requirement, SCR) handeln. Für die Betrachtung der Auswirkungen konzentrieren wir uns auf die Kernszenarien a) Änderung der Ausprägung des zugehörigen Zinsrückgang-Stressszenarios der Solvency II Standardformel und b) Verwendung einer alternative Methode zur Extrapolation der risikofreien Zinssätze vom Last Liquid Point (LLP) zum Langfristzins (UFR) sowie eine Kombination der beiden. Zur Betrachtung der Auswirkungen nutzen wir die aktuell zur Diskussion vorgeschlagenen Methoden und Parameter der EIOPA³, um einen möglichst realistischen Ausblick auf die Auswirkungen zu erhalten.

Änderung des Zinsrückgangstressszenarios

Das Stressszenario zur Zinssenkung nach Standardformel unterstellt für negative Zinssätze derzeit keinen weiteren Rückgang. Da heutzutage teilweise bereits negative Zinssätze Realität sind, führt die aktuelle Definition des Zinsrückgangsszenarios zu einer systematischen Unterschätzung des Zinsrisikos und ist daher aus Sicht der Aufsicht ungeeignet, das Risiko sinkender Zinsen geeignet abzubilden. Daher plant die EIOPA bereits länger, ein entsprechendes Update des Stressszenarios durchzuführen, welches sowohl eine additive als auch relative Stresskomponente vorsieht und damit auch negative Ausgangszinsen im Stressszenario weiter nach unten schiebt.

Alternative Extrapolation der Zinskurve

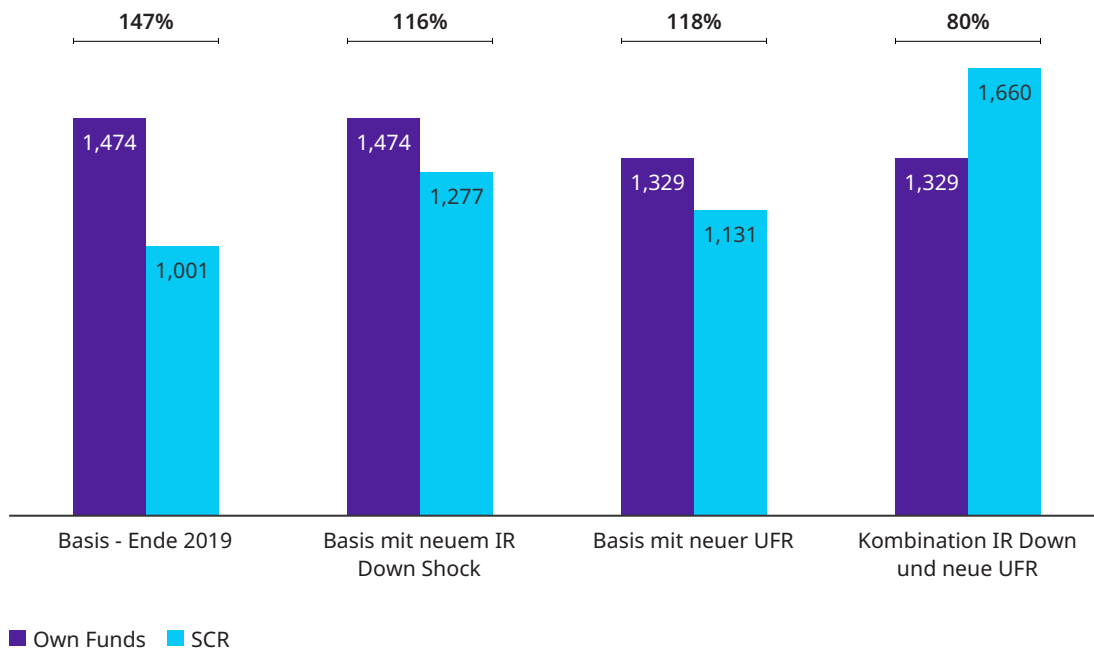
Wir beobachten einen wesentlichen Unterschied zwischen Swap-Zinssätzen und der Ultimate Forward Rate (UFR, derzeit 3,75% ab 2021 3,6%). Infolgedessen könnte die derzeitige Extrapolationsmethode (Smith-Wilson) zu einer Unterschätzung der versicherungstechnischen Rückstellungen unter Solvency II führen. Im Rahmen des Solvency II Reviews wurden seitens EIOPA verschiedene Varianten von einer Verschiebung des Last Liquid Points (LLP) bis hin zu einer alternativen Extrapolationsmethodik analysiert. Basierend darauf haben wir die derzeit wahrscheinlichste Variante zur alternativen Extrapolation der Zinskurve betrachtet. Aufgrund ihrer langfristigen Verpflichtungen wäre dies insbesondere eine zusätzliche Belastung für deutsche Lebensversicherer.

3. EIOPA, „Consultation Paper on the Opinion on the 2020 review of Solvency II“ — EIOPA-BoS-19/465, October 2019.

Unter Anwendung der neuen regulatorischen Szenarien sehen die Solvenzquoten auch ohne Betrachtung der Marktentwicklungen bereits deutlich schlechter aus, wenn auch teils nicht so dramatisch.

Durch die Änderung des Zinsrückgangstressszenarios steigt der entsprechende Kapitalbedarf deutlich an während die ökonomischen Eigenmittel in diesem Szenario unverändert bleiben. Die alternative Extrapolation der Zinskurve hat sowohl einen Rückgang der ökonomischen Eigenmittel wie auch einen allgemeinen Anstieg des Kapitalbedarfs zur Folge.

Angewendet auf unseren Modellversicherer bedeutet das eine sich um 30%-Punkte verschlechternde Solvenzquote auf einen Wert von 116% bei isolierter Betrachtung einer Änderung des Zinsrückgangstressszenarios. Ähnlich sieht dies bei der alternativen Extrapolation der Zinskurve aus. In diesem Szenario sinkt die Solvenzquote auf 118%. Werden die beiden Szenarien kombiniert, fällt die Solvenzquote auf 80%, also deutlich unter 100%. Da das Eintreten dieser beiden Szenarien in der Realität nicht unwahrscheinlich ist, besteht schon allein aus regulatorischer Sicht ggf. dringender Handlungsbedarf.



Quelle: Oliver Wyman Modellierung

Zusammenfassung

Es fällt auf, dass unser Modellversicherer in beiden „Welten“ nicht nur eine kritische Solvenzquote aufweist, sondern im Grunde regulatorisch massiv unterdeckt ist. Eine Intervention der BaFin im Sinne von intensiver Aufsicht wäre wohl unvermeidlich. Wir haben bewusst darauf verzichtet, auch eine kombinierte Betrachtung der Kapitalmarkt- und regulatorischen Szenarien vorzunehmen, da beide bereits isoliert die Dramatik verdeutlichen.

Der Modellversicherer mit einem vorrangig Unit-Linked und Biometrieportfolio steht wenig überraschend deutlich besser dar, da im Fall fondsgebundener Produkte ein Großteil der Marktrisiken an den Versicherungsnehmer weitergegeben werden können und das Biometrieportfolio mittels der in den Produkten eingepreisten Margen die ökonomischen Eigenmittel stärken. Daher verfügt dieses Modellunternehmen nicht nur über ausreichend Kapitalisierung, sondern könnte auch über Ausschüttungen nachdenken.

Die zugrundegelegten Modelltypen decken nicht den gesamten deutschen Lebensversicherungsmarkt ab — sie illustrieren jedoch das entstehende Problem deutlich.

Der überwiegende Teil des deutschen Marktes weist eine Mischung von klassischen und kapitalmarktnahen Produktportfolios im Bestand aus. Lange Zeit haben große Teile des Marktes aktiv an den traditionellen Produkten festgehalten oder sind zumindest nicht aktiv ausgestiegen. Womöglich zu lange.

Jetzt bleibt vielen nur noch das schnelle Handeln, um die eigene Solvenz langfristig und auch ohne Übergangsmaßnahmen nachhaltig sicherzustellen. Nach unseren Berechnungen erfordert die nachhaltige Stabilisierung der Solvenzquote der deutschen Lebensversicherungen auf dem aktuellen Niveau selbst im nicht Worst-Case Szenario bis zu **50 Milliarden Euro an zusätzlichem Eigenkapital** — die Hälfte des aktuell im Markt befindlichen Kapitals!

Unternehmen, deren Solvenzquote (ohne Übergangsmaßnahmen) in absehbarer Zeit nahe der magischen Grenze von 100% liegt oder sogar unterschreitet ist dringend zu raten, das Problem ernst zu nehmen und bei Bedarf wirksame Gegenmaßnahmen zu konzipieren und einzuleiten.

Aus unserer Sicht haben Versicherer verschiedene Möglichkeiten, um ihre Lage kurz- und langfristig zu optimieren. Wir haben hierfür einen umfangreichen Katalog möglicher Maßnahmen entwickelt, um das Lebensversicherungsgeschäft nachhaltig zu profitabilisieren und die Solvenzsituation zu verbessern.

Neu-Geschäft	<ul style="list-style-type: none"> • Neue „Capital light“-Produkte • Risiko-Produkte • Anbündelung von Services • Modularität in der Produktgestaltung
Kunden-Management	<ul style="list-style-type: none"> • Ansätze zur Verbesserung der Kundenbindung • Kunden-Marketing • Proposition-Management • Einsatz von modernen Verfahren, z.B. Data-Analytics
Versicherungstechnik	<ul style="list-style-type: none"> • Gewinnanrechnung/Bonusverwaltung • Preis- und Neupreisgestaltung und Gebühren • Verwaltung des Produktportfolios • Vergütungsmanagement
Betrieb und Leistung	<ul style="list-style-type: none"> • Strukturelle Kostenoptimierung • Variabilisierung der Kosten • Proposition Streamlining • Vergütungsmanagement • Systemvereinfachung • Schaden-Management
Kapital- und Finanzmanagement	<ul style="list-style-type: none"> • Überprüfung der ALM-Strategie • Ansätze zur Risikominderung z.B. RV oder Transfer • Werthaltigkeit der Risikominderung aktiver latenter Steuern • Review der SAA • Review Modellannahmen und -parameter • Einführung/Optimierung (partiell) internes Modell

Wir sehen dabei **taktische/kurzfristige oder mittel- bis langfristige** Handlungsoptionen. Dabei berücksichtigen wir sowohl unternehmensstrategische als auch aktuarielle Maßnahmen bzw. die Nutzung der regulatorischen Möglichkeiten.

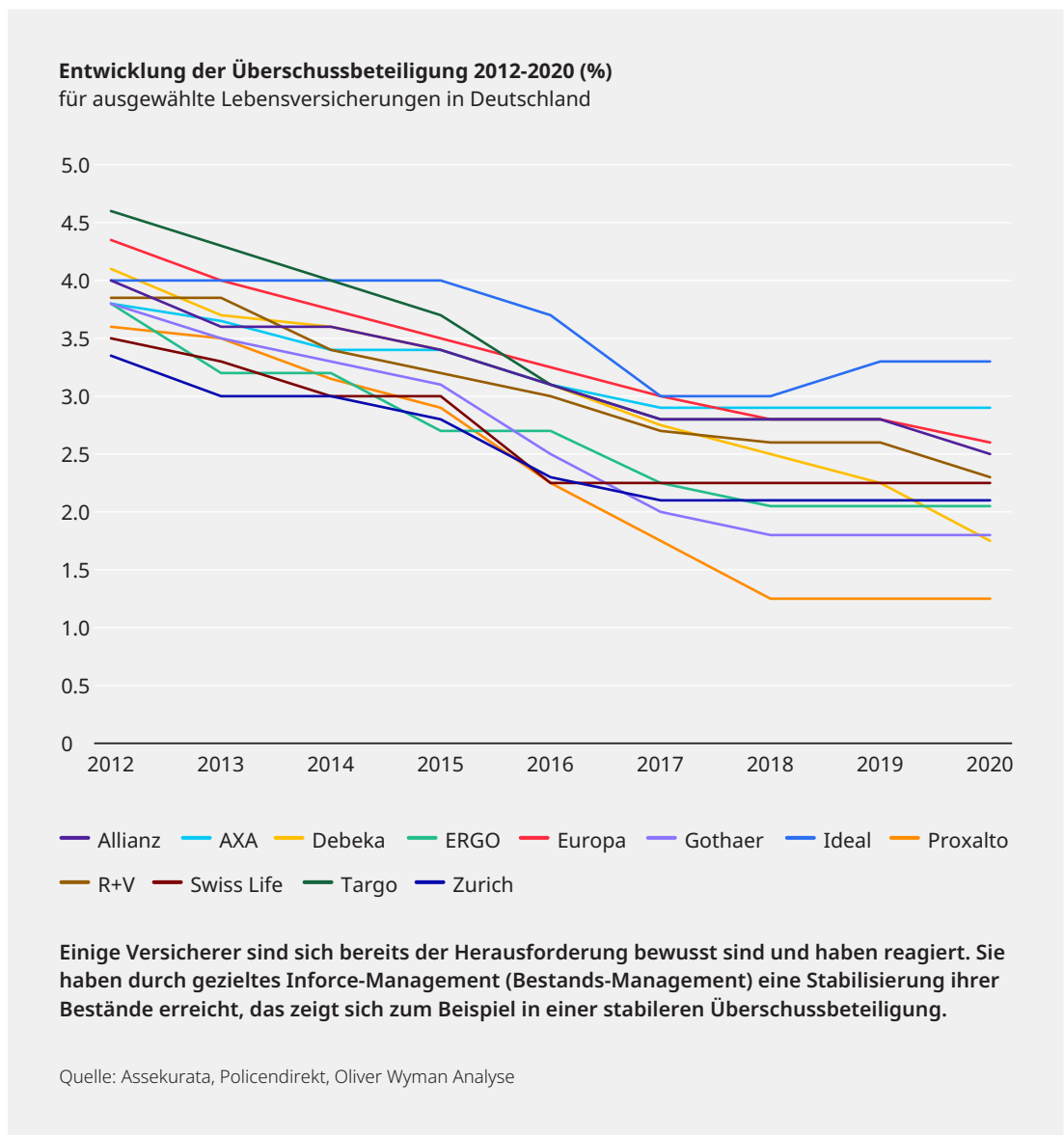
Eine solche kurzfristige regulatorische Möglichkeit für betroffene Versicherer wäre als ersten wichtigen Schritt die Beantragung oder Neuberechnung der Übergangsmaßnahmen. Diese erlauben eine schrittweise Anpassung der Solvenzbewertung auf die neuen Solvency II Regelungen. Sie lösen das Problem nicht, verschaffen aber kurzfristig Puffer. Die gewonnene Karenz sollten die Versicherer nutzen, um das bestehende Geschäftsmodell zu optimieren und in neuen Geschäftsfeldern zu wachsen.

Ebenfalls kurzfristig können eine Anpassung der strategischen Asset Allokation oder die Optimierung der Rückversicherung inkl. Hedging-Mechanismen Luft verschaffen, begleitet von einer Überprüfung des Modells zur Aufdeckung übervorsichtiger Ansätze, der Marktwertbilanz und der Werthaltigkeit latenter Steuern, um die Kapitalanforderungen zu optimieren.

Mittel- bis langfristig sehen wir ein Zusammenspiel der Veränderung des Geschäftsmodells und der Profitabilisierung des Bestands sowie einer Prüfung zur Einführung eines (partiellen) internen Modells, um die eigene unternehmensspezifische Situation besser abzubilden und ggf. strategische Maßnahmen unter Solvency II anrechnungsfähig zu machen.

FAZIT

Es ist absehbar, dass ein Großteil der deutschen Lebensversicherer ohne Eingriffe in ihre Geschäftsmodelle, Portfolios und Strategien auf den Abgrund zufährt. Unklar ist lediglich die Geschwindigkeit. Kurzfristig dürften die Effekte auch bei aktuell im Vergleich zu unserem Modellversicherer besser dastehenden Unternehmen zu einer signifikanten Verschlechterung der Solvenzposition führen. Auch wenn Dank der Übergangsmaßnahmen noch keine Welle regulatorischer Unterdeckung zu befürchten ist, werden einige Versicherer nahe an den kritischen Bereich rücken. Ein Umstand, der die BaFin am Ende dazu zwingen wird, weitere Versicherer unter „intensivierte Aufsicht“ zu nehmen. Etwas, das Versicherer möglichst vermeiden sollten.



Besonders Versicherer, deren heutige Solvenzsituation maßgeblich von Übergangsmaßnahmen gestützt wird, sollten anfangen ihre Anlageportfolios und Bestände sowie die unterliegenden Modelle und Annahmen zu optimieren. Andernfalls gibt es für einige Marktteilnehmer unter Umständen ein böses Erwachen.

Da wir als Oliver Wyman der festen Überzeugung sind, dass dies für unsere Kunden eine hochrelevante Herausforderung ist, haben wir einen breiten Methodenkasten entwickelt, welcher sowohl strategische als auch aktuarielle Hebel mit Wirkung auf Profitabilität und Solvenzsituation beinhaltet, um unseren Kunden bei der Bewältigung zu helfen. Als globale Strategieberatung mit dedizierten Teams für Versicherungen und aktuariellen Services verbinden wir dabei strategisches Denken und weitgehende Einblicke in Markttrends mit umfassender Expertise in der Kapital- und Risikomodellierung. Dies erlaubt uns gemeinsam mit unseren Kunden die vielversprechendsten Werttreiber zu identifizieren und zu bewerten, um nachhaltigen Impact zu generieren.

Oliver Wyman ist eine führende internationale Managementberatung. Das Unternehmen verbindet ausgeprägte Branchenspezialisierung mit hoher Methodenkompetenz bei Strategieentwicklung, Prozessdesign, Risikomanagement, Organisationsberatung und Führungskräfteentwicklung.

Für weitere Informationen besuchen Sie bitte unsere Website www.oliverwyman.de oder kontaktieren Sie die Marketingabteilung telefonisch an einem der folgenden Standorte:

Deutschland, Österreich, Schweiz
+49 69 971 730

EMEA
+44 20 7333 8333

Amerika
+1 212 541 8100

Asien und Australien
+65 6510 9700

Heiko Faust

Partner
heiko.faust@oliverwyman.com

Dr. Mario Hörig

Partner
mario.hoerig@oliverwyman.com

Tobias Klostermann

Principal
tobias.klostermann@oliverwyman.com

Marco Ehlscheid

Principal
marco.ehlscheid@oliverwyman.com

Copyright © 2020 Oliver Wyman

Alle Rechte vorbehalten. Weder die vorliegende Studie noch Kopien oder Teile davon dürfen in Rechtsordnungen verbreitet werden, in denen die Verbreitung von Gesetzes wegen beschränkt ist. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über besagte Einschränkungen informieren und selbige einhalten. Der vorliegende Bericht darf ohne die schriftliche Genehmigung von Oliver Wyman weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder weiter verbreitet werden. Oliver Wyman übernimmt keinerlei Haftung für Handlungen Dritter in diesem Zusammenhang

Der vorliegende Bericht stellt weder eine Empfehlung, ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der eventuell hierin genannten Wertpapiere dar. Eine dahingehende Auslegung darf nicht erfolgen. Zudem sollten weder dieser Bericht noch Teile hieraus die Grundlage eines Vertrags oder einer sonstigen beliebigen Verpflichtung darstellen noch sollten derartige vertragliche Verpflichtung im Vertrauen auf diesen Bericht eingegangen werden. Des Weiteren darf der vorliegende Bericht nicht als Empfehlung zum Kauf von oder zur Verfügung über bestimmte Investitionen oder als Aufforderung oder Veranlassung zur Beteiligung an Investitionsaktivitäten betrachtet werden.

Die Informationen, die in diesem Bericht enthalten sind oder auf denen der Bericht basiert, wurden von Quellen bezogen, die Oliver Wyman für zuverlässig und korrekt hält. Es hat jedoch keine unabhängige Überprüfung der Richtigkeit oder Vollständigkeit der von Dritten erhaltenen Informationen stattgefunden noch wurden dahingehende, ausdrückliche oder konkludente Zusicherungen und Gewährleistungen abgegeben. Die Informationen und Schlussfolgerungen werden zum Zeitpunkt des vorliegenden Berichts bereitgestellt und können ohne vorherige Benachrichtigung verändert werden. Oliver Wyman übernimmt keine Verpflichtung zu einer, durch neue Informationen, zukünftige Ereignisse oder auf sonstige Weise bedingten Aktualisierung oder Überarbeitung der hierin enthaltenen Informationen oder Schlussfolgerungen. Die in diesem Bericht bereitgestellten Informationen und Schlussfolgerungen berücksichtigen nicht die individuellen Umstände der jeweiligen Personen; sie dürfen nicht als konkrete Empfehlung zu einer Investitionsentscheidung verstanden werden und stellen keine angemessen ausreichende Grundlage für das Treffen einer Investitionsentscheidung dar. Oliver Wyman übernimmt keinerlei Haftung für Verluste in Zusammenhang mit Handlungen, die aufgrund von Informationen oder Schlussfolgerungen, die in diesem Bericht, oder in den darin zitierten Berichten oder Quellen enthalten sind, unternommen oder unterlassen werden. Oliver Wyman übernimmt selbst dann keine Haftung für mittelbare und Folgeschäden oder vergleichbare Schäden, wenn ihm die Möglichkeit derartiger Schäden bekannt war.

Durch Annahme des vorliegenden Berichts erklären Sie sich mit der Bindungswirkung der vorstehenden Einschränkungen einverstanden.