

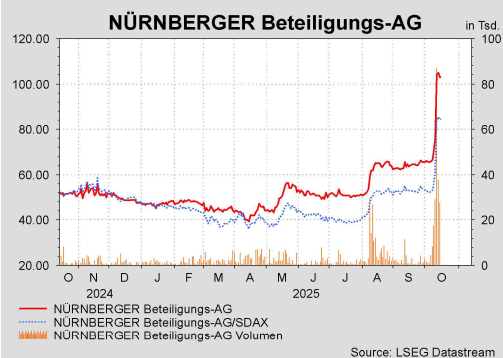
# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

## Kaufen (Kaufen)

**Kursziel** 115,00 € (67,50 €)  
**Kurspotenzial** 11,7%  
**Kurs (15.10.2025)** 103,00 €  
**ISIN** DE0008435967  
**Marktkapitalisierung** 1.186,6 Mio. €  
**Anzahl Aktien** 11,5 Mio.  
**Marktsegment** Scale  
**Homepage** [www.nuernberger.com](http://www.nuernberger.com)

### Kennzahlen und Prognosen

| je Aktie in €           | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Bruttobeiträge (Mrd. €) | 3,67  | 3,52  | 3,55  | 3,64  |
| EBT (Mio. €)            | -9,9  | 87,9  | 114,4 | 135,8 |
| Konzern-JÜ (Mio. €)     | -78,5 | 50,0  | 80,0  | 95,0  |
| Ergebnis je Aktie       | -6,82 | 4,34  | 6,94  | 8,25  |
| Dividende je Aktie      | 0,14  | 2,15  | 3,00  | 3,50  |
| Buchwert je Aktie       | 72,16 | 76,36 | 81,16 | 86,40 |
| KGV                     | -     | 23,7  | 14,8  | 12,5  |
| Kurs/Buchwert           | 0,66  | 1,35  | 1,27  | 1,19  |
| ROE                     | -9,0% | 5,8%  | 8,8%  | 9,8%  |
| Dividendenrendite       | 0,3%  | 2,1%  | 2,9%  | 3,4%  |



### Finanzkalender

• -

### Aktionärsstruktur

19,1% Münchener Rück  
 18,8% Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH  
 25,8% Freefloat

### Analysten

Nico Löchner  
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
[nloechner@solventis.de](mailto:nloechner@solventis.de)

## VIG mit unverbindlichem Angebot von 115 € für die NBG

Am 13.10.2025 gab die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG ein Update zu den Übernahmegesprächen. Die exklusiven Verhandlungen mit der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe (VIG) dauern an. NBG teilte in dem Update mit, dass die VIG in den Verhandlungen über eine Zusammenschlussvereinbarung ein freiwilliges öffentliches Angebot von 115 € je NBG-Aktie unverbindlich in Aussicht gestellt hat. Offensichtlich ist die VIG bereit, eine hohe strategische Prämie für eine signifikante Ausweitung des Marktauftritts in Deutschland zu zahlen.

Bisher wurde noch keine abschließende Entscheidung des Vorstands und des Aufsichtsrats bezüglich des Angebots und des Abschlusses einer Zusammenschlussvereinbarung getroffen. Trotz der befristeten Exklusivitätsvereinbarung mit der VIG sieht der Vorstand auch Angebote anderer Interessenten. Wir gehen davon aus, dass die VIG zeitnah ein Übernahmeangebot zu 115 € je NBG-Aktie ankündigen wird. Entsprechend haben wir unser Kursziel auf 115 € an. Den fairen Wert der NBG-Aktie (stand alone) sehen wir auf Basis unseres Excess-Return-Modells und Dividenden-diskontierungsmodells weiterhin bei 67,50 €.

## Anhang: Konzern-GuV und Konzern-Bilanz

### NÜRNBERGER: Konzern-GuV (in Mio. €)

|                                                          | 2024           | yoy            | 2025e          | yoy           | 2026e          | yoy          | 2027e          | yoy          |
|----------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| <b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>                           | <b>3.665,4</b> | <b>3,3%</b>    | <b>3.518,8</b> | <b>-4,0%</b>  | <b>3.551,8</b> | <b>0,9%</b>  | <b>3.640,6</b> | <b>2,5%</b>  |
| <b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>                       | <b>3.343,4</b> | <b>3,0%</b>    | <b>3.175,7</b> | <b>-5,0%</b>  | <b>3.239,8</b> | <b>2,0%</b>  | <b>3.320,7</b> | <b>2,5%</b>  |
| Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung | 136,6          | 17,2%          | 177,6          | 30,0%         | 126,0          | -29,0%       | 129,2          | 2,5%         |
| Netto-Erträge aus Kapitalanlagen                         | 624,8          | 6,2%           | 508,1          | -18,7%        | 578,6          | 13,9%        | 548,4          | -5,2%        |
| Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.  | 1.160,6        | 21,7%          | 150,0          | -87,1%        | 954,0          | 536,0%       | 992,1          | 4,0%         |
| Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.       | 26,7           | -52,2%         | 7,5            | -71,9%        | 50,0           | 566,7%       | 50,0           | 0,0%         |
| Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.             | -2.802,3       | -7,3%          | -2.587,7       | 7,7%          | -2.575,6       | 0,5%         | -2.654,3       | -3,1%        |
| Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen      | -1.440,9       | -19,9%         | -357,5         | 75,2%         | -1.196,4       | -234,6%      | -1.231,9       | -3,0%        |
| Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.         | -396,9         | -9,5%          | -400,0         | -0,8%         | -356,4         | 10,9%        | -365,3         | -2,5%        |
| Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.       | -685,4         | 2,7%           | -486,9         | 29,0%         | -630,8         | -29,5%       | -580,4         | 8,0%         |
| Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.   | -32,1          | 7,8%           | -50,0          | -55,8%        | -32,7          | 34,5%        | -33,1          | -1,0%        |
| Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.     | 68,3           | 69,5%          | -40,0          | -158,6%       | -25,0          | 37,5%        | -25,0          | 0,0%         |
| Sonstige Erträge                                         | 206,9          | 29,4%          | 176,2          | -14,8%        | 169,5          | -3,8%        | 174,0          | 2,7%         |
| Sonstige Aufwendungen                                    | -182,3         | -1,8%          | -184,3         | -1,1%         | -186,3         | -1,1%        | -188,4         | -1,2%        |
| Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert        | -0,2           | 0,0%           | -0,8           | -300,0%       | -0,2           | 78,8%        | -0,1           | 64,7%        |
| <b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>          | <b>27,2</b>    | <b>-58,6%</b>  | <b>87,9</b>    | <b>223,0%</b> | <b>114,4</b>   | <b>30,2%</b> | <b>135,9</b>   | <b>18,8%</b> |
| Außerordentliches Ergebnis                               | -37,1          | 0,0%           | 0,0            | 0,0%          | 0,0            | 0,0%         | 0,0            | 0,0%         |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>                              | <b>-9,9</b>    | <b>-115,1%</b> | <b>87,9</b>    | <b>987,4%</b> | <b>114,4</b>   | <b>30,2%</b> | <b>135,9</b>   | <b>18,8%</b> |
| Steuern                                                  | -67,1          | -193,0%        | -36,4          | 45,8%         | -34,3          | 5,6%         | -40,8          | -18,8%       |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                  | <b>-77,0</b>   | <b>-279,9%</b> | <b>51,5</b>    | <b>166,9%</b> | <b>80,1</b>    | <b>55,5%</b> | <b>95,1</b>    | <b>18,8%</b> |
| Anteil Dritter                                           | -1,5           | -438,5%        | 1,5            | 197,2%        | 0,1            | -93,3%       | 0,1            | 18,7%        |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>                           | <b>-78,5</b>   | <b>-288,4%</b> | <b>50,0</b>    | <b>163,7%</b> | <b>80,0</b>    | <b>60,0%</b> | <b>95,0</b>    | <b>18,8%</b> |
| <b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>                          | <b>-6,82</b>   | <b>-288,4%</b> | <b>4,34</b>    | <b>163,7%</b> | <b>6,94</b>    | <b>60,0%</b> | <b>8,25</b>    | <b>18,8%</b> |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### NÜRNBERGER: Konzern-Bilanz (in Mio. €)

|                                                                       | 2024            | yoy         | 2025e           | yoy          | 2026e           | yoy         | 2026e           | yoy         |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------------|-------------|-----------------|--------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                                                         |                 |             |                 |              |                 |             |                 |             |
| Sachanlagen und Vorräte                                               | 23,9            | -13,9%      | 23,9            | 0,0%         | 23,9            | 0,0%        | 23,9            | 0,0%        |
| Immaterielle Vermögensgegenstände                                     | 96,0            | -2,5%       | 98,4            | 2,5%         | 101,9           | 3,5%        | 105,5           | 3,5%        |
| Geschäfts- oder Firmenwert                                            | 0,5             | -28,6%      | 0,4             | -24,8%       | 0,2             | -42,5%      | 0,0             | -100,0%     |
| Kapitalanlagen                                                        | 24.363,8        | 1,2%        | 24.627,1        | 1,1%         | 25.240,1        | 2,5%        | 25.856,3        | 2,4%        |
| Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV       | 10.759,0        | 14,7%       | 10.453,5        | -2,8%        | 11.055,9        | 5,8%        | 11.681,2        | 5,7%        |
| Forderungen                                                           | 481,0           | 4,5%        | 490,6           | 2,0%         | 500,4           | 2,0%        | 510,4           | 2,0%        |
| Kassenbestand                                                         | 487,7           | -9,3%       | 482,9           | -1,0%        | 480,1           | -0,6%       | 481,6           | 0,3%        |
| Sonstige Vermögensgegenstände                                         | 95,4            | 21,7%       | 96,3            | 1,0%         | 97,3            | 1,0%        | 98,2            | 1,0%        |
| Rechnungsabgrenzungsposten                                            | 171,2           | 6,9%        | 161,2           | -5,8%        | 161,2           | 0,0%        | 161,2           | 0,0%        |
| Aktive Latente Steuern                                                | 169,3           | -6,3%       | 169,3           | 0,0%         | 169,3           | 0,0%        | 169,3           | 0,0%        |
| <b>Bilanzsumme Aktiva</b>                                             | <b>36.647,9</b> | <b>4,7%</b> | <b>36.603,6</b> | <b>-0,1%</b> | <b>37.830,2</b> | <b>3,4%</b> | <b>39.087,6</b> | <b>3,3%</b> |
| <b>Passiva</b>                                                        |                 |             |                 |              |                 |             |                 |             |
| Eigenkapital                                                          | 848,5           | -12,2%      | 898,3           | 5,9%         | 953,7           | 6,2%        | 1.014,2         | 6,4%        |
| Nachrangige Verbindlichkeiten                                         | 2,0             | 0,0%        | 2,0             | 0,0%         | 2,0             | 0,0%        | 2,0             | 0,0%        |
| Versicherungstechnische Rückstellungen                                | 23.159,2        | 1,0%        | 23.409,2        | 1,1%         | 23.968,5        | 2,4%        | 24.530,2        | 2,3%        |
| Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*       | 10.800,8        | 14,7%       | 10.494,1        | -2,8%        | 11.098,8        | 5,8%        | 11.726,5        | 5,7%        |
| Pensionsrückstellungen                                                | 179,1           | -4,5%       | 176,6           | -1,4%        | 174,0           | -1,4%       | 171,5           | -1,5%       |
| Andere Rückstellungen                                                 | 230,4           | 15,4%       | 162,7           | -29,4%       | 164,3           | 1,0%        | 166,0           | 1,0%        |
| Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft | 151,8           | 12,0%       | 178,3           | 17,5%        | 180,1           | 1,0%        | 181,9           | 1,0%        |
| Andere Verbindlichkeiten                                              | 1.273,2         | 11,2%       | 1.279,5         | 0,5%         | 1.285,9         | 0,5%        | 1.292,4         | 0,5%        |
| Rechnungsabgrenzungsposten                                            | 2,9             | -6,8%       | 2,9             | 0,0%         | 2,9             | 0,0%        | 2,9             | 0,0%        |
| <b>Bilanzsumme Passiva</b>                                            | <b>36.647,9</b> | <b>4,7%</b> | <b>36.603,6</b> | <b>-0,1%</b> | <b>37.830,2</b> | <b>3,4%</b> | <b>39.087,6</b> | <b>3,3%</b> |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

## Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### 1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

Urheberrecht an der Analyse wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

### 2. Pflichtangaben

- a) Abschluss der Erstellung: **16.10.2025, 13:05 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **16.10.2025, 13:30 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjährlich.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
- e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.
- g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

### 3. Disclosures

#### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie des Emittenten in den vergangenen 12 Monaten:

| Veröffentlichungsdatum | Ersteller | Einschätzung | Kursziel | Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum | Dauer der Gültigkeit |
|------------------------|-----------|--------------|----------|---------------------------------------|----------------------|
| 28.11.24               | Löchner   | Kaufen       | 60,00 €  | 51,50 €                               | 12 Monate            |
| 15.04.25               | Löchner   | Kaufen       | 60,00 €  | 40,10 €                               | 12 Monate            |
| 11.08.25               | Löchner   | Halten       | 60,00 €  | 59,60 €                               | 12 Monate            |
| 08.09.25               | Löchner   | Kaufen       | 67,50 €  | 62,80 €                               | 12 Monate            |

#### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

| Empfehlungsübersicht Research-Reports<br>(01.10.24 - 30.09.25) |    |        | Auftragsresearch |       |
|----------------------------------------------------------------|----|--------|------------------|-------|
|                                                                |    | in %   |                  | in %  |
| Kaufen                                                         | 51 | 89,5%  | 40               | 70,2% |
| Halten                                                         | 6  | 10,5%  | 6                | 10,5% |
| Verkaufen                                                      | 0  | 0,0%   | 0                | 0,0%  |
| Insgesamt                                                      | 57 | 100,0% | 46               | 80,7% |

Weder die Solventis AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben könnende (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

- ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
- sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
- waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
- waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
- haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis AG

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis AG betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis AG, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 44909, Amtsgericht Mainz; Vorstand: Klaus Schlote, Dennis Watz.

b) Ersteller

**Nico Löchner, Senior-Analyst**

#### 5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis AG / der zugrunde gelegten Annahmen

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

#### 6. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

#### 7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Einzel-emittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmodell und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmodell werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass die veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten der unterstellten Entwicklung zugrunde gelegt wird.

#### 8. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis AG, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften von § 85 WphG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis AG oder verbundener Unternehmen gebunden.

#### 9. Adressaten

Analysen der Solventis AG richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis AG ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

**Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**