

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit
der Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der
Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom
8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen
Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG
anlässlich der beabsichtigten Übertragung der
Aktien der Minderheitsaktionäre der
New Work SE, Hamburg,
auf die
Burda Digital SE, München

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2.	Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	5
3.	Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	7
3.1.	Bewertungsgrundsätze	7
3.1.1.	Zukunftserfolgswert	7
3.1.2.	Ertragswertverfahren	8
3.1.3.	Liquidationswert	9
3.1.4.	Substanzwert	10
3.1.5.	Vergleichsorientierte Bewertung	10
3.2.	Relevanz von Vorerwerben	11
3.3.	Berücksichtigung des Börsenkurses	13
3.4.	Angemessenheit der Bewertungsmethode	14
4.	Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen	16
4.1.	Bewertungsobjekt	16
4.1.1.	Rechtliche Grundlagen	16
4.1.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	17
4.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	17
4.1.4.	Steuerliche Grundlagen	21
4.2.	Bewertungsstichtag	22
4.3.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	23
4.3.1.	Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	23
4.3.2.	Branchenspezifisches Umfeld	28
4.3.3.	Wettbewerbsumfeld	32

4.4.	Ermittlung des Ertragswerts	36
4.4.1.	Analyse der Unternehmensplanung	36
4.4.2.	Analyse des Kapitalisierungszinssatzes	64
4.4.3.	Ableitung des Ertragswerts	80
4.5.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	81
4.6.	Unternehmenswert auf Ertragswertbasis	82
4.7.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts	83
4.8.	Börsenkurs	85
5.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	88
6.	Festgelegte Barabfindung	89
7.	Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	90

Wir weisen darauf hin, dass aus rechentechnischen Gründen in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von einer Einheit (€, % usw.) auftreten können.

Kapitalmarktdaten haben wir, sofern nicht anders angegeben, mithilfe des Finanzdienstleisters S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC, New York, USA (im Folgenden auch „S&P Capital IQ“) erhoben.

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Hamburg, 17. Kammer für Handelssachen, vom 12. Februar 2025 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg, zur sachverständigen Prüferin
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen der

**Burda Digital SE,
München**
(im Folgenden auch „BDSE“ genannt)

vom 18. Februar 2025 als Hauptaktionärin der

**New Work SE,
Hamburg**
(im Folgenden auch „NWSE“ oder „Gesellschaft“ genannt)

soll die ordentliche Hauptversammlung der NWSE, die von der Gesellschaft für den 23. Juni 2025 geplant wird, gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327a AktG¹ über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre“ genannt) von der NWSE auf die BDSE als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Europäischen Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze-Out).

Die BDSE hält gegenwärtig unmittelbar 5.455.626 der insgesamt 5.620.435 Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) der NWSE. Die NWSE hält keine eigenen Aktien. Damit beträgt der Anteil der BDSE rd. 97,07 % des Grundkapitals der NWSE.

Der Unternehmenswert der NWSE sowie die Höhe einer angemessenen Barabfindung wurde im Auftrag der BDSE durch die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (im Folgenden auch „PwC“ oder „Bewertungsgutachter“ genannt), ermittelt. Die Ableitung der Höhe der Barabfindung beruht auf einer

¹ Im Folgenden wird auf einen gesonderten Hinweis auf die Verweisung Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) im Regelfall verzichtet.

Unternehmensbewertung der NWSE, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde.

Die zu gewährende Barabfindung wurde ausgehend von dieser Bewertung durch die BDSE festgelegt.

Die Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswertes der NWSE auf den Stichtag 23. Juni 2025 sowie die Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind im Bericht der Burda Digital SE als Hauptaktionärin der New Work SE über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work SE auf die Burda Digital SE sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 7. Mai 2025 nebst Anlagen (im Folgenden auch „Übertragungsbericht“ genannt) wiedergegeben.

Nach § 327c Abs. 2 S. 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Auf Antrag der BDSE wurde die Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg (im Folgenden auch „Baker Tilly“ genannt), von der 17. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Hamburg mit Beschluss vom 12. Februar 2025 gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG zur sachverständigen Prüferin ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die BDSE hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, die an die Minderheitsaktionäre der NWSE gewährt werden soll, beauftragt.

Bei der Durchführung der Prüfung haben uns insbesondere die folgenden wesentlichen Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht vom 7. Mai 2025 sowie die vorangehenden Entwürfe;
- Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der New Work SE, Hamburg, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a ff. AktG zum 23. Juni 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung vom 5. Mai 2025 der PwC (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten“ genannt) sowie die vorangehenden Entwürfe;
- Prüfungsberichte der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, der Jahres- und Konzernabschlüsse der New Work SE zum 31. Dezember 2023 und 2024 und des zusammengefassten Lageberichts;
- Geschäftsbericht der New Work SE 2022;

- Prüfungsberichte der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, der Berichte des Vorstands der New Work SE über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024;
- Satzung der NWSE und Handelsregisterauszug der NWSE, Abruf vom 27. Februar 2025;
- Mehrjahres-Unternehmensplanung der NWSE für den Planungszeitraum 2025 bis 2029 (NewWork Group Business Plan 2025-2029);
- aktualisierte Hochrechnung (Forecast) der konsolidierten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung der NWSE für das Geschäftsjahr 2025 (FC01/2025 NWSE Group);
- Protokolle der Aufsichtsratssitzungen der NWSE seit 2022;
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters;
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten.

Als Auskunftspersonen standen uns neben dem Vorstand der NWSE von diesem benannte Mitarbeiter der Gesellschaft, von der BDSE benannte Personen sowie Mitarbeiter der PwC zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

Der Vorstand der NWSE hat uns gegenüber unter dem Datum dieses Prüfungsberichts eine Vollständigkeitserklärung abgegeben. Die BDSE hat uns gegenüber ebenfalls unter dem Datum dieses Prüfungsberichts erklärt, dass nach ihrem Kenntnisstand alle uns vorgelegten Unterlagen sowie die gegebenen Erläuterungen und Auskünfte vollständig und richtig sind.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, (im Folgenden auch „IDW S 1“) berücksichtigt. Klarstellend weisen wir darauf hin, dass der vorliegende Entwurf einer Neufassung des Standards in der Entwurfsfassung IDW ES 1 i.d.F. 2024 (Stand: 7. November 2024) eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung darstellt und nach den Maßgaben des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (im Folgenden auch „FAUB“ genannt) eine Anwendung vor der Veröffentlichung der endgültig verabschiedeten Fassung nicht zulässig ist.

Wir haben unsere Prüfung vom 19. Februar 2025 bis zum Tag der Zeichnung dieses Prüfungsberichts in unseren Büros in Düsseldorf und Hamburg durchgeführt. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Prüfungen üblich und

durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der NWSE am 23. Juni 2025 über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der NWSE und ihrer Tochter- und Beteiligungsunternehmen ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse, der Konzernabschlüsse oder der Geschäftsführung der NWSE einschließlich ihrer direkten und indirekten Tochterunternehmen sowie Beteiligungen vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung von Minderheitsaktionären. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte sowie der Konzernjahresabschlüsse und der Konzernlageberichte der NWSE zu den Stichtagen 31. Dezember 2022, 2023 und 2024 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften wurden von den Abschlussprüfern der NWSE uneingeschränkt bestätigt. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und der Lage- bzw. Konzernlageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der NWSE sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem aktienrechtlichen Squeeze-Out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage diesem Bericht beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 (nachfolgend auch „AAB“ genannt) maßgebend.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festgelegten Barabfindung.

Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der BDSE festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der NWSE als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Der gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellte sachverständige Prüfer hat nach §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist.

Im Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

- nach welchen Methoden die Abfindung ermittelt worden ist;
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
- welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Die Angemessenheit der Abfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der Bewertung der NWSE durch PwC, die die Grundlage für die Festlegung der Abfindung durch die BDSE darstellt, beurteilen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den sachverständigen Prüfer ist dazu grundsätzlich nicht durchzuführen.

Soweit für die zu bewertende Gesellschaft Börsenkurse zur Festlegung der Barabfindung herangezogen werden, ist die methodische Relevanz und die konkrete Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

Der Prüfer hat die der Ermittlung der Abfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen.

Die der zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung als Basis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft einschließlich ihrer Tochter- und Beteiligungsunternehmen sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Ermittlung der Kapitalkosten und zur Bewertung sowie zum Börsenkurs haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und PwC erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

Als Maßstäbe für die Plausibilitätsbeurteilung der Planung haben wir entsprechend des IDW Praxishinweises 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ mit Stand vom 2. Januar 2017 auf die rechnerische und formelle Plausibilität, die materielle interne Plausibilität (d.h. insb. die Nachvollziehbarkeit gegebener Erläuterungen und Planungsprämissen, Konsistenz mit Ist-Entwicklung und Unternehmenspotenzial) sowie die materielle externe Plausibilität (d.h. insb. Konsistenz zu Marktanalysen und Wettbewerbsanalysen) abgestellt.

Zur Beurteilung einer konsistenten und methodisch sachgerechten Ableitung der einzelnen Parameter der Kapitalkosten und des Unternehmenswerts insgesamt sowie des Börsenkurses haben wir ergänzend zum Nachvollzug der Analysen und Berechnungen des Bewertungsgutachters eigenständige Untersuchungen auf der Grundlage von Kapitalmarktdatenbanken sowie Berechnungen mit Hilfe unseres eigenen Bewertungsmodells vorgenommen. Wir haben unsere Prüfung unabhängig und eigenverantwortlich durchgeführt.

Gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG hat der Hauptaktionär der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem Übertragungsbericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der NWSE und die darauf aufbauende Ableitung der Barabfindung enthält.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

3.1. Bewertungsgrundsätze

3.1.1. Zukunftserfolgswert

Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung des Unternehmens vor.

Als Grundlage für die Festlegung der Barabfindung werden die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung verwendet. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden.

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, festgelegt.

Die im IDW S 1 verankerten Grundsätze zur Unternehmensbewertung beruhen auf der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Bewertungspraxis. Die in den Verlautbarungen des IDW niedergelegten Methoden und Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten dar. Sie werden trotz aller im Allgemeinen oder in Einzelfragen dagegen vorgebrachten Kritik bei Unternehmensbewertungen im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen in der Praxis ganz überwiegend beachtet.²

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich nach IDW S 1 – unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele – grundsätzlich durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen finanziellen (Netto-)Überschüsse an die Unternehmenseigner, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nach IDW S 1 wird der Wert des Unternehmens damit regelmäßig aus seiner Ertragskraft, d.h.

² Vgl. hierzu grundlegend bereits u.a. OLG Stuttgart v. 15. Oktober 2013, 20 W 3/13 m.w.N.

seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

Hierbei ist es herrschende Auffassung, die Barabfindung aus einem sog. „objektivierten Unternehmenswert“ abzuleiten. Der objektivierter Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erfolgt auf „stand-alone-Basis“, d.h. Überschüsse aus Synergieeffekten, die erst aus dem Bewertungsanlass entstehen, sind nicht zu berücksichtigen (sog. echte Synergien). Sog. unechte Synergieeffekte sind hingegen dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen realisieren lassen.³ Die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten sind insoweit abzubilden, als die Synergie stiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

3.1.2. Ertragswertverfahren

Der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem sog. Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten.

Bei den alternativ im IDW S 1 dargestellten Discounted-Cashflow-Methoden erfolgt eine Diskontierung der zukünftig geplanten Finanzmittelüberschüsse unter der Nebenbedingung der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -prämissen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Bewertungsverfahren grundsätzlich zu gleichen Unternehmenswerten.

³ IDW S 1, Tz. 34; IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018 Abschnitt A, Tz. 270f., Abschnitt C, Tz. 120; Zeidler in: Semler/Stengel/Leonard, Umwandlungsgesetz, 5. Auflage 2021, Rn. 46ff.

Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die Äquivalenz von Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

Wir halten die Entscheidung des Bewertungsgutachters, bei der Bewertung der NWSE das Ertragswertverfahren anzuwenden, für sachgerecht. Das Ertragswertverfahren ist ein in der Bewertungstheorie und -praxis im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen überwiegend gebräuchliches⁴ und in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkanntes Verfahren.⁵

In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert oder verwendet werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Im Hinblick auf die Ableitung des Unternehmenswerts über das Ertragswertverfahren verweisen wir im Ergebnis auf Abschnitt 4.4. dieses Berichts, im Hinblick auf die Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen auf Abschnitt 4.5. dieses Berichts.

3.1.3. Liquidationswert

Der Liquidationswert ergibt sich durch Diskontierung der sich im Rahmen einer Liquidation des Bewertungsobjekts ergebenden finanziellen Überschüsse. Der Liquidationswert kommt gemäß IDW S 1 als Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung in Betracht, wenn er den Zukunftserfolgswert übersteigen würde.⁶

Im vorliegenden Fall wurde vom Bewertungsgutachter ein überschlägiger Liquidationswert ermittelt. Wir haben die überschlägige Ermittlung erhalten und nachvollzogen. Aufgrund des im Falle einer Liquidation zukünftig entfallenden nachhaltigen

⁴ Vgl. hierzu etwa I-Advise AG, Düsseldorf, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 10. Auflage 2010 - 2023, April 2024, S. 7.

⁵ BGH v. 29. September 2015, II ZB 23/14.

⁶ IDW S 1, Tz. 5, 120.

Ertragspotenzials der NWSE sowie der zu erwartenden Liquidationskosten ergibt sich ein überschlägiger Liquidationswert unterhalb des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswertes.

Nach Auskünften der NWSE und der BDSE ist aufgrund des erwarteten Ertragspotentials eine Liquidation der NWSE nicht beabsichtigt. Es ist daher sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

3.1.4. Substanzwert

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Aufgrund der Schwierigkeiten, nicht bilanzierungsfähige, vor allem immaterielle Werte eines Unternehmens zu ermitteln, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwertes ermittelt. Da diesem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswertes keine eigenständige Bedeutung zu.

Es ist daher angemessen, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

3.1.5. Vergleichsorientierte Bewertung

In der Bewertungspraxis werden neben den vorstehend beschriebenen Zukunftserfolgswertverfahren verbreitet sog. Multiplikator-Methoden angewendet. Hierbei wird ein geeigneter Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten von zum Bewertungsobjekt vergleichbaren börsennotierten Gesellschaften oder Transaktionen ermittelt und auf das Bewertungsobjekt übertragen.

Multiplikatorverfahren kommen zur Beurteilung der Plausibilität der Ergebnisse anderer Bewertungsverfahren zum Zuge. Sie zielen auf die Ermittlung von Vergleichswerten ab, indem sie anhand marktbasierter Kennzahlen anderer, vergleichbarer Unternehmen einen Marktpreis schätzen, wobei Vereinfachungsregeln mit einer geringeren Komplexität verwandt werden. Der so ermittelte Wert bzw. die ermittelte Wertbandbreite stellt keinen objektivierten Unternehmenswert dar, kann jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bieten. Nach IDW S 1 können diese Verfahren nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung auf Grundlage des Ertragswertverfahrens treten.⁷

⁷ IDW S 1, Tz. 143f.

Der Bewertungsgutachter hat unseres Erachtens sachgerecht den über das Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswert der NWSE mit Hilfe von Multiplikatoren plausibilisiert.

Wir haben eigenständige Analysen dazu durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt 4.7. dieses Berichts.

3.2. Relevanz von Vorerwerben

Der Preis für Unternehmen und Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt und kann je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen.

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen, sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung.⁸

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Aktieneigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können.⁹ Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung, wobei der grundsätzlich fehlenden Bedeutung für die Bewertung nicht entgegenstünde, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollüberlegungen zu berücksichtigen.¹⁰ Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH getroffen, wonach das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz enthalte, durch den Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt seien, dass ein Hauptaktionär verpflichtet wäre, die Aktien der Minderheitsaktionäre zu gleichen Bedingungen zu

⁸ IDW S 1, Tz. 13.

⁹ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

¹⁰ Vgl. van Rossum, in: MüKo, AktG, 6. Aufl. 2023, zu § 305, Tz. 91 m.w.N.; BGH v. 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632; Koch, Aktiengesetz, 19. Auflage 2025, zu § 305, Rn. 29f.; BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 51.

erwerben, wie zuvor beim Erwerb einer Beteiligung zur Erlangung oder Verstärkung der Kontrolle des Hauptaktionärs vereinbart wurden.¹¹

Die NWSE veröffentlichte am 19. Februar 2025 über den Distributionsservice der EQS Group GmbH, München, eine Pressemitteilung zum übermittelten Verlangen der BDSE, einen aktienrechtlichen Squeeze-Out durchführen zu wollen.¹² Die BDSE hält gegenwärtig und hielt zum 19. Februar 2025 unmittelbar 5.455.626 der insgesamt 5.620.435 Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) der NWSE. Die NWSE hält keine eigenen Aktien. Damit beträgt der Anteil der BDSE rd. 97,07 % des Grundkapitals der NWSE.

Am 3. Juni 2024 veröffentlichte die NWSE eine Ad hoc-Meldung über den Abschluss einer Delisting-Vereinbarung mit der BDSE sowie die Ankündigung der BDSE, den Aktionären der NWSE ein unbedingtes öffentliches Delisting-Erwerbsangebot in Form eines Barangebots zum Erwerb sämtlicher nicht bereits unmittelbar von der BDSE gehaltener Aktien der NWSE gegen eine Gegenleistung in bar in Höhe von € 66,25 je Aktie der NWSE zu unterbreiten (im Folgenden auch „Delisting-Erwerbsangebot“ genannt).¹³ Zu diesem Zeitpunkt hielt die BDSE unmittelbar 4.171.609 Aktien der NWSE, mithin einen Anteil von rd. 74,22 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der NWSE. Die BDSE veröffentlichte daraufhin am 15. Juli 2024 die Angebotsunterlagen für das Delisting-Erwerbsangebot an die Aktionäre der NWSE.¹⁴ Am 29. August 2024 informierte die BDSE, dass bis zum Ablauf der Annahmefrist des Delisting-Erwerbsangebots am 26. August 2024, 24:00 Uhr, das Angebot für 1.284.017 Aktien der NWSE, mithin einen Anteil von rd. 22,85 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der NWSE, angenommen wurde.¹⁵ Damit wurde der zum 19. Februar 2025 und aktuell gehaltene Anteil der BDSE in Höhe von rd. 97,07 % des Grundkapitals der NWSE erreicht.

Ausweislich der Angebotsunterlage des Delisting-Erwerbsangebots vom 15. Juli 2024 erwarb die BDSE in einem Zeitraum von 6 Monaten vor dem 15. Juli 2024 insgesamt 602.214 Aktien der NWSE, mithin einen Anteil von rd. 10,71 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der NWSE. Die Erwerbe erfolgten über die Börse oder multilaterale Handelssysteme; die höchste dabei gezahlte Gegenleistung für eine Aktie der NWSE betrug € 66,25.

¹¹ EuGH v. 15. Oktober 2009, Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821ff.

¹² https://www.eqs-news.com/de/news/corporate/burda-digital-se-uebermittelt-squeeze-out-verlangen/d46b8153-69ae-426f-8473-704a4ec4818b_de, Abruf vom 13. März 2025.

¹³ <https://www.new-work.se/de/newsroom/pressemitteilungen/2024-nwse-delisting-vereinbarung>, Abruf vom 13. März 2025.

¹⁴ https://www.burda-digital-offer.com/media/document/3ff7d797-bf61-4300-ade6-4cf3ae8b1b69/assets/Burda_Digital_SE_Angebotsunterlage.pdf?disposition=inline, Abruf vom 13. März 2025.

¹⁵ https://www.burda-digital-offer.com/media/document/d9bdb4ef-1f81-435a-b561-1ef49018bbee/assets/Mitteilung_23_11_DE_20240829.pdf?disposition=inline, Abruf vom 13. März 2025.

Vor dem Hintergrund der Rechtsprechung, der vorstehend aufgezeigten, in zeitlicher Nähe erfolgten Vorerwerbe, sowie der Höhe der von der BDSE festgelegten Barabfindung im Rahmen des aktienrechtlichen Squeeze-Outs, vgl. Abschnitt 6. dieses Berichts, ist den Vorerwerbspreisen im Hinblick auf die Bemessung der Barabfindung keine Relevanz beizulegen.

3.3. Berücksichtigung des Börsenkurses

Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese nach IDW S 1 zur Plausibilitätsbeurteilung des nach Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelten Unternehmenswertes heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenkursbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.¹⁶

Nach der Entscheidung des BVerfG hat der abzufindende Minderheitsaktionär Anspruch auf eine „volle“ Entschädigung für den Verlust seiner gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an der Aktiengesellschaft; die Entschädigung soll den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung abbilden. Die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte „volle“ Entschädigung darf jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert liegen. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.¹⁷

Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann nach höchstrichterlicher Rechtsprechung grundsätzlich sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.¹⁸

Der Börsenkurs eines Unternehmens kann damit, wie der BGH in zwei jüngeren Beschlüssen bestätigte, unter bestimmten Voraussetzungen grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG darstellen.¹⁹

Darüber hinaus muss die Abfindung so bemessen sein, dass die außenstehenden Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätten. Das Gebot, bei der

¹⁶ IDW S 1, Tz. 15.

¹⁷ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566ff.

¹⁸ BGH v. 15. September 2020, II ZB 6/20, und v. 12. Januar 2016, II ZB 25/14.

¹⁹ BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21, BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen bedeutet nicht, dass der Börsenkurs allein maßgeblich sein muss. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt.²⁰

Die Aktien der NWSE waren bis zu ihrem Delisting zum Ablauf des 26. August 2024 unter der ISIN DE000NWRK013 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und wurden im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt. Die Frankfurter Wertpapierbörse hat die Zulassung der Aktien der NWSE zum Handel im regulierten Markt sowie im Teilsegment mit besonderen Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) mit Wirkung zum Ablauf des 26. August 2024 auf Antrag der NWSE widerrufen. Seit diesem Zeitpunkt findet kein Handel der Aktien der NWSE im regulierten Markt mehr statt. Die NWSE hat im Zusammenhang mit der Ankündigung des Delisting-Erwerbsangebots mitgeteilt, alle zumutbaren Maßnahmen zu ergreifen, um die Einbeziehung der Aktien der NWSE in den Freiverkehr zu beenden, soweit diese Einbeziehung auf Antrag der NWSE erfolgte.²¹ Infolge des Delisting wurde die Einbeziehung der Aktie der NWSE in den Freiverkehr an den Börsen Berlin (incl. des Teilsegments „Berlin Second Regulated Market“), Düsseldorf, Hannover, München, Stuttgart, Tradegate Exchange sowie über die elektronischen Handelssysteme QUOTRIX, gettex und LS Exchange beendet. Die Aktie der NWSE wurde und wird seitdem nur noch im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel erfolgte bzw. erfolgt ohne Zustimmung oder auf Veranlassung der NWSE.

Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund den maßgeblichen Börsenkurs ermittelt, der jedoch, da die Festlegung der Barabfindung durch die BDSE auf Grundlage des höheren, auf der Basis des Ertragswertverfahrens abgeleiteten Unternehmenswerts der NWSE erfolgt, im Ergebnis keine Rolle spielt.

Die von uns durchgeführten eigenständigen Analysen bestätigen das Ergebnis des Bewertungsgutachters; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 4.8. dieses Berichts.

3.4. Angemessenheit der Bewertungsmethode

Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden – namentlich das Ertragswertverfahren – gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des

²⁰ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566ff.

²¹ <https://new-work.se/de/newsroom/pressemitteilungen/2024-nwse-delisting-vereinbarung>, Abruf vom 18. März 2025.

Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) gefunden. Sie werden auch von der Rechtsprechung anerkannt.

Vorliegend wurde die Barabfindung auf Grundlage der Ermittlung des Unternehmenswerts der NWSE über das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen abgeleitet und über Multiplikatoren plausibilisiert. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde zudem geprüft, ob der Börsenkurs als Wertuntergrenze zu berücksichtigen ist oder Vorerwerben Relevanz beizumessen ist.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist die Anwendung der Methoden zur Ermittlung der Höhe der Barabfindung angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung verweisen wir auf den nachfolgenden Abschnitt.

4. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen

4.1. Bewertungsobjekt

4.1.1. Rechtliche Grundlagen

Die NWSE ist eine Europäische Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit **Sitz** in Hamburg und ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Hamburg unter der HRB 148078 eingetragen.

Der satzungsmäßige **Gegenstand des Unternehmens** ist der Betrieb eines Online-dienstes, internetbasierte Geschäftsvermittlung, Informations- und Weiterbildungsveranstaltungen und sonstige internetbasierte Dienstleistungen, soweit diese keiner behördlichen Erlaubnis bedürfen.

Das **Geschäftsjahr** der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.

Das **Grundkapital** der NWSE beträgt € 5.620.435,00 und ist in 5.620.435 Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) eingeteilt. Die Aktien lauten auf den Namen der Aktionäre. Die NWSE hält keine eigenen Aktien. Zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Arbeiten hält die BDSE 5.455.626 Stückaktien, mithin rd. 97,07 % des Grundkapitals der NWSE, die restlichen Aktien der Gesellschaft befinden sich im Streubesitz.

Die NWSE ist über die Beteiligung der BDSE eine (mittelbare) Tochtergesellschaft der Burda Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Offenburg (im Folgenden auch „Burda GmbH“ genannt), und damit Teil des international agierenden deutschen Medienkonzerns Hubert Burda Media mit der Hubert Burda Media Holding Kommanditgesellschaft, Offenburg, als oberster Konzernspitze. Die Burda GmbH ist innerhalb des Hubert Burda Media-Konzerns die Obergesellschaft einer Gruppe von Medien- und Technologieunternehmen. Die Burda GmbH wird in den **Konzernabschluss** der Hubert Burda Media Holding Kommanditgesellschaft einbezogen und stellt zudem für sich und ihre Tochtergesellschaften einen Teilkonzernabschluss auf.

Innerhalb des Burda GmbH-Teilkonzerns nimmt die **BDSE** die Funktion einer Zwischen- bzw. Managementholding für Geschäftsaktivitäten im Bereich eCommerce/Digitalmarken ein. Zwischen der BDSE und der Burda GmbH besteht ein Beherrschungs- und ein Gewinnabführungsvertrag.

4.1.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist die NWSE einschließlich ihrer Tochterunternehmen und Beteiligungen.

Die NWSE war zum 31. Dezember 2024 und auch zum Abschluss unserer Arbeiten an folgenden Tochtergesellschaften unmittelbar zu 100 % beteiligt (im Folgenden auch „NWSE-Konzern“ oder „NWSE-Gruppe“ genannt):

- New Work Networking Spain S.L., Barcelona/Spanien
- NEW WORK XING AG i.L., Zürich/Schweiz
- NEW WORK AUSTRIA XING kununu onlyfy GmbH, Wien/Österreich
- InterNations GmbH, München
- New Work Networking Portugal Unipessoal Lda., Porto/Portugal
- Prescreen GmbH i.L., Berlin
- kununu GmbH, Hamburg

Die NWSE stellt einen Konzernabschluss gemäß den internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS (International Financial Reporting Standards), wie sie vom International Accounting Standards Board (IASB) veröffentlicht werden und den ergänzend nach § 315e Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften auf.

Alle zum 31. Dezember 2024 bestehenden Tochtergesellschaften wurden in den Konzernabschluss zum 31. Dezember 2024 einbezogen.

4.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

Wesentliche **finanzielle Kennzahlen** der NWSE ergeben sich ausweislich der Angaben in den Konzernabschlüssen für die Geschäftsjahre 2024 und 2023 wie folgt:

New Work SE	2024	2023	2022
Wesentliche finanzielle Kennzahlen	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Umsatz	263,4	305,6	313,4
EBITDA	34,4	92,9	104,1
EBT	- 9,7	51,0	63,4
Konzernergebnis	- 7,1	36,9	43,3
Bilanzsumme zum 31.12.	269,7	348,5	377,0

Von den Umsatzerlösen des NWSE-Konzerns entfielen im Geschäftsjahr 2024 rd. € 230,0 Mio. auf Deutschland (Vorjahr: rd. € 266,1 Mio.) und rd. € 21,3 Mio. auf Österreich und die Schweiz (Vorjahr: rd. € 24,2 Mio.).

Im Geschäftsjahr 2024 waren im NWSE-Konzern durchschnittlich 1.503 Mitarbeiter (Vorjahr: 1.921) beschäftigt, zum 31. Dezember 2024 insgesamt 1.334 (31. Dezember 2023: 1.787).

Die NWSE teilt ihr Geschäft in drei Segmente, „HR Solutions & Talent Access“, „B2C“ und „B2B Marketing Solutions“, auf:

- Das Segment **HR Solutions & Talent Access** umfasst alle Produkte für Arbeitgeber, die Zugang zu Talenten suchen, und alle Produkte für Arbeitnehmer, über die eben dieser Talentzugang erreicht wird. Die Monetarisierung erfolgt über die Entwicklung, die Vermarktung und den Vertrieb digitaler Employer-Branding- und Recruiting-Lösungen. Das Segment erzielte im Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von rd. € 196,6 Mio. (Vorjahr: rd. € 218,7 Mio.); das operative Segmentergebnis (EBITDA) betrug rd. € 22,9 Mio. (Vorjahr: rd. € 57,6 Mio.).
- Im Segment **B2C** werden die Umsätze aus dem Verkauf kostenpflichtiger Mitgliedschaften für Endkunden ausgewiesen. Der Großteil der Umsatzerlöse wird über die XING-Premium-Mitgliedschaften generiert. Zudem werden dort die Umsätze aus „InterNations“, einem Netzwerk, dass sich an Expatriates richtet, erfasst. Das Segment erzielte im Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von rd. € 58,7 Mio. (Vorjahr: rd. € 73,4 Mio.); das operative Segmentergebnis (EBITDA) betrug rd. € 24,7 Mio. (Vorjahr: rd. € 39,3 Mio.).
- Im Segment **B2B Marketing Solutions** werden überwiegend Umsatzerlöse mit der Vermarktung von Werbeflächen auf der XING-Plattform generiert. Das Segment erzielte im Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von rd. € 8,1 Mio. (Vorjahr: rd. € 13,6 Mio.); das operative Segmentergebnis (EBITDA) betrug rd. € -1,0 Mio. (Vorjahr: rd. € 1,9 Mio.). Die NWSE sieht sich mit ihren beiden Marken, dem sog. Jobs-Netzwerk XING und der Arbeitgeber-Vergleichsplattform kununu, als wichtigster Recruiting-Partner im deutschsprachigen Raum, der Arbeitssuchende und Unternehmen zusammenbringt, damit Berufstätige ein zufriedeneres Job-Leben führen und Firmen durch die richtigen Talente erfolgreicher werden.

Auf der Plattform **XING** haben sich ausweislich der Angaben im gemeinsamen Lagebericht für das Geschäftsjahr 2024 knapp 23 Millionen Menschen registriert, um neben dem Zugang zu potenziellen Geschäftskontakten bzw. -partnern auch sichtbar für Recruiter oder Personalberater zu sein und Zugang zum Stellenmarkt auf XING zu erhalten. XING unterläuft seit dem Geschäftsjahr 2023 eine Repositionierung zum Jobs-Netzwerk mit dem Ziel, den Zugang zu Talenten für Arbeitgeber auszubauen. Damit liegt die Monetarisierung der B2C-Nutzer, also der natürlichen Personen, die sich bei XING registriert

haben, weniger im Fokus, als dies in der Vergangenheit der Fall war. So kann der Stellenmarkt auf XING auch ohne Registrierung besucht und barrierefrei von Job-Suchenden erreicht werden. Die Monetarisierung erfolgt im Wesentlichen durch den Verkauf von digitalen Recruiting-Lösungen an Unternehmen. Arbeitgeber, Personalberater oder Personalvermittlungsagenturen können durch das Schalten von Stellenanzeigen (sog. „Passive Sourcing“) oder auch mittels aktiver Kandidatensuche und -ansprache (sog. „Active Sourcing“) direkt auf die registrierten Nutzer zugreifen, um offene Stellen schnell und effizient zu besetzen.

Im Bereich Passive Sourcing bietet XING neben dem Schalten von Stellenanzeigen weitere Recruiting-Aktivitäten über Social Media Recruiting, kostenlose Jobbörsen und Karriereseiten an; die Jobsuche und Jobempfehlungen erfolgen dabei regelmäßig mit KI-Unterstützung.

Im Bereich Active Sourcing bietet XING mit dem Produkt XTM (XING TalentManager) den Unternehmen den Zugang zu den über 22 Mio. Mitgliedern mittels gezielter Suchfunktionen sowie die KI-unterstützte Direktansprache der Kandidaten. Der XTM wird auch im sogenannten Bundle (XING 360°, XING 360°+) mit weiteren Produkten von XING und kununu angeboten. Darüber hinaus unterstützt XING mit dem XTS (XING TalentService) mittels Suche und direkter Ansprache Unternehmen bei der Mitarbeiterrekrutierung.

Neben den vorstehend beschriebenen Produkten des Passive und Active Sourcing bietet XING im Segment HR Solutions & Talent Access noch ein Bewerbermanagementsystem („ATS“, Applicant Tracking System) an. Dieses Produkt bietet Unternehmen die Möglichkeit den gesamten Recruiting-Prozess in der Software abzubilden („SaaS“ -Software as a Service).

Bei den bezahlten Mitgliedschaften im Segment B2C werden die Produkte „XING Premium Mitgliedschaft“ sowie „XING ProJobs“ angeboten.

Die Vermarktung von Werbeflächen ergänzt das Portfolio von XING im Segment B2B Marketing Solutions.

Mit der Plattform **kununu** besitzt die NWSE einen weiteren Marktplatz, der Berufstätige und Arbeitgeber neben der XING-Plattform zusammenbringt. Als Bewertungsplattform bietet kununu Berufstätigen Orientierung bei der Suche nach neuen Job-Perspektiven bzw. Arbeitgebern durch Information über Arbeitskultur, Betriebsklima und Mitarbeiterzufriedenheit. Zudem hat kununu in umfangreichem Maße Gehaltsdaten zu unterschiedlichen Jobs erfasst und bietet damit Berufstätigen die Möglichkeit der Beurteilung der

Marktgerechtigkeit der eigenen Vergütung. Unternehmen wiederum können sich mittels der kostenpflichtigen digitalen Employer-Branding-Lösungen von kununu als attraktive Arbeitgeber präsentieren und so das Interesse potenzieller Kandidaten wecken bzw. steigern. Auf der B2C-Seite – also den Arbeitgeberbewertungen – findet keine direkte Erlösrealisierung statt; die Nutzer liefern durch die Bewertungen den Inhalt der Plattform und stehen als potenzielle Kandidaten fürs Recruiting zur Verfügung.

Die von kununu angebotenen Employer-Branding-Profile („EBP“) unterscheiden sich hinsichtlich des Umfangs der angebotenen Funktionen wie Benchmarking, Analysefunktionen und Bewertungsauswertungen sowie die angesprochenen Unternehmen. Die „EBP Pro“ bietet umfangreichere Analysefunktionen im Vergleich zur „EBP Core“. Mit Ausweitung der Kundenakquise wurden für kleine und mittelständische Unternehmen die „EBP SME“ sowie die auf Recruiting-Unternehmen die „EBP Staffing“ mit einem für diese Unternehmen passenden Leistungsumfang entwickelt.

Für das EBP wird seit dem Geschäftsjahr 2024 mit dem Produkt „Hiring Extension“ zusätzlich die Möglichkeit angeboten, unbegrenzt Stellenanzeigen für ein Jahr zu schalten.

Darüber hinaus werden für Unternehmen, die anhand der von Nutzern vorgenommenen Bewertungen bestimmte von kununu gesetzte Kriterien erfüllen, verschiedene Siegel angeboten. Das sogenannte „Top Company“-Siegel können Unternehmen erwerben und auf ihrer Webseite für ein Jahr platzieren. Es wurden zwei weitere Siegel eingeführt: „Top Salary Satisfaction“ und das „Top Recruiting“.

Die zur NWSE gehörenden B2C-Plattformen www.xing.com und www.kununu.com verfügen in ihren jeweiligen Segmenten in der DACH-Region hinsichtlich der Anzahl ihre Mitglieder und der bewerteten Arbeitgeber nach eigener Einschätzung der Gesellschaft ausweislich der Angaben im zusammengefassten Lagebericht 2024 über jeweils führende Positionen.

Die NWSE prüft derzeit angesichts der sehr unterschiedlichen Entwicklungsstadien und Herausforderungen der beiden Geschäftsbereiche kununu und XING in strategischer Sicht verschiedene Konzepte für die Reorganisation des New Work-Konzerns sowie für eine Verselbstständigung und operative Trennung ihrer Geschäftsbereiche kununu und XING, um so größere strategische Handlungsspielräume zu schaffen. Derzeit werden Konzepte mit Unterstützung durch die BDSE erarbeitet und evaluiert. Hierzu gehören insbesondere die Definition einer Zielstruktur der künftigen gesellschaftsrechtlichen und betrieblichen Organisation von kununu und XING, die Erarbeitung datenschutzkonformer Lösungen für die Übertragung und gemeinsame Nutzung von Daten sowie die Planung der gegebenenfalls notwendigen Handlungsschritte für eine Verselbstständigung der

beiden Geschäftsbereiche. Aus Sicht der BDSE ist perspektivisch auch die Herauslösung von kununu aus dem New Work-Konzern eine mögliche Option. Nach unserer Kenntnis wurde noch keine Entscheidung für ein bestimmtes Konzept getroffen und dementsprechend auch noch keine Entscheidungen zur Umsetzung konkreter Maßnahmen für eine Trennung der Geschäftsbereiche kununu und XING.

4.1.4. Steuerliche Grundlagen

Die NWSE wird beim Finanzamt Hamburg unter der Steuernummer 27/272/01079 geführt.

Es besteht eine ertragsteuerliche Organschaft zwischen der NWSE als Organträgerin und der InterNations GmbH, München.

Die NWSE verfügt zum 31. Dezember 2024 über gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 19,0 Mio. und einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von € 18,6 Mio. Darüber hinaus besteht bei der NEW WORK AUSTRIA XING kununu onlyfy GmbH, Wien/Österreich, ein körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag von rd. € 4,1 Mio.

4.2. Bewertungsstichtag

Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der Hauptversammlung der NWSE, in der der Beschluss zur Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin gefasst werden soll. Die Hauptversammlung der NWSE ist für den 23. Juni 2025 vorgesehen.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde vom Bewertungsgutachter der 31. Dezember 2024 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten ausschüttungsfähigen Ertragsüberschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 23. Juni 2025 mit dem maßgeblichen Diskontierungssatz aufgezinst.

Diese Vorgehensweise ist unseres Erachtens sachgerecht.

4.3. Markt- und Wettbewerbsumfeld

4.3.1. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die Prognose wichtiger wirtschaftlicher Kennziffern wie das Bruttoinlandsprodukt und die Entwicklung der Verbraucherpreise erfolgen regelmäßig durch eine Vielzahl öffentlicher und privater Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene.

Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden auch „IMF“ genannt), die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, aber auch die großen Privatbanken.

Da der für NWSE relevante Markt in der sog. DACH-Region liegt, beschränken sich die nachfolgenden Ausführungen auf die Darstellung der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, Österreich und der Schweiz.

Die jährliche Entwicklung des realen **Bruttoinlandsprodukts** (im Folgenden auch „BIP“ genannt) und der Inflationsrate gemessen am **Verbraucherpreisindex** stellt sich wie folgt dar:

Bruttoinlandsprodukt (real) Wachstum in %	IST				Prognose						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Deutschland	3,7	1,4	- 0,3	- 0,2	0,0	0,9	1,5	1,2	1,0	0,7	
Österreich	4,8	5,3	- 1,0	- 1,2	- 0,3	0,8	1,6	1,2	1,1	0,9	
Schweiz	5,6	3,1	0,7	1,3	0,9	1,6	1,2	1,8	1,2	1,8	

Inflation Wachstum in %	IST				Prognose						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Deutschland	3,2	8,7	6,0	2,5	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	
Österreich	2,8	8,6	7,7	2,9	3,2	1,7	2,2	2,1	2,1	2,1	
Schweiz	0,6	2,8	2,1	1,1	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	

Quelle: IMF, World Economic Outlook, April 2025.

Die wirtschaftliche Entwicklung in der DACH-Region, besonders in Deutschland und Österreich, abgemildert aber auch grundsätzlich vergleichbar in der Schweiz, wurde ab dem Jahr 2020 zunächst stark von der COVID-19-Pandemie geprägt: So war im Jahr 2020 ab dem Frühjahr ein deutlicher Einbruch des Bruttoinlandsprodukts zu verzeichnen, dem zum Ende des Jahres und im Jahr 2021 eine ebenfalls deutliche Aufholbewegung mit dem Abklingen der Pandemie folgte. Dieser Aufschwung wurde Anfang 2022 mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine und den damit einhergehenden mittelbaren Folgen für die Wirtschaft, insbesondere durch die zunehmenden Lieferkettenprobleme für weite Bereiche der Wirtschaft und die Energiepreisentwicklung, die gleichermaßen in der Wirtschaft als auch im Bereich der privaten Haushalte zu Belastungen führte, eingebremst. Insgesamt war eine sehr starke Steigerung des Verbraucherpreisindex zu verzeichnen.

Die von der Europäischen Zentralbank als Reaktion auf diese Entwicklung ab Juli 2022 in einer historisch nie dagewesenen Zeitabfolge eingeleiteten Zinsschritte zur Eindämmung der Inflation führten erst mit deutlicher Zeitverzögerung zu einem Rückgang der Inflation im Jahresverlauf 2023 bzw. bis zum heutigen Zeitpunkt. Das Jahr 2023 zeigte vor dem Hintergrund dieser Rahmenbedingungen daher sowohl in Deutschland als auch in Österreich ein negatives Wachstum des BIP.

Im Jahr 2024 folgte in **Deutschland** zunächst eine langsame Erholung von der Rezession. Der Einfluss der strafferen Geldpolitik auf die Expansionskräfte nahm allmählich ab. Das Geschäfts- und Konsumklima befand sich trotz eines Aufwärtstrends weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Zudem war die konjunkturelle Erholung zunehmend durch strukturelle Hindernisse eingeschränkt. Vor diesem Hintergrund kam es auf Gesamtjahressicht auch im Jahr 2024 zu einem leichten Rückgang des BIP; für das laufende Jahr 2025 wurde mit einem leichten Wachstum gerechnet, für 2026 dann eine Wachstumsrate von 1,5 % erwartet.²² Der IMF erwartet laut aktueller April-Prognose für 2025 einen Rückgang des BIP von 0,0 %; für 2026 schätzt es die Wachstumsrate auf 0,9 %.²³

Das von der neuen Bundesregierung avisierte Wachstumspaket ist hinsichtlich seiner Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum noch nicht abschließend quantifizierbar. In den Daten des IMF zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts wurden die Auswirkungen mit einem konservativen Ansatz antizipiert, mit dem Hinweis, dass diesbezüglich noch erhebliche Unsicherheiten bestünden.²⁴ Der DIW erwartet, dass das Sondervermögen in Höhe von € 500 Mrd. für öffentliche Infrastruktur, welches über zehn Jahre investiert werden soll, die deutsche Wirtschaft ab dem Jahr 2026 deutlich anschieben würde. Danach könnte die Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr um etwa ein Prozent höher ausfallen und ab dem Jahr 2027 um durchschnittlich mehr als zwei Prozent pro Jahr steigen.²⁵

Die Inflation hat sich in Deutschland im Jahr 2024 zwar deutlich abgeschwächt, wird aber nach Einschätzung des IfW im laufenden Jahr mit rd. 2,2 % weiterhin noch leicht oberhalb des Zielwerts der Europäischen Zentralbank (EZB) von etwa 2,0 % liegen. Im Folgejahr 2025 erwartet das IfW, dass sich die Inflation auf jenes Langzeitniveau annähern wird.²⁶ Das IMF prognostiziert, dass im aktuellen Jahr 2025 die Verbraucherpreise um

²² Vgl. IfW, Kieler Konjunkturberichte, Deutsche Wirtschaft im Frühjahr 2025.

²³ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

²⁴ Vgl. IMF, World Economic Outlook, Chapter 1, S. 11f., April 2025.

²⁵ Vgl. DIW Berlin: Sondervermögen für Infrastruktur: 500-Milliarden-Euro Investitionspaket würde deutsche Wirtschaft aus der Krise holen: 03/2025.

²⁶ Vgl. IfW, Kieler Konjunkturberichte, Deutsche Wirtschaft im Herbst 2024.

rd. 2,1 % ansteigen werden. Für die kommenden Jahre erwartet auch das IMF ein Niveau von rd. 2,2 %.²⁷

Folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Geschäftsklimaindex²⁸ in Deutschland:



Quelle: ifo Geschäftsklimaindex (März 2025); ifo Konjunkturumfragen, März 2025; Indexwerte, 2015 = 100.

Die Stimmung der Unternehmen in Deutschland hat sich aktuell leicht aufgehellt. Der ifo Geschäftsklimaindex stieg im März auf 86,7 Punkte, nach 85,3 Punkten im Februar. Die Unternehmen zeigten sich zufriedener mit der aktuellen Lage und hoffen auf weitere Besserung.²⁹

Allerdings ist eine erhebliche Unsicherheit in der Wirtschaft aufgrund insbesondere geopolitischer Ereignisse, wie etwa der Frage des Fortgangs des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine oder den Zollschranken durch die USA, zu verzeichnen.

²⁷ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

²⁸ Vgl. ifo Konjunkturumfragen, März 2025; Abruf 04/2025; <https://www.ifo.de/fakten/2025-03-25/ifo-geschaeftsklimaindex-gestiegen-maerz-2025>.

²⁹ Vgl. ifo Konjunkturumfragen, März 2025; Abruf 04/2025; <https://www.ifo.de/fakten/2025-03-25/ifo-geschaeftsklimaindex-gestiegen-maerz-2025>.

Die aus einer solchen verschärften Situation drohende Rezession³⁰ würde den Markt für Online-Recruiting und Bewertungsplattformen erheblich beeinflussen. Unternehmen reduzieren aufgrund wirtschaftlicher Unsicherheiten ihre Einstellungsaktivitäten, was zu einem Rückgang der Stellenanzeigen führt.³¹

Ungeachtet dieser Unsicherheiten bleibt der Fachkräftemangel in vielen Bereichen grundsätzlich bestehen, sodass Unternehmen verstärkt auf Employer Branding und Active Sourcing setzen müssen, um im Wettbewerb um qualifizierte Talente attraktiv zu bleiben. Viele Arbeitgeber zögern zudem, Entlassungen auszusprechen, und greifen stattdessen vermehrt auf Kurzarbeit zurück. Parallel dazu verändern sich die Prioritäten der Bewerber. Aspekte wie Gehalt, Arbeitsplatzsicherheit und langfristige Perspektiven gewinnen in wirtschaftlich unsicheren Zeiten an Bedeutung. Unternehmen müssen diese Faktoren gezielt in ihren Recruiting-Strategien berücksichtigen, um potenzielle Kandidaten anzusprechen. Zudem nimmt die Anpassungsfähigkeit von Recruiting-Plattformen eine zunehmend wichtige Rolle ein. Der Einsatz von KI-gestützten Prozessen und innovativen Recruiting-Methoden rückt stärker in den Fokus, um trotz Budgetkürzungen effizient Talente zu gewinnen. Während klassische Stellenausschreibungen rückläufig sind, gewinnen somit strategisches Employer Branding und gezielte Personalmarketing-Maßnahmen an Relevanz.³²

Die Entwicklung in **Österreich** war grundsätzlich mit der in Deutschland vergleichbar. Die Konjunktur kühlte sich seit Jahresmitte 2022 deutlich ab. Das Nachlassen der internationalen Nachfrage und hohe Energiepreissteigerungen dämpften die Industrieproduktion, während die allgemeine Teuerung die Realeinkommen der privaten Haushalte schmälerte und die Konsumnachfrage belastete. Diese Entwicklungen führten 2023 zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,8 %.³³

In Österreich ist in den nächsten Jahren mit erheblichen Einsparungen in den öffentlichen Haushalten zu rechnen, deren Auswirkungen gegenwärtig nicht absehbar sind. Die Ausgangslage für eine Budgetkonsolidierung ist schwierig, zumal Österreichs Wirtschaftsleistung 2024 neuerlich um knapp 1 % geschrumpft ist und im Prognosezeitraum nur zaghaft wachsen wird (2025 +0,6 %, 2026 +1,2 %), so die Einschätzung des WIFO.³⁴

³⁰ Vgl. ifo, Arbeits- und Fachkräftemangel – aktuelle Lage und Projektionen im europäischen Vergleich; 03/2025, S.51 ff.

³¹ Vgl. Welt, 60 Prozent der Arbeitgeber planen Jobabbau – die Warnsignale auf dem Arbeitsmarkt, 03/2025; <https://www.welt.de/wirtschaft/article253271210/Arbeitslose-60-der-Arbeitgeber-planen-Jobabbau-die-Warnsignale-auf-dem-Arbeitsmarkt.html>.

³² Vgl. HRM, Recruiting 2024; 03/2025; <https://www.hrm.de/deine-chance-auf-erfolg-im-recruiting-2024/>; Business Insider, Generation Z im Job: Zwei Dinge sind den meisten am wichtigsten; 03/2025; HR Monkeys, die Rezession kommt; 03/2025; <https://hr-monkeys.de/blog/die-rezession-kommt/>.

³³ Vgl. WIFO, Konjunkturprognose 2/2024, S. 4.

³⁴ Vgl. WIFO, Konjunkturprognose 12/2024.

Das IMF erwartet hingegen für das aktuelle Jahr 2025 einen Rückgang des BIP von rd. -0,3 % und anschließend ein Wachstum von rd. 0,8 % im Jahr 2026.³⁵

Die Inflation schwächte sich in Österreich zwar im Jahresverlauf 2023 spürbar ab, lag auf Gesamtjahressicht aber sehr deutlich noch über der 2 %-Zielmarke der EZB. Die Produzentenpreise sanken ab der Jahresmitte 2023 zunehmend, bedingt u. a. durch die Verbilligung von Energie und Vorleistungsgütern im Vorjahresvergleich. Die Inflation in Österreich ging danach von rd. 7,8 % im Jahr 2023 über rd. 3,4 % im Jahr 2024 auf rd. 2,5 %, die im Jahr 2025 erwartet werden, deutlich zurück. Der Zielwert der EZB von 2 % wird in Österreich voraussichtlich Mitte 2026 erreicht.³⁶ Das IMF sieht für das Jahr 2025 hingegen einen Inflationswert von rd. 3,2 % und prognostiziert für das darauffolgenden Jahr eine Reduktion auf ein Niveau von rd. 1,7 %.³⁷

Die **Wirtschaft der Schweiz** war im Vergleich zu Deutschland und Österreich weniger von den Folgen der COVID-19-Pandemie und dem Angriffskrieg Russlands geprägt und zeigte zu Beginn des Jahres 2024 ein moderates Wachstum. Während der Dienstleistungssektor nochmals zulegen, stagnierte demgegenüber der Industriesektor. Zudem wuchs der private Konsum weiter, gestützt insbesondere durch die weiterhin gute Lage am Arbeitsmarkt.³⁸

Die gängigen Konjunkturindikatoren für die Schweiz haben sich in den vergangenen Monaten vielfach stabilisiert und deuten darauf hin, dass der konjunkturelle Tiefpunkt überschritten wurde. Die Konsumentenstimmung stagniert seit mehreren Monaten, sie liegt aber deutlich über dem Tief des Herbsts 2023. Das Schweizer Staatssekretariat für Wirtschaft meldete für das Jahr 2024 ein Wachstum des BIP von 0,9 %. Die Expertengruppe senkte ihre Prognose für das Wirtschaftswachstum der Schweiz im Jahr 2025 leicht auf 1,4 % (Prognose von Dezember: 1,5 %). Damit würde die Schweizer Wirtschaft im laufenden Jahr schwächer wachsen als im historischen Mittel (1,8 %). Wie bisher ist zu erwarten, dass die Binnennachfrage die Konjunktur stabilisiert. Niedrige Inflationsraten (Jahresmittel 2025: 0,3 %, unveränderte Prognose) stützen die Konsumausgaben der privaten Haushalte; daneben ist ein gewisser Anstieg der Beschäftigung zu erwarten. Im Jahr 2026 sollte sich insbesondere das europäische Ausland allmählich von der aktuellen Schwächephase erholen. Dadurch würden auch die Schweizer Exporte und Investitionen wieder an Dynamik gewinnen. Die Expertengruppe prognostiziert für 2026 ein Wachstum der Schweizer Wirtschaft von 1,6 % (Prognose von Dezember: 1,7 %).³⁹ Die

³⁵ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

³⁶ Vgl. WIFO, Inflationsprognose für 2024 bis 2028; Zugriff: 03/2025.

³⁷ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

³⁸ Vgl. SECO, Konjunkturprognose, Pressemitteilung vom 17. Juni 2024, S. 16-17.

³⁹ Vgl. SECO, Konjunkturprognose, 03/2025.

Prognose des IMF für das Wirtschaftswachstum der Schweiz liegt wiederum für 2025 bei 0,9 % und für das Jahr 2026 bei rd. 1,6 %.⁴⁰

4.3.2. Branchenspezifisches Umfeld

Die NWSE ist mit ihren beiden Plattformen XING und kununu vorrangig in den Bereichen HR Talent-Management, Online-Recruiting/Jobbörsen sowie Karrierenetzwerk bzw. Business-Plattform tätig. Regional ist die NWSE in der DACH-Region insbesondere in Deutschland etabliert.

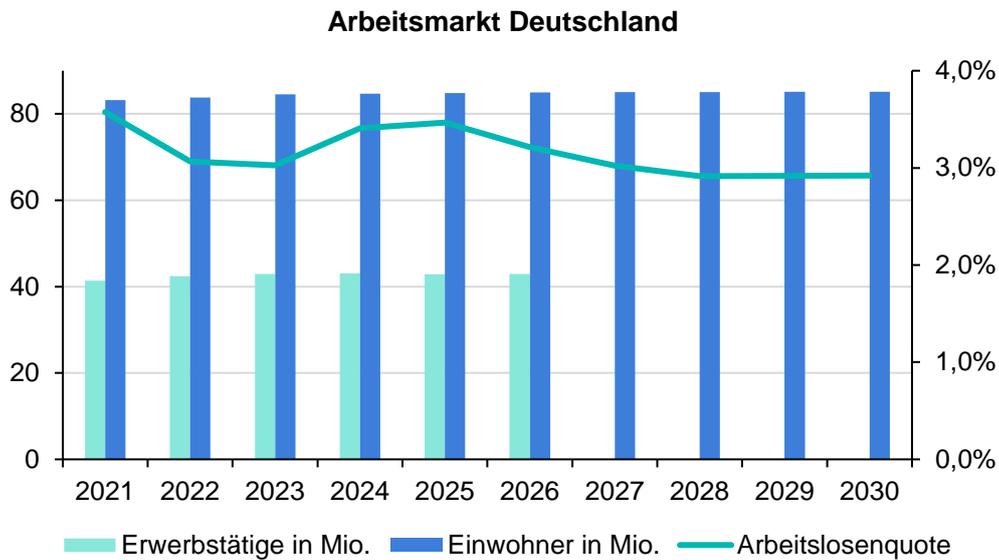
Die fortschreitende Digitalisierung des Arbeitsmarktes und der steigende Bedarf an effizienten, technologiegestützten Lösungen für die Personalgewinnung und -entwicklung ist die Grundlage für das Geschäftsmodell der NWSE. Unternehmen stehen zunehmend vor der Herausforderung, qualifizierte Fachkräfte in einem stark umkämpften Arbeitsmarkt zu identifizieren, gezielt anzusprechen und langfristig an sich zu binden. In diesem Zusammenhang gewinnen digitale Recruiting-Plattformen und innovative HR-Technologien an Bedeutung, da sie Unternehmen dabei unterstützen können, ihre Talentakquise zu optimieren und datenbasierte Personalstrategien zu entwickeln. Arbeitgebermarkenbildung (Employer Branding) spielt dabei eine zentrale Rolle, da eine attraktive Positionierung als Arbeitgeber entscheidend sein kann, um sich im Wettbewerb um Fachkräfte durchzusetzen. Die Monetarisierung ihrer Angebote durch zielgerichtete Werbung (Targeted Ads) und Premium-Dienste ermöglicht es NWSE zudem, sowohl Arbeitgeber als auch Jobsuchende mit personalisierten Lösungen anzusprechen und zusätzliche Erlöspotenziale zu erschließen.

⁴⁰ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

4.3.2.1. Arbeitsmarkt

Die Prognosen für das Bevölkerungswachstum sehen für die DACH-Region weitgehend eine Stagnation vor. Dies betrifft auch die erwartete Anzahl der Erwerbstätigen.

Für Deutschland wird vor diesem Hintergrund folgende Entwicklung für den Arbeitsmarkt prognostiziert:



Quelle: IMF, World Economic Outlook April 2025

Ab 2024 wird die Zahl der Erwerbspersonen voraussichtlich kontinuierlich sinken. Der wirtschaftliche und berufliche Strukturwandel wird dabei maßgeblich durch die Digitalisierung vorangetrieben. Zusätzlich wirkt sich das schrumpfende Arbeitskräfteangebot negativ auf die Anzahl der Arbeitsplätze aus. Zwischen 2023 und 2040 sollen auf Bundesebene zwar rund 3,1 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen werden, gleichzeitig sollen jedoch fast 4 Millionen Stellen wegfallen – ein Nettoverlust, der erhebliche Herausforderungen für den Arbeitsmarkt mit sich bringt.⁴¹ Gemäß der Prognose des Bundesinstituts für Berufsbildung, Bonn, soll die Erwerbstätigenquote innerhalb der erwerbsfähigen Bevölkerung stetig, von 78,5 % im Jahr 2025 auf 81,9 % im Jahr 2040 ansteigen.⁴²

⁴¹ Vgl. IAB-Bericht, Auswirkungen des Strukturwandels; 03/2025.

⁴² Vgl. Bundesinstitut für Berufsbildung, QuBe-Basisprojektion, 2024.

4.3.2.2. Recruiting

Der Markt der Jobvermittlung wurde in den vergangenen Jahren maßgeblich durch die Digitalisierung transformiert. Bereits im Jahr 2020 ergab eine Umfrage unter Arbeitnehmern, dass sie durch eine Stellenanzeige in einer Online-Jobbörse auf ihren aktuellen Job aufmerksam geworden sind. Eine Umfrage aus dem Jahr 2023 zur Nutzung von Recruiting-Methoden in Deutschland zeigt zudem, dass nahezu alle Befragten regelmäßig Jobbörsen für die Stellensuche nutzen. Diese Dominanz digitaler Plattformen spiegelt sich auch auf Arbeitgeberseite wider: 74 % der Unternehmen setzen vorrangig auf Jobportale, um neue Mitarbeiter zu gewinnen.⁴³

Eine wesentliche Herausforderung moderner Jobsuchen ist es, Arbeitnehmeranforderung und Bedürfnisse der arbeitskräftesuchenden Unternehmen aus den konkreten Stellenvakanzen in Übereinstimmung zu bringen. Die hier nach wie vor zu verzeichnende Diskrepanz unterstreicht die Bedeutung intelligenter Matching-Systeme, die in Zukunft eine zentrale Rolle dabei spielen werden, die Marktposition klassischer Jobbörsen gegenüber sozialen Netzwerken zu behaupten. Während Jobsuchmaschinen die meisten Nutzer erreichen, weisen soziale Medien eine deutlich höhere Erfolgsquote beim tatsächlichen Jobwechsel auf. Dies zeigt, dass personalisierte, KI-gestützte Matching-Technologien zunehmend an Relevanz gewinnen – sowohl für Arbeitgeber als auch für Bewerber.⁴⁴

Trotz der hohen Relevanz von Online-Jobbörsen spielt die persönliche Ansprache im Recruiting-Prozess eine zentrale Rolle. Laut einer Studie bevorzugen 39 % der Befragten eine individuell verfasste E-Mail als ersten Kontaktweg durch einen Recruiter, gefolgt vom telefonischen Erstgespräch. Der direkte Austausch über Jobbörsen oder professionelle Netzwerke rangiert hingegen erst an dritter bzw. vierter Stelle. Dies verdeutlicht, dass digitale Recruiting-Kanäle zwar eine essenzielle Grundlage für die Personalgewinnung darstellen, der Erfolg jedoch stark von einer gezielten und personalisierten Ansprache abhängt.⁴⁵

Die Digitalisierung treibt die Transformation von Unternehmensprozessen weiter voran und beeinflusst zunehmend auch das Recruiting. Mit der wachsenden Verbreitung von Künstlicher Intelligenz im beruflichen Kontext gewinnt deren Einsatz in der Personalgewinnung ebenfalls an Bedeutung.

⁴³ Vgl. Statista, Industrien und Märkte, Recruiting; 2023.

⁴⁴ Vgl. Randstad, Länderreport - Employer Brand Research; 03/2024.

⁴⁵ Vgl. Statista, Industrien und Märkte, Recruiting; 2023.

4.3.2.3. Employer Branding

Die Marktentwicklung im Bereich des Employer Brandings zeigt einen klaren Trend hin zur Integration digitaler Technologien und Plattformen wie kununu oder Glassdoor im Recruitingprozess. Unternehmen erkennen zunehmend die Bedeutung einer starken Arbeitgebermarke, um im Wettbewerb um qualifizierte Fachkräfte erfolgreich zu sein. Besonders im Bereich des Einsatzes von Künstlicher Intelligenz zeigt sich eine große Veränderung. Durch KI können für das Employer Branding große Datenmengen aus Bewerber- und Mitarbeiterfeedback analysiert werden. Dies ermöglicht es den Unternehmen, Stärken und Schwächen im Bewerbungsprozess zu identifizieren und die sogenannte „Candidate Experience“ zu verbessern. Beispielsweise können KI-Tools auch maßgeschneiderte Nachrichten generieren, die auf die individuellen Bedürfnisse der Kandidaten abgestimmt sind. Dadurch wird eine stärkere persönliche Bindung zu den Bewerbern aufgebaut.⁴⁶

Viele Jobsuchende nutzen Bewertungsseiten, um sich ein Bild von potenziellen Arbeitgebern zu machen. Negative Bewertungen können dazu führen, dass Talente von einer Bewerbung absehen, weshalb es für Unternehmen von Bedeutung ist, auf solchen Plattformen präsent zu sein, aktiv auf Feedback zu reagieren und positive Bewertungen zu fördern.⁴⁷ Bewertungsplattformen wie kununu und Glassdoor sind daher ein wichtiger Bestandteil der Arbeitgeberwahl und -bewertung geworden.

Laut einer Umfrage glauben 87,9 % der HR-Verantwortlichen, dass Kommentare auf Plattformen wie Kununu und Glassdoor potenzielle Bewerber beeinflussen.⁴⁸ Für 84 % der Jobsuchenden, die Bewertungen lesen, spielen diese eine wichtige Rolle bei der Entscheidungsfindung. Es hat sich gezeigt, dass 54 % der Befragten aufgrund negativer Bewertungen ihre Bewerbung bei einem Unternehmen zurückgezogen haben, während 46 % in ihrer positiven Entscheidung bestärkt wurden.⁴⁹

4.3.2.4. Digitale Werbung

Die Bedeutung der Online-Werbung soll weiterhin zunehmen. Bis 2027 wird erwartet, dass die weltweiten Gesamtausgaben für digitale Werbung um über neun Prozent steigen – ein deutlich stärkeres Wachstum als bei traditionellen Werbekanälen, das auch für den deutschen Markt entsprechend erwartet wird.

⁴⁶ Vgl. Social Natives, Employer Branding Trends; 03/2025; <https://socialnatives.de/employer-branding-trends/>.

⁴⁷ Vgl. Social Natives, Employer Branding Trends; 03/2025; <https://socialnatives.de/employer-branding-trends/>.

⁴⁸ Vgl. Statista, Glauben Sie, dass positive und/oder negative Kommentare von (Ex-)Mitarbeitern einen Einfluss auf potenzielle Bewerber haben?; 04/2018.

⁴⁹ Vgl. Statista, Arbeitgeber-Bewertungen im Netz werden bei der Jobsuche immer wichtiger; Abruf 03/2025; <https://de.statista.com/infografik/13510/einstellung-der-befragten-zu-onlinebewertungen-von-arbeitgebern/>.

Die digitalen Werbemöglichkeiten sind dabei vielfältig. Zu den wichtigsten Kanälen zählen Suchmaschinenwerbung, Social Media-Werbung, Display-Werbung, Retail Media und klassisches Dialogmarketing.⁵⁰

4.3.3. Wettbewerbsumfeld

NWSE sieht sich im direkten Wettbewerb mit anderen Plattformanbietern (digitale Jobbörsen/Bewertungsplattformen) und sozialen Netzwerken für berufliche Kontakte. Wesentliche Wettbewerber sind nach den uns gegebenen Auskünften danach folgende Anbieter:

LinkedIn, 2003 gegründet, hat seit der Übernahme durch Microsoft im Jahr 2016 ein signifikantes Wachstum erreicht. Im Jahr 2024 verfügt LinkedIn über eine Nutzerbasis von über 900 Millionen Mitgliedern weltweit, darunter etwa 19 Millionen in der DACH-Region. Obwohl sie keine klassische Jobbörse ist, bietet die Plattform eine eigene Job-Sektion mit rund 14 Millionen Stellenanzeigen weltweit – davon etwa 5 Millionen in Deutschland. Mit monatlich 35.000 Besuchern auf der deutschen Job-Seite ergibt sich jedoch ein hoher Wettbewerb um die Aufmerksamkeit potenzieller Bewerberinnen. Unternehmen, die hier Stellenanzeigen schalten, müssen daher mit starker Konkurrenz rechnen. Ein entscheidender Vorteil von LinkedIn ist die Möglichkeit, Jobangebote direkt über die Profile von Teammitgliedern oder Führungskräften zu teilen. So lassen sich Reichweite und Sichtbarkeit der Anzeige gezielt erhöhen, indem die Netzwerke der Mitarbeitenden genutzt werden. Dieser Empfehlungsmechanismus spielt auch für viele Unternehmen eine zentrale Rolle im Recruiting. Hinsichtlich der Kosten bietet LinkedIn verschiedene Preismodelle an. Die Abrechnung erfolgt dabei per Klick, sodass Unternehmen ihr Budget individuell festlegen können.⁵¹

Das Geschäftsmodell von LinkedIn basiert auf mehreren Einnahmequellen. Der Bereich Talent Solutions umfasst professionelle Recruiting-Tools, die Unternehmen dabei helfen, geeignete Kandidaten effizient zu finden und anzusprechen. Im Jahr 2022 generierte LinkedIn durch Talent Solutions über \$ 6 Milliarden, was mehr als 54 % des Gesamtumsatzes ausmacht. Der Bereich Marketing-Solutions, der als B2B-Werbepattform fungiert, ermöglichte es LinkedIn, 2022 über \$ 5 Milliarden zu erwirtschaften, was etwa 45 % des Gesamtumsatzes entspricht.

⁵⁰ Vgl. Statista, Verteilung der Investitionen in Online-Werbung nach Werbeformaten in Europa in den Jahren 2006 bis 2023; Juni 2024.

⁵¹ Vgl. Workwise, Jobbörsen: Vergleich der wichtigsten Stellenbörsen [2025]; Abruf: 03/2025; <https://hire.workwise.io/hr-praxis/personalsuche/jobboersen-vergleich>.

In den vergangenen Jahren konnte LinkedIn sowohl seinen Umsatz als auch seine Werbeeinnahmen konstant steigern. Für das Jahr 2025 wird für letztere ein Wachstum von +12,5 % im Vergleich zum Vorjahr erwartet.⁵²

Der Wettbewerber **Indeed** mit der Plattform einer Jobbörse hat durch den Erwerb der Employer Branding Plattform Glassdoor eine zu NWSE vergleichbare Struktur geschaffen. Durch die Integration von Indeed-Stellenanzeigen auf Glassdoor profitieren Arbeitgeber von einer erweiterten Sichtbarkeit. Zudem ermöglicht ein gemeinsames Employer Branding-Paket eine stärkere Positionierung der Unternehmenskultur. Ergänzend erhalten Unternehmen tiefere Einblicke in Mitarbeiterbewertungen, um ihre Attraktivität gezielt zu steigern. Die Kooperation optimiert somit den gesamten Recruiting-Prozess.⁵³

Indeed wurde 2004 gegründet und verzeichnet in Deutschland monatlich rund 3,2 Millionen Besucher bei etwa 1,3 Millionen offenen Stellenanzeigen. Das bedeutet, dass durchschnittlich 2,4 Personen pro Monat auf eine Stellenanzeige entfallen.⁵⁴

Die Plattform bietet ein kostenfreies Basis-Recruiting-Konto, mit dem Unternehmen theoretisch kostenlos Stellenanzeigen schalten können. Allerdings besteht dabei das Risiko, dass die Anzeige in der Vielzahl der Inserate untergeht. Um mehr Sichtbarkeit zu erhalten, können Unternehmen ihre Anzeigen „pushen“, sodass sie in den Suchergebnissen der Kandidatinnen ganz oben erscheinen. Zusätzlich bietet Indeed eine Lebenslaufdatenbank, auf die Arbeitgeber zugreifen können, um aktiv nach passenden Kandidaten zu suchen. Auch im Bereich Employer Branding hat Indeed eine zentrale Rolle: Durch Unternehmensprofile können Arbeitgeber ihre Marke präsentieren und potenzielle Bewerber über ihre Unternehmenskultur informieren.⁵⁵

Glassdoor bietet wie kununu Nutzern die Möglichkeit, anonyme Bewertungen und Gehaltsinformationen auf der Plattform zu hinterlegen. Arbeitgeber können kostenpflichtige Profile erstellen. In der DACH-Region (Deutschland, Österreich, Schweiz) hat Glassdoor seine Präsenz in den letzten Jahren ausgebaut. Im Jahr 2019 eröffnete das Unternehmen ein Büro in Hamburg, um seine Aktivitäten in Deutschland zu stärken. Aufgrund dieses Engagements steht Glassdoor in der DACH-Region in direktem Wettbewerb mit etablierten Plattformen wie kununu, die bereits eine starke Marktpräsenz besitzen.

⁵² Vgl. Statista, Werbeeinnahmen von LinkedIn weltweit in den Jahren 2021 und 2022 sowie eine Prognose bis 2025 (in Milliarden US-Dollar); Studie LinkedIn; 2022.

⁵³ Vgl. Glassdoor, Glassdoor + Indeed Partnerschaft FAQ; Zugriff 03/2025; <https://help.glassdoor.com/s/article/Über-die-Partnerschaft?language=de>.

⁵⁴ Vgl. Workwise, Jobbörsen: Vergleich der wichtigsten Stellenbörsen [2025]; Abruf: 03/2025; <https://hire.workwise.io/hr-praxis/personalsuche/jobboersen-vergleich>.

⁵⁵ Vgl. Workwise, Jobbörsen: Vergleich der wichtigsten Stellenbörsen [2025]; Abruf: 03/2025; <https://hire.workwise.io/hr-praxis/personalsuche/jobboersen-vergleich>.

Dennoch gewinnt Glassdoor kontinuierlich an Bekanntheit und wird zunehmend von Job-suchenden und Arbeitgebern in der Region genutzt.⁵⁶

Die **Stepstone** Group zählte im Jahr 2024 rund 140.000 Kunden. Mit ihrem Geschäftsmodell erzielte Stepstone einen Umsatz von über € 900 Mio. und beschäftigte weltweit rund 3.500 Mitarbeitende. Mit durchschnittlich über 600.000 Stellenausschreibungen pro Jahr weltweit hat Stepstone bereits eine hohe Marktdurchdringung erreicht. Grundlage dieses Erfolgs sind zwei zentrale Säulen des Geschäftsmodells: KI-gestützte Job-Marktplätze sowie programmatische Lösungen im Recruiting-Marketing.⁵⁷

Ein besonderer Fokus liegt auf dem Einsatz von KI-basierten Matching-Technologien, die den Prozess der Jobsuche deutlich effizienter und treffsicherer gestalten. Gleichzeitig kommen programmatische Lösungen zum Einsatz, die auf modernster Technologie und datengestützten Ansätzen basieren, um das Recruiting-Marketing umfassend zu optimieren. Unternehmen profitieren dabei unter anderem durch den gezielten Aufbau von Talentpools, die Stärkung der Arbeitgebermarke und die passgenaue Ansprache potenzieller Kandidaten. Die Lösungen sorgen dafür, dass Stellenanzeigen zur richtigen Zeit über die passenden Kanäle genau die richtigen Talente erreichen. Mit dieser datengestützten, automatisierten Technologie optimiert Stepstone jeden Schritt im Recruiting-Prozess – für schnellere, kosteneffizientere Einstellungen und einen klaren Wettbewerbsvorteil.

Jobware⁵⁸ ist eine etablierte Jobbörse für Fach- und Führungskräfte und unterstützt Unternehmen aller Branchen und Größen bei der erfolgreichen Personalsuche. Der prägnante TV-Slogan „Jobware, da hab’ ich den Job her!“ hat sich bei vielen Jobsuchenden fest eingepreßt. Pro Monat erreichen ca. 3,4 Mio. qualifizierte Besucher eine Stellenanzeige bei Jobware.⁵⁹

Im Rahmen eines zielgruppenorientierten Konzepts werden Stellenanzeigen nicht nur auf Jobware selbst, sondern zusätzlich und kostenfrei auf Partnerplattformen veröffentlicht – für maximale Reichweite bei der richtigen Zielgruppe. Mit der Gründung der Jobware Personalberatung im Jahr 2000 erweiterte das Unternehmen sein Portfolio. Mit dem Geschäftsbereich „RECRUITING-EXCELLENCE“ bietet Jobware eine systematische Analyse und Optimierung des gesamten Recruitingprozesses. Im Rahmen eines

⁵⁶ Vgl. Workwise, Jobbörsen: Vergleich der wichtigsten Stellenbörsen [2025]; Abruf: 03/2025; <https://hire.workwise.io/hr-praxis/personalsuche/jobboersen-vergleich>.

⁵⁷ Vgl. Website Stepstone, Abruf: April 2025, <https://www.thestepstonegroup.com/deutsch/ueber-uns/unsere-geschaeftsmodelle/>; <https://www.thestepstonegroup.com/deutsch/>.

⁵⁸ Vgl. Website Jobware, Abruf: April 2025, <https://www.jobware.de/Ueber-Jobware/>.

⁵⁹ Vgl. Jobware Mediadaten; November 2023.

umfassenden Audits werden Organisation, Prozesse, Kultur und Philosophie des Recruitings bewertet und Potenziale identifiziert.

Monster⁶⁰ zählt zu den Pionieren im Online-Recruiting und ist heute eine der weltweit führenden Jobbörsen. Seit der Gründung im Jahr 1994 verfolgt das Unternehmen das Ziel, Arbeitgeber und Talente zusammenzubringen. Mit einer weltweiten Präsenz bietet Monster eine umfassende Plattform für die Jobsuche und Personalgewinnung. Im Jahr 2016 wurde Monster von Randstad N.V. übernommen.

Ein zentrales Element von Monsters Erfolg ist die kontinuierliche Integration fortschrittlicher Technologien. Die patentierte semantische Suchtechnologie „6Sense“ ermöglicht ein intelligentes Matching zwischen Stellenanzeigen und Bewerberprofilen, indem sie Inhalte kontextbezogen analysiert und interpretiert. Darüber hinaus unterstützt Monster Unternehmen beim Employer Branding durch individuell gestaltbare Firmenprofile. Diese bieten die Möglichkeit, die Unternehmenskultur authentisch darzustellen und sich als attraktiver Arbeitgeber zu präsentieren. Mit einem starken Netzwerk von Partner-Websites, darunter Spiegel Online, Focus und T-Online, maximiert Monster die Reichweite von Stellenanzeigen und sorgt dafür, dass diese die passenden Kandidaten erreichen.

⁶⁰ Vgl. Monster Website, Abruf: April 2025, <https://www.monster.de/mitarbeiter-finden/losungen/>.

4.4. Ermittlung des Ertragswerts

4.4.1. Analyse der Unternehmensplanung

4.4.1.1. Planungsprozess und -systematik

Die NWSE hat einen regelmäßigen **jährlichen Planungsprozess** implementiert. Die Planung umfasst einen Zeitraum von fünf Jahren, wobei zwischen einem Budget (1. Planjahr) und den folgenden vier Jahren der Mittelfristplanung (im Folgenden: „MTP“ – Mid Term Plan) unterschieden wird. Die Planung beinhaltet eine konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung, eine Cashflowplanung, eine Mitarbeiterplanung sowie für das Budgetjahr eine Bilanzplanung. Die Planungsrechnung erfolgt nach den Regeln der IFRS.

Die NWSE führt darüber hinaus jährlich regelmäßig drei **Strategie-Meetings** sowie drei **Forecast-Planungen** durch. Im Rahmen des Strategie-Meetings im Juli 2024 wurden die strategischen Maßnahmen und die Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung der NWSE diskutiert. Aus dem der Planung vorgelagerten Strategieprozess wurden als sog. „Guidance“ die erwartete Entwicklung der Volkswirtschaft, der relevanten Märkte sowie die strategischen Vorgaben für die aktuelle Planung abgeleitet.

Das Budget sowie die MTP wird in einem **mehrstufigen Prozess** aus der **Guidance** durch den Vorstand sowie einer **Bottom-up-Planung** durch die operativ Verantwortlichen erstellt. Die Planungsgrößen werden in einem iterativen Validierungsprozess mit den Ergebnissen des vorgelagerten Strategiemeetings diskutiert. In die Bottom-up-Planung sind das Controlling sowie die Produkt- und Vertriebsverantwortlichen einbezogen. Das Budget wird detailliert geplant, die MTP schreibt die Plandaten unter Berücksichtigung der strategischen Maßnahmen und der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklungen fort.

Die konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung umfasst die Umsätze nach Segmenten sowie die Personal- und Marketingaufwendungen, sonstige betriebliche Aufwendungen und Abschreibungen sowie die Zins- und Steueraufwendungen. Eine Planung auf Ebene der einzelnen Konzerngesellschaften findet nicht statt.

Die der Bewertung zugrundeliegende Planung für den Zeitraum 2025 bis 2029 wurde im Herbst 2024 erstellt und vom Aufsichtsrat am 29. November 2024 verabschiedet.

Umsatzseitig wird die Planung grundsätzlich als Mengen- und Preisplanung bzw. Volumenplanung erstellt. Dazu erfolgt zunächst die Planung der **Auftragseingänge** (im Folgenden „ACV“ – Annual Contract Value), wobei zwischen Bestandsgeschäft und

Neugeschäft unterschieden wird. Aufsatzzpunkt der Planung des Bestandsgeschäfts sind die bestehenden Verträge, bei der Fortschreibung des Bestandsgeschäfts werden erwartete Kündigungsraten (sog. „Churn Rates“) antizipiert. Die Planung des Neugeschäfts berücksichtigt die erwarteten Aktivitäts- bzw. Produktivitätsraten des Vertriebs. Die **Umsatzplanung** des Segments HR Solutions & Talent Access wird auf Basis der nach Produkten und Volumen geplanten Auftragseingänge erstellt, indem diese über die vertraglich vereinbarte Laufzeit – in der Regel zwölf Monate – verteilt werden. Die Planung der Auftragseingänge bzw. Umsätze erfolgt unter Berücksichtigung geplanter Preissteigerungen sowie zu gewährender Rabatte. Die Planung im Segment B2C basiert auf der Schätzung der Anzahl der Mitglieder bei XING und InterNations; verbunden mit Kündigungsraten und abzuschließenden Neuverträgen werden daraus die zahlungspflichtigen Mitgliedschaften nach den jeweiligen Produkten abgeleitet. Im Segment B2B Marketing Solutions werden ausgehend von den potenziell verfügbaren Werbeflächen über eine Verkaufsrate (sog. „Fill Rate“) die zu monetarisierenden Flächen geplant. Diese Flächen werden dann mit verschiedenen Preis-Modellen in Umsätze umgewandelt (sog. „CPM-Modell“ – Cost Per Mille, d.h. es wird je 1.000 Ansichten vergütet bzw. sog. „CPC-Modell“ – Cost Per Click, d.h. die Vergütung erfolgt je Klick).

Bei den **aktivierten Eigenleistungen** handelt es sich um Personalkosten, die für die Entwicklung von Software und der Plattformen anfallen. Die darauf entfallende Zeit wird anteilig aktiviert und über die Nutzungsdauer der erstellten Software abgeschrieben. Die Planung der aktivierten Eigenleistungen erfolgt anhand der jeweiligen Personalkosten der Softwareentwickler, die sowohl interne Entwickler als auch Freelancer umfassen.

Auf der **Aufwandsseite** erfolgt die Planung der umsatzabhängigen Aufwendungen unter Bezug auf die Umsatzplanung; weitere Aufwendungen werden auf Basis geplanter Maßnahmen, Projekte oder Kampagnen abgeleitet. Die Personalaufwendungen werden, ausgehend vom aktuellen Mitarbeiterstamm, im Rahmen der Budgetplanung auf Grundlage eines Preis-/Mengengerüsts geplant. In der MTP erfolgt dann eine pauschale Fortschreibung unter Berücksichtigung des erwarteten Personalbedarfs und der erwarteten Kostensteigerungen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten variable Kosten, die in Abhängigkeit des jeweiligen Kostentreibers geplant werden, sowie Kosten, die pauschal fortgeschrieben werden.

Der Bewertungsgutachter hat aufgrund der fehlenden **integrierten Bilanzplanung** für die Jahre 2026 bis 2029 die für Bewertungszwecke erforderliche Bilanz in Abstimmung mit den Planungsverantwortlichen der NWSE erstellt.

Anstelle des Budgetjahres 2025 wurde der turnusmäßig durch die NWSE erstellte **Forecast 01/2025** von PwC der Bewertung zugrunde gelegt.

Soweit der Bewertungsgutachter aus bewertungstechnischen Gründen oder im Rahmen seiner Plausibilisierung weitere Anpassungen der Planung von NWSE vorgenommen hat, verweisen wir auf die Abschnitte 4.4.1.5. unseres Prüfungsberichts.

Neben der zuvor dargestellten Detailplanungsphase der Jahre 2025 bis 2029 hat PwC für Bewertungszwecke das nachhaltig erwartbare Ergebnisniveau abgeleitet. Wir verweisen auf Abschnitt 4.4.1.8. unseres Prüfungsberichts.

Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und in Stichproben auf rechnerische und inhaltliche Konsistenz in zeitlicher Hinsicht, im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Planbilanz sowie den Zusammenhang zwischen den Detailplänen geprüft. Die materiellen Planungsprämissen haben wir uns von den Planungsverantwortlichen, Mitarbeitern der Gesellschaft und dem Bewertungsgutachter erläutern lassen und – soweit möglich – gegen die Markt- und Wettbewerbserwartungen gespiegelt sowie auf inhaltliche Konsistenz geprüft. Ebenso haben wir analysiert, ob sich aus der Vergangenheit Anhaltspunkte gegen die Plausibilität der Planung ergeben.

Insgesamt halten wir die der Bewertung der NWSE zugrunde gelegte Planungsrechnung vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells sowie unserer Analysen zum Planungsprozess und zur Planungssystematik grundsätzlich für geeignet, um daraus den Zukunftserfolgswert der NWSE abzuleiten.

4.4.1.2. Analyse der Planungsgüte

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir die **Planungsgüte** der NWSE in der Vergangenheit analysiert. Hierzu haben wir die Budgetwerte der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 den realisierten IST-Werten der Konzernabschlüsse gegenübergestellt:

New Work SE: Planabweichungen	2022		Abweichung		2023		Abweichung	
	Ist	Budget	absolut	in %	Ist	Budget	absolut	in %
Umsatzerlöse in € Mio.	313,4	304,0	9,3	3,1%	305,6	356,6	- 51,0	-14,3%
EBITDA in € Mio.	104,1	103,8	0,3	0,3%	92,9	110,3	- 17,4	-15,8%
EBITDA-Marge	33,2%	34,1%	-0,9%		30,4%	30,9%	-0,5%	
EBIT in € Mio.	66,2	63,0	3,2	5,1%	48,8	70,4	- 21,6	-30,6%
EBIT-Marge	21,1%	20,7%	0,4%		16,0%	19,7%	-3,8%	

New Work SE: Planabweichungen	2024		Abweichung	
	Ist	Budget	absolut	in %
Umsatzerlöse in € Mio.	263,4	277,8	- 14,4	-5,2%
EBITDA in € Mio.	34,4	33,5	0,9	2,6%
EBITDA-Marge	13,1%	12,1%	1,0%	
EBIT in € Mio.	- 11,6	- 5,4	- 6,3	116,7%
EBIT-Marge	-4,4%	-1,9%	-2,5%	

In den letzten beiden Jahren 2023 und 2024 wurden die Umsatzplanung sowie das EBIT des Budgets jeweils nicht erreicht, lediglich im Jahr 2022 lagen Umsatz und EBIT im IST leicht über den Planwerten.

Der im Geschäftsjahr 2022 mit rd. 3,1 % bzw. € 9,3 Mio. über der Budgetplanung liegende Umsatz ist auf einen sich nach der COVID-19-Pandemie deutlicher als erwartet erholenden Arbeitsmarkt und eine daraus resultierende verbesserte Nachfrage nach EBP- und Recruiting-Lösungen zurückzuführen, wodurch die im IST im Übrigen eingetretenen Umsatzrückgänge im Segment B2B Marketing Solutions kompensiert werden konnten. Das EBIT lag infolge höherer Marketing- und IT-Aufwendungen mit € 3,2 Mio. nur leicht über dem Planwert.

Die im IST um rd. 14,3 % verfehlten Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2023 waren im Wesentlichen auf niedrigere Umsatzerlöse bei XING zurückzuführen. Die unerwartet negative konjunkturelle Entwicklung in Deutschland führte zu einem Nachfragerückgang bei Recruiting-Lösungen. Das EBIT wurde trotz eingeleiteter Maßnahmen zur Kostenreduktion um rd. 30,6 % deutlich verfehlt.

Auch im Geschäftsjahr 2024 führte die Planverfehlung von XING-Produkten zu insgesamt unter dem Budget liegenden Umsätzen im IST und in der Folge zu einem unter dem Plan liegenden EBIT. Das EBIT war zudem durch Sondereffekte im Zusammenhang mit der Restrukturierung und außerplanmäßigen Wertminderungen belastet,

sodass trotz der im Übrigen unter Plan liegenden Aufwendungen die Umsatzrückgänge nicht kompensiert werden konnten.

Insgesamt ergaben sich aus der Analyse der Planungsgüte keine Hinweise, dass die Planung der NWSE als Grundlage für die Ermittlung eines Unternehmenswertes grundsätzlich nicht geeignet wäre. Während Eintritt und Folgen der kurzfristigen Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen so nicht vorhersehbar waren, führten insbesondere auch die mit der Repositionierung der XING-Plattform verbundenen Einmal-effekte dazu, dass die geplanten Margen nicht erreicht werden konnten.

4.4.1.3. Vergangenheitanalyse

Die Vergangenheitanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen.⁶¹

Nachfolgend wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der NWSE auf Konzern-ebene für den Zeitraum 2022 bis 2024 dargestellt.

4.4.1.3.1. Vermögens- und Finanzlage

Die Entwicklung der **Aktivseite** der Bilanz in verkürzter Form für die Stichtage 31. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2024 des NWSE-Konzerns ist in folgender Tabelle dargestellt:

New Work SE: Aktiva in € Mio.	Ist 31.12.2022	Ist 31.12.2023	Ist 31.12.2024
Immaterielle Vermögensgegenstände	130,2	128,3	108,6
Sachanlagen	74,0	62,0	23,9
Finanzanlagen	31,4	20,0	2,6
Sonstige nicht finanzielle Vermögensgegenstände	0,5	-	-
Rechnungsabgrenzungsposten	-	-	-
Latente Steuern	1,9	1,4	0,9
Langfristige Vermögenswerte	238,2	211,9	136,1
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	40,6	43,6	41,4
Liquide Mittel	98,3	93,1	92,2
Kurzfristige Vermögenswerte	138,9	136,7	133,6
Aktiva	377,0	348,5	269,7

Die **Bilanzsumme** reduzierte sich um rd. 28,5 % von rd. € 377,0 Mio. zum 31. Dezember 2022 auf rd. € 269,7 Mio. zum 31. Dezember 2024. Dies war im Wesentlichen auf den Rückgang der langfristigen Vermögenswerte über diesen Zeitraum zurückzuführen.

⁶¹ IDW S 1, Tz. 72.

Der Anteil der **langfristigen Vermögenswerte** an der Bilanzsumme sank von rd. 63,2 % zum 31. Dezember 2022 auf rd. 50,5 % zum 31. Dezember 2024. Dies war insbesondere auf die abschreibungsbedingte Reduzierung von Vermögenswerten aus Mietverhältnissen, die außerplanmäßige Abschreibung nicht mehr genutzter immaterielle Vermögensgegenstände wie Plattformen und selbsterstellte Software sowie die Veräußerung von Finanzanlagen zurückzuführen.

Die **immateriellen Vermögensgegenstände** beinhalten im Wesentlichen selbsterstellte Software (31. Dezember 2024: € 58,1 Mio.) sowie Geschäfts- und Firmenwerte (31. Dezember 2024: € 49,0 Mio.). Durch die Neuausrichtung von XING wurden im Geschäftsjahr 2024 außerplanmäßige Abschreibungen auf selbsterstellte Software in Höhe von € 10,7 Mio. vorgenommen. In Folge eines Impairment-Tests wurde der Geschäfts- und Firmenwert von InterNations im Geschäftsjahr 2024 in Höhe von € 7,1 Mio. wertberichtet.

Die **Sachanlagen** beinhalten Vermögenswerte aus Mietverhältnissen (31. Dezember 2024: € 11,0 Mio.) sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung und Mietereinbauten. In Folge der Neubewertung des Leasingvertrages für das Bürogebäude der Firmenzentrale sowie des geplanten Umzugs in neue Räumlichkeiten reduzierten sich die Vermögenswerte aus Mietverhältnissen (Nutzungsrechte aus Leasingverträgen) um € 31,2 Mio. zum Ende des Geschäftsjahrs 2024.

Der Verkauf von Wertpapierbeständen von rd. € 12,2 Mio. im Jahr 2023 und rd. € 17,2 Mio. im Jahr 2024 war im Wesentlichen ursächlich für die rückläufigen Bestände der **Finanzanlagen** zum 31. Dezember 2024 auf rd. € 2,6 Mio.

Die **Forderungen und sonstigen Vermögenswerte** beinhalten Forderungen aus Dienstleistungen, Ertragsteuerforderungen sowie sonstige Vermögenswerte.

Die **liquiden Mittel** beinhalten zum 31. Dezember 2024 Bankguthaben in Höhe von € 31,1 Mio. und Zahlungsmitteläquivalente von € 61,2 Mio.

Die Entwicklung der **Passivseite** in verkürzter Form für Stichtage 31. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2024 des NWSE-Konzerns ist in folgender Tabelle dargestellt:

New Work SE: Passiva in € Mio.	Ist 31.12.2022	Ist 31.12.2023	Ist 31.12.2024
Eigenkapital	146,1	145,2	132,5
Latente Steuerverbindlichkeiten	12,3	13,0	5,1
Vertragsverbindlichkeiten	1,4	1,3	1,6
Sonstige Rückstellungen	0,6	0,8	0,3
Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen	53,7	48,3	8,8
Sonstige Verbindlichkeiten	3,8	1,1	-
Langfristige Verbindlichkeiten	71,8	64,5	15,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10,0	11,3	10,3
Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen	6,3	4,8	8,6
Vertragsverbindlichkeiten	107,4	97,3	77,5
Sonstige Rückstellungen	3,0	3,8	6,6
Ertragsteuerverbindlichkeiten	10,6	3,6	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	21,8	18,1	18,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	159,1	138,9	121,3
Passiva	377,0	348,5	269,7

Die Veränderung des **Eigenkapitals** zu den jeweiligen Bilanzstichtagen folgte im Wesentlichen den realisierten Konzernergebnissen sowie vorgenommenen Ausschüttungen. Trotz eines im Zeitablauf gesunkenen Eigenkapitals erhöhte sich die bilanzielle Eigenkapitalquote aufgrund der überproportional gesunkenen Bilanzsumme von rd. 38,8 % zum 31. Dezember 2022 auf rd. 49,1 % zum 31. Dezember 2024.

Die **langfristigen Verbindlichkeiten** resultieren im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen und latenten Steuerverbindlichkeiten. Der Rückgang der Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen resultiert aus der bereits erläuterten Neubewertung von Mietverträgen für Büroräumlichkeiten und korrespondiert insoweit mit der Entwicklung der unter den Sachanlagen aktivierten Vermögenswerte aus Mietverhältnissen.

In den **kurzfristigen Verbindlichkeiten** werden im Wesentlichen Vertragsverbindlichkeiten ausgewiesen, die aus der Abgrenzung der vertraglich vereinbarten Umsätze aus dem Prepaid-Business-Modell von Online-Laufzeitprodukten resultieren. Die ebenfalls unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten ausgewiesenen sonstigen Rückstellungen betrafen zum 31. Dezember 2024 auch Abfindungsbeträge an Mitarbeiter aufgrund der durchgeführten Restrukturierung, wodurch der Anstieg dieses Postens gegenüber dem Vorjahresresultimo begründet ist.

4.4.1.3.2. Ertragslage

Im Geschäftsjahr 2022 wurde beschlossen, die XING-Events nicht weiterzuführen. Die Verluste dieses Bereichs von € 2,8 Mio. im Geschäftsjahr 2022 und von T€ 13 im Geschäftsjahr 2023 wurden gemäß IFRS 5 als nicht fortgeführter Geschäftsbereich in den Konzernabschlüssen der jeweiligen Geschäftsjahre ausgewiesen. In den nachfolgenden Erläuterungen beziehen wir uns nur auf die fortgeführten Bereiche der NWSE.

Die Entwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung der Jahre 2022 bis 2024 der NWSE der fortgeführten Geschäftsbereiche wird in folgender Tabelle zusammengefasst:

New Work SE: GuV in € Mio.	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024
Umsatzerlöse	313,4	305,6	263,4
Andere aktivierte Eigenleistungen	20,7	24,1	15,6
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	4,1	5,7
Gesamtleistung	337,1	333,8	284,7
Personalaufwand	- 144,6	- 152,5	- 149,4
Marketingaufwand	- 39,0	- 43,4	- 51,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 49,4	- 44,9	- 49,5
EBITDA	104,1	92,9	34,4
Abschreibungen	- 37,9	- 44,1	- 46,0
EBIT	66,2	48,8	- 11,6
Finanzergebnis	- 2,8	2,2	1,9
EBT	63,4	51,0	- 9,7
Steuern	- 17,3	- 14,2	2,6
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	46,1	36,9	- 7,1
Umsatzwachstum	10,1%	-2,5%	-13,8%
EBITDA-Marge	33,2%	30,4%	13,0%
EBIT-Marge	21,1%	16,0%	-4,4%

Die Entwicklung der **Ertragslage** der NWSE ist geprägt von der im Jahr 2022 beschlossenen Neuausrichtung von XING sowie von Restrukturierungsprogrammen (Recalibrate und Recalibrate +) in den beiden Folgejahren. Die Repositionierung von XING weg von einem beruflichen sozialen Netzwerk hin zu einer Plattform für Jobvermittlungen führte zu einer Fokussierung auf B2B-Umsätze und Beendigung des Honeypot-Angebots (Jobbörse für IT-Kräfte). Durch die Restrukturierungsprogramme werden neben dem Personalbestand auch die künftigen Büroflächen reduziert.

Die **Umsatzerlöse** sanken in Folge der konjunkturellen Entwicklung verbunden mit einem Nachfragerückgang nach Recruiting-Angeboten sowie der Repositionierung von XING um € 50 Mio. bzw. rd. 16,0 % im betrachteten Vergangenheitszeitraum. Die Repositionierung von XING als Jobsnetzwerk und Fokussierung auf die Monetarisierung von B2B-Kunden hatte Auswirkungen auf alle drei Segmente.

Wie nachfolgender Tabelle zu entnehmen ist, waren Umsatzrückgänge in allen drei Segmenten der NWSE zu verzeichnen:

New Work SE: Umsatz nach Segmenten in € Mio.	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024
HR Solutions & Talent access	208,2	218,6	196,6
B2C	88,8	73,4	58,7
B2B Marketing Solutions	16,4	13,6	8,1
Umsatzerlöse	313,4	305,6	263,4

Im Segment **HR Solutions & Talent Access** konnte im Geschäftsjahr 2023 ein Umsatzwachstum von rd. 5,0 % auf rd. € 218,6 Mio. gegenüber dem Vorjahr erreicht werden. Diese Umsatzentwicklung war im Wesentlichen auf einen deutlichen Zuwachs des Employer-Branding-Geschäfts kununus zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2024 reduzierten sich die Umsatzerlöse von rd. € 218,6 Mio. auf rd. € 196,6 Mio., was im Wesentlichen auf einen Rückgang gebuchter Stellenanzeigen einerseits sowie eine Verringerung der B2B-Subscription-Kunden von 14.255 Ende des Jahres 2023 auf 13.579 Kunden Ende des Jahres 2024 andererseits zurückzuführen ist.

Der Rückgang der Umsätze im **Segment B2C** ist auf die Neuausrichtung von XING zurückzuführen und die damit verbundene Fokussierung auf B2B-Umsätze im Segment HR Solutions & Talent Access. Infolgedessen verringerten sich die bezahlten Mitgliedschaften auf der Plattform kontinuierlich.

Die Repositionierung von XING führte zu einer geringeren Nutzerfrequenz, was aufgrund der geringeren Reichweite zu einem Verlust von Anzeigenkunden und niedrigeren Anzeigenpreisen führte. Dadurch im Wesentlichen begründet sanken die Umsatzerlöse des Segments **B2B Marketing Solutions** im betrachteten Zeitraum um mehr als 50 %.

Andere aktivierte Eigenleistungen setzen sich aus Personal- und Freelancer-Kosten und entsprechend zurechenbaren Gemeinkosten zusammen. Im Geschäftsjahr 2023 lagen sie aufgrund gestiegener Entwicklungsleistungen im Zusammenhang mit der XING-Repositionierung mit rd. € 24,1 Mio. rd. 16,4 % über dem Vorjahr. Im Jahr 2024 lagen

die aktivierten Eigenleistungen aufgrund der Reduktion der Mitarbeiterzahl bei rd. € 15,6 Mio. und fielen damit im Vergleich zum Vorjahr um rd. 35,0 %.

Bei den **sonstigen betrieblichen Erträgen** handelt es sich im Wesentlichen um Erträge aus Währungsumrechnung sowie diverse periodenfremde Erträge. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2023 auf rd. € 4,1 Mio. gegenüber dem Vorjahr ist insbesondere auf Zuschreibungen auf Mietereinbauten in Folge eines im Geschäftsjahr abgeschlossenen Untermietvertrags zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2024 erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Erträge im Wesentlichen aufgrund nicht-zahlungswirksamer Bewertungseffekte im Zusammenhang mit der Untervermietung von Büroflächen in der Unternehmenszentrale.

Im Ergebnis der vorstehenden Effekte reduzierte sich die **Gesamtleistung** der NWSE von € 337,1 Mio. im Geschäftsjahr 2022 auf € 284,7 Mio. im Geschäftsjahr 2024 und damit um mehr als rd. 15,5 %.

Der **Personalaufwand** der Geschäftsjahre 2023 und 2024 war von den eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen und der Neuausrichtung von XING geprägt. Im Geschäftsjahr 2023 sind € 3,6 Mio. und im Geschäftsjahr 2024 € 23,0 Mio. restrukturierungsbedingte Aufwendungen für Abfindungen und Gehaltsanpassungen in den ausgewiesenen Personalaufwendungen enthalten. Der Personalbestand wurde von 2.065 Mitarbeitern zum 31. Dezember 2022 auf 1.334 Mitarbeiter zum 31. Dezember 2024 reduziert.

Der **Marketingaufwand** stieg im betrachteten Vergangenheitszeitraum deutlich von € 39,0 Mio. im Geschäftsjahr 2022 auf € 51,5 Mio. im Geschäftsjahr 2024 an. Im Wesentlichen haben zu dem Anstieg Aufwendungen für Brand Marketing beigetragen, um die externe Wahrnehmung der neuen Positionierung von XING zu steigern. Gleichzeitig wurden die Investitionen in die Steigerung der Performance von Stellenanzeigen erhöht.

Sonstige betriebliche Aufwendungen umfassen im Wesentlichen Aufwendungen für IT, Raumkosten, Entwicklungsaufwand und sonstige Personalkosten. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2023 gegenüber dem Vorjahr war im Wesentlichen durch gesunkene Entwicklungsaufwendungen und IT-Aufwendungen bedingt. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2024 war auf höhere Aufwendungen im Zusammenhang mit der Restrukturierung zurückzuführen.

Das **EBITDA** belief sich im Geschäftsjahr 2022 auf € 104,1 Mio., was einer EBITDA-Marge von rd. 33,2 % entspricht. Das EBITDA verringerte sich in Folge der vorstehend beschriebenen Effekte aus der Neuausrichtung von XING sowie den

Restrukturierungsmaßnahmen im Geschäftsjahr 2024 auf € 34,4 Mio. bzw. eine E-BITDA-Marge von rd. 13,0 %.

Die **Abschreibungen** haben sich im Jahr 2023 um rd. 16,2 % gegenüber dem Vorjahr von rd. € 37,9 Mio. auf rd. € 44,1 Mio. erhöht. Die Abschreibungen waren im Wesentlichen auf selbst erstellte Software (in Höhe von rd. € 24,0 Mio.) und auf außerplanmäßige Abschreibungen, insbesondere auf Mietereinbauten in Höhe von rd. € 4,2 Mio. zurückzuführen. Im Jahr 2024 erhöhten sich die Abschreibungen weiter auf rd. € 46,0 Mio., was insbesondere auf außerplanmäßige Abschreibungen auf Geschäfts- und Firmenwerte von € 7,1 Mio. sowie Abschreibungen auf nicht mehr genutzte Software durch die Repositionierung von XING zurückzuführen war.

Für das Geschäftsjahr 2023 ergab sich ein **EBIT** in Höhe von rd. € 48,8 Mio. bzw. rd. € 66,2 Mio. im Vorjahr, was einer EBIT-Marge von rd. 16,0 % für das Jahr 2023 und von rd. 21,1 % für das Jahr 2022 entspricht. Der Rückgang war im Wesentlichen auf außerplanmäßige Abschreibungen und Wertminderungen zurückzuführen. Der Verlust von Umsätzen sowie die Aufwendungen aus der Repositionierung der XING-Plattform führten im Geschäftsjahr 2024 zu einem negativen EBIT von € -11,6 Mio.

Im **Finanzergebnis** werden Zinserträge und Zinsaufwendungen sowie Bewertungseffekte aus Finanzinstrumenten ausgewiesen. Das Finanzergebnis von € -2,8 Mio. im Geschäftsjahr 2022 war im Wesentlichen auf die nicht-zahlungswirksame Neubewertung nicht-operativer Finanzinstrumente zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2023 wird unter diesem Posten in erster Linie begründet durch Festgeldzinserträge und gestiegene Zeitwerte von Wertpapieren ein positives Finanzergebnis von € 2,2 Mio. ausgewiesen. Mit € 1,9 Mio. im Geschäftsjahr 2024 lag das Finanzergebnis leicht unterhalb dem des Vorjahres, wesentlich beeinflusst durch die erzielten Zinserträge.

Unter **Ertragsteuern** werden neben den laufenden inländischen und ausländischen Steuern aus Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer auch Steuerlatenzen ausgewiesen. Im Geschäftsjahr 2024 wurde in Folge der künftigen Steuerentlastungen durch den entstandenen Verlust ein Steuerertrag von € 2,6 Mio. ausgewiesen.

Das **Konzernergebnis** aus fortgeführten Geschäftsbereichen fiel im Ergebnis der vorstehend beschriebenen Sachverhalte von rd. € 46,1 Mio. im Jahr 2022 auf rd. € 36,9 Mio. im Geschäftsjahr 2023 und weiter auf rd. € -7,1 Mio. im Geschäftsjahr 2024.

4.4.1.3.3. Bereinigungen

Die NWSE hat in den Konzernabschlüssen bereits Bereinigungen von Restrukturierungsmaßnahmen vorgenommen und sogenannte Pro-Forma-Gewinn- und

Verlustrechnungen ausgewiesen. Der Bewertungsgutachter hat weitere Bereinigungen der Vergangenheitsposten vorgenommen.

Die vorgenommenen Normalisierungen und Bereinigungen wirken sich grundsätzlich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswertes aus, da die Bewertung auf geplanten Ergebnissen beruht. Die bereinigten Vergangenheitsergebnisse dienen indes als Grundlage für die Plausibilisierung der Planung.

Die vorgenommenen Bereinigungen sind in der folgenden Tabelle wiedergegeben:

New Work SE: GuV-Bereinigungen in € Mio.	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024
Umsatzerlöse	- 8,3	- 6,3	- 2,8
Andere aktivierte Eigenleistungen	- 0,3	- 0,7	-
Sonstige betriebliche Erträge	- 0,6	- 1,4	- 3,0
Gesamtleistung	- 9,2	- 8,4	- 5,8
Personalaufwand	6,1	10,0	26,2
Marketingaufwand	1,0	0,6	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,7	2,2	5,6
EBITDA	- 0,3	4,4	26,0
Abschreibungen	0,8	4,2	9,8
EBIT	0,5	8,6	35,8

Wesentliche Bereinigungen betreffen die Restrukturierungsaufwendungen (im Wesentlichen Abfindungen) in den Geschäftsjahren 2023 und 2024. Die Bereinigungen der Abschreibungen resultieren im Geschäftsjahr 2023 im Wesentlichen aus Wertberichtigungen aus Mietereinbauten und im Geschäftsjahr 2024 aus außerplanmäßigen Abschreibungen auf Software und Geschäfts- und Firmenwerte.

Zur Beschreibung der weiteren Bereinigungen im Detail verweisen wir auf die ausführlichen Erläuterungen des Bewertungsgutachtens unter Abschnitt D.IV.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen auf Grundlage der erhaltenen Informationen und gegebenen Auskünfte nachvollzogen und keine weiteren wesentlichen Bereinerfordernisse festgestellt.

In Folge der Bereinigungen erhöht sich die EBITDA-Marge sowie die EBIT-Marge in allen betrachteten Jahren. Im Geschäftsjahr 2024 wird nach den Bereinigungen statt eines Verlustes ein positives EBIT ausgewiesen, die EBIT-Marge liegt dann bei rd. 9,3 %.

In der nachfolgenden Tabelle sind die bereinigten Gewinn- und Verlustrechnungen der NWSE für den Zeitraum 2022 bis 2024 dargestellt:

New Work SE: GuV bereinigt in € Mio.	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024
Umsatzerlöse	305,1	299,3	260,6
Andere aktivierte Eigenleistungen	20,4	23,3	15,6
Sonstige betriebliche Erträge	2,4	2,7	2,7
Gesamtleistung	327,9	325,4	278,9
Personalaufwand	- 138,4	- 142,5	- 123,1
Marketingaufwand	- 38,0	- 42,9	- 51,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 47,7	- 42,7	- 43,9
EBITDA	103,8	97,3	60,4
Abschreibungen	- 37,1	- 39,9	- 36,2
EBIT	66,6	57,4	24,2
Umsatzwachstum	7,2%	-1,9%	-12,9%
EBITDA-Marge	34,0%	32,5%	23,2%
EBIT-Marge	21,8%	19,2%	9,3%

4.4.1.4. Analyse des geplanten operativen Ergebnisses

Die der Bewertung zugrunde gelegte operative Ergebnisplanung der NWSE für die Planjahre 2025 bis 2029 stellt sich ausgehend von den bereinigten Ist-Werten des Jahres 2024 sowie des Forecast 1/2025 wie folgt dar:

New Work SE: GuV in € Mio.	Ist* 2024	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
Umsatzerlöse	260,6	234,9	251,3	275,9	320,8	371,2
Andere aktivierte Eigenleistungen	15,6	14,1	16,0	17,4	18,5	19,6
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Gesamtleistung	278,9	251,6	269,6	295,6	341,6	393,2
Personalaufwand	- 123,1	- 112,1	- 116,1	- 123,8	- 134,6	- 145,6
Marketingaufwand	- 51,5	- 42,5	- 51,2	- 55,5	- 61,9	- 70,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 43,9	- 47,6	- 51,5	- 58,2	- 62,3	- 69,3
EBITDA	60,4	49,4	50,9	58,2	82,8	107,7
Abschreibungen	- 36,2	- 30,3	- 26,8	- 26,5	- 27,4	- 29,8
EBIT	24,2	19,1	24,0	31,7	55,3	77,9
Umsatzwachstum	-12,9%	-9,8%	7,0%	9,8%	16,3%	15,7%
EBITDA-Marge	23,2%	21,0%	20,2%	21,1%	25,8%	29,0%
EBIT-Marge	9,3%	8,1%	9,6%	11,5%	17,2%	21,0%

* bereinigt

Aufgrund der zurückhaltenden Prognosen zur konjunkturellen Entwicklung sowie der noch nicht abgeschlossenen Neupositionierung von XING erwartet die NWSE zunächst

im Forecast 01/2025 einen weiteren **Umsatzrückgang** bevor nach voraussichtlichem Abschluss der Neupositionierung im Planjahr 2026 die Umsätze einhergehend mit den positiv erwarteten Konjunkturentwicklungen wieder kontinuierlich ansteigen sollen. Die Umsätze steigen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 7,3 % im Zeitraum 2024 bis 2029; im Zeitraum 2025 bis 2029 liegt das durchschnittliche Wachstum bei rd. 12,1 %.

Die geplante Umsatzentwicklung der einzelnen Segmente stellt sich wie folgt dar:

New Work SE: Umsatz nach Segmenten in € Mio.	Ist*	FC01	Plan	Plan	Plan	Plan
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HR Solutions & Talent access	193,8	179,9	200,0	224,3	267,1	314,8
B2C	58,7	46,4	41,1	41,9	43,8	46,0
B2B Marketing Solutions	8,1	8,5	10,2	9,7	9,9	10,4
Umsatzerlöse	260,6	234,9	251,3	275,9	320,8	371,2

* bereinigt

HR Solutions & Talent Access

Das Segment HR Solutions & Talent Access trägt mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 10,2 % vom Geschäftsjahr 2024 bis zum Ende des Planungshorizonts 2029 überdurchschnittlich zum insgesamt geplanten Umsatzwachstum bei. Dieses Segment ist mit einem Umsatzanteil von rd. 74,4 % der gesamten Umsätze im Geschäftsjahr 2024 der mit Abstand wesentlichste Geschäftszweig der NWSE; der geplante Umsatzanteil erhöhte sich auf rd. 84,8 % der gesamten Umsatzerlöse im letzten Planjahr.

Sowohl die Produkte von XING wie auch kununu tragen zum geplanten Umsatzwachstum bei, wobei der Anteil von kununu am Umsatz durch die hier höher erwartete Wachstumsrate von jährlich im Durchschnitt rd. 16,0 % im Vergleich zu XING mit rd. 4,5 % im Zeitraum der Detailplanungsphase steigt.

Der Anteil von **XING** am Umsatz des Segments HR Solutions & Talent Access lag im Geschäftsjahr 2024 bei rd. 55,6 % bzw. € 107,8 Mio.; die Planung sieht vor, den Umsatz von XING in diesem Segment bis zum Ende des Planungszeitraums 2029 auf € 134,3 Mio. und den von kununu auf € 180,5 Mio. zu steigern. Der Anteil von XING sinkt am Umsatz des Segments HR Solutions & Talent Access somit auf rd. 42,7 %.

Nach dem bereits realisierten deutlichen Umsatzrückgang von XING in dem Segment HR Solutions & Talent Access im Zeitraum 2022 bis 2024 von insgesamt rd. -19,3 % erwartet die NWSE, dass für XING zunächst bis zum Planjahr 2026 weiter rückläufige Umsatzerlöse eintreten werden.

Ursächlich hierfür ist einerseits der erst für das Planjahr 2026 vorgesehene erfolgreiche Abschluss der Repositionierung einhergehend andererseits mit den zunächst kurzfristig noch eingetrübten konjunkturellen Entwicklungsperspektiven. Diese werden mit relativ niedrigen Recruiting-Aktivitäten der Unternehmen einhergehen.

Im Ergebnis erwartet die NWSE so für XING im Segment HR Solutions & Talent Access Umsatzerlöse in Höhe von rd. € 88,4 Mio. im Planjahr 2026.

Ab dem Planjahr 2027 werden aufgrund der Erwartung einer Erholung des Arbeitsmarktes, der besseren Kundenbindung sowie als Ergebnis von Produktoptimierungen wieder steigende Umsätze geplant. Aufgrund der Erfahrungen der Vergangenheit erwartet XING durch verbesserte Konjunkturdaten eine schnellere Erholung im Bereich Passive Sourcing im Vergleich zum Bereich Active Sourcing.

Es ist geplant, im Bereich Passive Sourcing durch ein adäquates Preis-Leistungs-Verhältnis in einen intensiven Wettbewerb mit den Wettbewerbern zu treten. XING beabsichtigt, zunehmend auch mittlere und kleiner Unternehmen anzusprechen, da die Abdeckung bei Großkonzernen bereits sehr hoch ist. Durch Zusammenarbeit mit sog. „reselling agencies“ soll die Reichweite der Plattform ausgedehnt und der Marktanteil erhöht werden. Die Strategie sieht vor, die Kundenloyalität zu steigern und die Kündigungsrate zu reduzieren. Darüber hinaus soll auch durch flexible Preisgestaltung der Auftragseingang stabilisiert und der Umsatz gesteigert werden. Auf den Bereich Passive Sourcing entfallen im Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von rd. € 37,5 Mio., die aufgrund der beschriebenen geplanten Entwicklung auf rd. € 77,0 Mio. im letzten Planjahr 2029 mehr als verdoppelt werden sollen.

Der Umsatz aus dem Bereich Active Sourcing lag im Geschäftsjahr 2024 bei rd. € 56,9 Mio. Aufgrund der erwarteten konjunkturellen Entwicklung in Verbindung mit dem derzeitigen Marktumfeld für Arbeitgeber wird zunächst nur ein geringes Marktwachstum in den nächsten Jahren erwartet. Darüber hinaus wird erwartet, dass der anhaltend hohe Wettbewerbsdruck, insbesondere durch LinkedIn, zu einem Rückgang der Umsatzerlöse von XING in diesem Bereich auf rd. € 39,2 Mio. im Planjahr 2026 führt. Insgesamt sollen geringere Churn rates nach abgeschlossener Repositionierung, neue Produkte sowie die wieder positiver erwartete allgemeine Wirtschaftsentwicklung ab dem Planjahr 2027 zu einem Umsatzwachstum auf rd. € 46,2 Mio. im Jahr 2029 in diesem Bereich beitragen.

Die Umsätze aus den Lizenzeinnahmen aus ATS stehen nicht im Fokus von XING. Die Umsätze stagnierten bereits im betrachteten Vergangenheitszeitraum und betragen im Geschäftsjahr 2024 rd. € 13,4 Mio. Für die Planung wird zunächst aufgrund einer geringeren erwarteten Nachfrage nach Bewerbermanagementsystemen ein leichter

Rückgang erwartet. Durch Vertriebsmaßnahmen und attraktive Preismodelle soll der Umsatz bis zum Ende des Planungszeitraums dann wieder auf rd. € 11,1 Mio. steigen.

Die Umsatzerlöse aus den Produkten von **kununu** werden vollständig im Segment HR Solutions & Talent Access ausgewiesen. Im betrachteten Vergangenheitszeitraum der Jahre 2022 bis 2024 konnten die Umsatzerlöse durchschnittlich um rd. 14,1 % p.a. gesteigert werden. Für den Planungszeitraum bis 2029 ist mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 16,0 % ein noch höheres Wachstum erwartet. Die Erlöse von kununu entfallen im Wesentlichen auf die EBP-Produkte mit rd. € 77,0 Mio. im Geschäftsjahr 2024; diese sollen auf rd. € 138,5 Mio. im letzten Planjahr 2029 steigen.

Die Planung der Umsatzerlöse setzt auf dem aus Sicht von kununu adressierbaren Markt in der DACH-Region auf. Hier wurde eine Anzahl von rd. 260.000 Unternehmen durch die NWSE als grundsätzlich adressierbare Kunden identifiziert, von denen rd. 90,0 % jedoch weniger als 200 Mitarbeiter haben.

Die Planung Umsatzerlöse erfolgt grundsätzlich auf Basis der für Kunden kostenpflichtigen Unternehmensprofile (sog. „Paid Profiles“). Ausgehend von einer Grundgesamtheit für den relevanten Markt werden Annahmen über Markenbewusstsein und Markenrelevanz getroffen, um die Anzahl der Unternehmensprofile einzuschätzen. Grundsätzlich sind die wesentlichen Werttreiber für kununu die Unternehmen, die ein Markenbewusstsein haben und somit ein sog. „Employer Branding“ aufbauen wollen. Auswertungen des Forecast 03/2024 zeigen, dass von den rd. 410.000 Unternehmensprofilen, die bereits auf der Plattform von kununu im Geschäftsjahr 2024 angelegt waren, es sich bei rd. 67.000 Profilen um sog. „Managed Profiles“ handelte, von denen wiederum nur rd. 9.500 Paid Profiles waren. Zum Ende des Planungszeitraums wird eine Ausweitung auf rd. 590.000 Unternehmensprofile geplant, von denen rd. 23.000 als Paid Profiles betreut werden sollen.

Hinsichtlich der Managed Profiles sowie der daraus resultierende Paid Profiles wird ein deutliches Wachstum – durch entsprechende Sales-Maßnahmen – von kununu erwartet. Ziel ist somit nicht primär die Erstellung von neuen Profilen zu fördern, sondern vielmehr die Monetarisierung bereits bestehender Profile zu stärken. Die Marktdurchdringung bei Großunternehmen ist nach Einschätzung von kununu bereits aktuell sehr hoch, weshalb die Gesellschaft das geplante Wachstum durch zunehmende Ausrichtung auf kleine und mittelgroße Unternehmen (sog. „SME“ – Small Medium Enterprises) erreichen will. Hierfür wurde das Produktportfolio um das Produkt „EBP SME“ sowie speziell für Personalvermittler um das Produkt „EBP Staffing“ mit adäquat angepassten Preisen und Leistungsumfang erweitert.

Das neue Produkt Hiring Extension ermöglicht den Kunden nicht nur einzelne Anzeigen auf kununu zu schalten, sondern grundsätzlich alle Stellenanzeigen hochzuladen. Dieses Produkt wird zu einem relativ niedrigen Preis angeboten, um eine hohe Marktdurchdringung zu erreichen und die Kundenbindung zu steigern. Es handelt sich um ein sog. „Upselling-Produkt“ in Form eines Subscription-Modells, das den Erwerb des Basisprodukts „EBP“ in jeglicher Ausprägung voraussetzt. Bis zum Ende des Detailplanungszeitraum im Planjahr 2029 wird erwartet, dass rd. 16 % der EBP-Kunden das neue Produkt Hiring Extension nutzen werden. Erste relevante Umsatzerlöse werden im Forecast 01/2025 mit rd. € 2,4 Mio. erwartet. Im letzten Planjahr 2029 soll das Umsatzniveau mit Hiring Extension bei rd. € 26,6 Mio. liegen.

Ausgehend von einem Umsatz in Höhe von rd. € 8,4 Mio. im Geschäftsjahr 2024 wird bis zum Planjahr 2026 durch die Einführung neuer Siegel („Salary Seal“ und „Recruiter Seal“) bei den Umsätzen mit Siegeln für kununu ein erhebliches Wachstum von rd. € 4,9 Mio. auf rd. € 13,3 Mio. erwartet. Durch die dann eingetretene Marktdurchdringung mit den neuen Siegeln wird ein weiterer moderater Anstieg der damit erzielbaren Umsatzerlöse auf rd. € 14,6 Mio. bis zum Jahr 2029 geplant.

B2C

Ausgehend von € 58,7 Mio. im Geschäftsjahr 2024 sinkt der Umsatz des Segments B2C auf € 41,1 Mio. im Planjahr 2026. Im Planungszeitraum setzt sich damit zunächst die bereits im betrachteten Vergangenheitszeitraum der Jahre 2022 bis 2024 eingetretene rückläufige Umsatzentwicklung des Segments B2C fort. Es wird erwartet, die Umsätze des Segments im weiteren Verlauf der Detailplanung bis zum Planjahr 2029 wieder auf € 46,0 Mio. steigern zu können.

Die bezahlten Mitgliedschaften bei **XING** haben sich seit der COVID-19-Pandemie deutlich rückläufig entwickelt. Dies lag neben rückläufiger Netzaktivitäten und den Auswirkungen von der COVID-19-Pandemie auch an dem zunehmenden Erfolg von LinkedIn. Darüber hinaus bedingte die Veränderung der rechtlichen Rahmenbedingungen, dass sich die Verträge nicht mehr automatisch um ein Jahr verlängern, sondern nach Ablauf der Laufzeit monatlich kündbar sind, rückläufige Umsätze. Die Anzahl der bezahlten Mitgliedschaften lag im Geschäftsjahr 2024 noch bei rd. 500 Tsd. Im Planungszeitraum sinken die geplanten bezahlten Mitgliedschaften auf rd. 200 Tsd. im Planjahr 2029 ab.

Wenngleich die Neuausrichtung und Fokussierung von XING auf B2B-Umsätze in der Vergangenheit zu einem Umsatzrückgang führte, wird von der Gesellschaft jedoch erwartet, dass die Umsätze im B2C-Segment ab dem Geschäftsjahr 2027 durch Zusatzprodukte („Add ons“) zur Mitgliedschaft, wie z.B. einem Newsletter, stabilisiert werden

können. Ausgehend von rd. € 81,2 Mio. im Jahr 2022 sank der Umsatz auf rd. € 51,5 Mio. im Geschäftsjahr 2024. Bis 2027 wird erwartet, dass der Umsatz auf rd. € 31,8 Mio. sinkt, ehe zum Ende des Planungszeitraums 2029 ein wieder leicht gestiegenes Umsatzniveau von rd. € 33,3 Mio. erwartet wird.

Im Bereich **InterNations** geht die NWSE davon aus, dass die Anzahl der Mitgliedschaften und damit auch die Umsatzerlöse im Planungszeitraum steigen werden. Die Umsätze sollen sich in der Planung ausgehend von rd. € 7,2 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf rd. € 12,7 Mio. im letzten Planjahr 2029 erhöhen. Diese Entwicklung reicht jedoch nicht aus, um insgesamt die Umsatzverluste bei XING zu kompensieren.

B2B Marketing Solutions

Aufgrund der durch die Repositionierung von XING verringerten Reichweite der Plattform waren die Umsätze im Segment B2B Marketing Solutions rückläufig. Für den Planungszeitraum ist wieder ein Anstieg der Umsatzerlöse ausgehend von rd. € 8,1 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 10,4 Mio. im letzten Planjahr 2029 vorgesehen, der insb. durch die Fokussierung auf margenstarke Kunden erreicht werden soll.

Insgesamt wird von der NWSE über den Detailplanungszeitraum eine deutlich oberhalb der erwarteten Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate liegende **Umsatzsteigerung** erwartet, die nach der für das Planjahr 2026 angestrebten erfolgreichen Repositionierung von XING insbesondere in den Planjahren 2028 und 2029 nochmal deutlich zulegen soll. Damit ist wesentliche Voraussetzung, dass die rückläufige Entwicklung bei XING, die sich in den Jahren 2022 bis 2024 realisierte, durch die Repositionierung durchbrochen werden kann und wieder Marktanteile von Wettbewerbern zurückgewonnen werden können.

Der Anstieg der **anderen aktivierten Eigenleistungen** von € 15,6 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 19,6 Mio. zum Ende des Planungszeitraum im Planjahr 2029 ist auf die steigend geplanten Personalkosten zurückzuführen.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** werden mit jährlich € 2,3 Mio. ab dem Planjahr 2026 geplant, um wiederkehrende Erträge abzubilden. Sondereffekte aus Umbewertungen oder ähnlichen Sachverhalten sind nicht geplant.

Im Rahmen des Forecasts 01/2025 wird eine Gesamtleistung von € 251,6 Mio. für das laufende Geschäftsjahr 2025 erwartet, die bis zum Ende des Planungshorizonts auf € 393,2 Mio. gesteigert werden soll. Dies entspricht ausgehend vom Forecast 01/2025 einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 11,8 %.

Als ein wesentliches Ergebnis der Restrukturierungsprojekte der Vorjahre reduziert sich der **Personalaufwand** von € 123,1 Mio. (bereinigter Personalaufwand) im Geschäftsjahr 2024 auf € 112,1 Mio. im Forecast 01/2025. Aufgrund der geplanten Ausweitung der Geschäftstätigkeit wurde im Planungszeitraum dann wieder ein leichter Aufbau von rd. 200 FTE (Vollzeitkräften) eingeplant. Jährliche Kostensteigerungen wurden ebenfalls in der Planung berücksichtigt, sodass der Aufwand je FTE von rd. T€ 102 im Forecast 01/2025 auf rd. T€ 114 im letzten Planjahr 2029 steigt, mithin sich eine durchschnittliche jährliche Kostensteigerungsrate von rd. 2,8 % ergibt. Der Personalaufwand steigt somit bis zum Ende des Planungszeitraums auf € 145,6 Mio. Die Personalaufwandsquote sinkt hingegen von rd. 47,7 % im Forecast 01/2025 auf rd. 39,2 % im letzten Planjahr 2029; sie liegt damit deutlich unterhalb der Quoten des betrachteten Vergangenheitszeitraums.

Die **Marketingaufwendungen** sind im Zuge der Kommunikation zur Repositionierung von XING im Geschäftsjahr 2024 deutlich auf € 51,5 Mio. erhöht worden. Zur Erreichung des geplanten Umsatzwachstums ist bis zum Ende des Planungshorizonts ein Anstieg der Marketingaufwendungen auf € 70,5 Mio. vorgesehen. Der Marketingaufwand wächst ausgehend vom Geschäftsjahr 2024 bis zum Ende des Planungszeitraums 2029 mit einem jährlichen Durchschnitt von rd. 6,5 % und damit unterproportional zum geplanten Umsatzwachstum. Im Forecast 01/2025 sind der Planung des Marketingaufwands einzelne Maßnahmen und Kampagnen zugrunde gelegt, in den Folgejahren erfolgt eine zunehmend pauschalisierte Fortschreibung. Die Aufwandsquote für Marketing liegt im letzten Planjahr bei rd. 19,0 % und damit unterhalb der Aufwandsquote von 19,7 % im letzten Geschäftsjahr 2024.

Wesentlichen Anteil an den Marketingaufwendungen hat das **Brand Marketing**, das von rd. € 27,0 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf rd. € 34,4 Mio. im letzten Planjahr 2029 ansteigen soll. Das Brand Marketing umfasst dabei Maßnahmen wie Sponsoring (z.B. für die Baller League) und die kontinuierliche Markenkommunikation in verschiedenen Kanälen. Dabei ist in erster Linie ein Anstieg des Brand Marketings für kununu vorgesehen, um die geplante Ausweitung der kununu-Produkte auf kleine und mittelgroße Unternehmen zu stützen.

Im **Performance Marketing** wird ein Anstieg von rd. € 15,3 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf rd. € 20,9 Mio. bis zum Jahr 2029 geplant; dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 6,5 %. Unter Performance Marketing fallen beispielsweise der Zukauf von Traffic auf den Plattformen zur Erfüllung von vertraglich vereinbarten Garantien, die Kunden bezüglich bestimmter Quoten zugesichert werden.

Der **umsatzbezogene Marketingaufwand** setzt sich u.a. aus Provisionszahlungen, Influencer-Kosten oder Aufwendungen für Siegel zusammen und entfällt mehrheitlich auf

kununu. Ausgehend vom Geschäftsjahr 2024 soll der umsatzbezogene Marketingaufwand von € 8,2 Mio. bis zum Ende des Planungszeitraums im Planjahr 2029 auf € 14,7 Mio. ansteigen.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** steigen von € 43,9 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 69,3 Mio. im letzten Planjahr 2029. Wesentlichen Anteil an diesem Anstieg haben die geplanten Aufwendungen für die IT-Infrastruktur, administrative Leistungen sowie externe Dienstleistungen, die sich zum Ende des Planungszeitraums 2029 auf insgesamt € 52,7 Mio. belaufen sollen, im Geschäftsjahr 2024 hingegen noch bei € 30,5 Mio. lagen. Wesentlicher Treiber für die hier erwarteten höheren Aufwendungen ist der steigend geplante Traffic auf den Plattformen, was zu höheren Server- und Hosting-Kosten, steigenden Lizenzaufwendungen sowie einem vermehrten Zukauf von extern erstellten Inhalten (Content) und KI-basierten Features führt.

In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind zudem Aufwendungen für Mitarbeiter wie Training, Büroausstattung, usw. erfasst, die basierend auf den geplanten FTE ermittelt werden. In Folge der Restrukturierungsprogramme liegt dieser Aufwand unterhalb der in den Geschäftsjahren 2022 bis 2024 realisierten Werte und beläuft sich zum Ende des Planungszeitraums 2029 auf rd. € 10,7 Mio.

Die umsatzbezogenen Aufwendungen innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen u.a. für die Abwicklung der Zahlungsprozesse steigt von € 3,9 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 4,3 Mio. im Planjahr 2029 und damit deutlich geringer als der Umsatz.

Das **EBITDA** soll aufgrund der aufgezeigten geplanten Entwicklung ausgehend von einem bereinigten EBITDA in Höhe von € 60,4 Mio. im Geschäftsjahr 2024 im Planungszeitraum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 12,3 % auf € 107,7 Mio. im Planjahr 2029 steigen. Die EBITDA-Marge erhöht sich von rd. 23,2 % im Geschäftsjahr 2024 sukzessive auf rd. 29,0 % im Planjahr 2029. Insgesamt liegt die geplante EBITDA-Marge unterhalb des Niveaus der Vorjahre. Dies ist auf den zunehmenden Marketingbedarf für kununu zurückzuführen, da die großen Unternehmen mit margenstarken Produkten bereits von kununu betreut werden, die geplante Umsatzausweitung jedoch auf kleine und mittelgroße Unternehmen ausgerichtet ist. Eine Belastung der Marge resultiert hierbei insoweit daraus, dass für dieses Klientel neue margenschwächere Produkte entwickelt und angeboten werden. Durch den steigenden Anteil von kununu am Umsatz wirkt sich der erwartete Margenrückgang auf die Konzern-EBITDA-Marge aus.

Die bereinigten **Abschreibungen** sinken von € 36,2 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 29,8 Mio. im Planjahr 2029. Der wesentliche Anteil der Abschreibungen entfällt auf die

aktivierte selbsterstellte Software mit € 16,9 Mio. im Planjahr 2029. Die Planung der Abschreibung auf Software erfolgt in Abhängigkeit der geplanten aktivierten Eigenleistungen, die im Planjahr 2029 auf € 19,6 Mio. steigen.

Die bereinigte **EBIT-Marge** lag im Geschäftsjahr 2024 bei rd. 9,3 %; sie soll bis zum Ende des Planungshorizonts auf rd. 21,0 % ansteigen und damit wieder auf das Niveau der Vorjahre erreichen. Insgesamt verzeichnet das EBIT im Detailplanungszeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rd. 26,3 % auf € 77,9 Mio. im Planjahr 2029.

Nach Würdigung der Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie der Vergangenheitsanalyse und der uns von der Gesellschaft gegebenen Erläuterungen ist die Planung plausibel. Für unsere Analysen standen uns auch weitere nach betriebswirtschaftlichen Kriterien aufgebaute interne Planungsunterlagen zur Verfügung.

4.4.1.5. Anpassungen der Planung

Der Bewertungsgutachter hat die von der NWSE aufgestellte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung unter Berücksichtigung des ersten Forecasts für 2025 bis zum EBITDA grundsätzlich unverändert übernommen.

Die NWSE hat in der Planung Leasingverhältnisse nach IFRS 16 in Form von Abschreibungen des Nutzungsrechts und Zinsen für die Leasingverbindlichkeiten abgebildet, eine Fortschreibung der korrespondierenden Bilanzposten erfolgte nicht.

Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen der Fortschreibung der Bilanzplanung die geplanten Abschreibungen und Zinsaufwendungen für den gesamten Detailplanungszeitraum aus den Miet- und Leasingverträgen durch die vertraglich fixierten Leasingraten ersetzt.

Daraus ergibt sich folgendes adjustiertes EBIT:

New Work SE: Anpassung der Planung in € Mio.	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
EBIT	19,1	24,0	31,7	55,3	77,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 8,0	- 4,4	- 5,0	- 5,3	- 5,7
Abschreibungen	3,7	4,2	4,5	4,8	5,1
EBIT (adjustiert)	14,8	23,8	31,2	54,8	77,3

Im Jahr 2025 resultieren die aufgeführten Anpassungen insbesondere aus der dann noch zu zahlenden Leasingrate für die Firmenzentrale in Hamburg, für die das korrespondierende Nutzungsrecht bereits Ende des Vorjahres 2024 abgeschrieben wurde.

Wir haben die Anpassungen von PwC inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht.

4.4.1.6. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis umfasst die Zinsaufwendungen und -erträge, die aus kurzfristigem Finanzbedarf und der Anlage liquider Mittel, soweit diese nicht als Sonderwert im Rahmen der Bewertung berücksichtigt wurden (vgl. Abschnitt 4.5. dieses Berichts), resultieren. Zinsaufwendungen für Leasingzahlungen wurden aufgrund der im vorangehenden Abschnitt beschriebenen Vorgehensweise nicht in Abzug gebracht.

Ausgehend von der Konzernbilanz der NWSE zum 31. Dezember 2024 und der Bilanzplanung der Gesellschaft für das Jahr 2025 wurden die verzinslichen Finanzpositionen durch den Bewertungsgutachter über den Planungszeitraum fortgeschrieben. Hierbei wurden die Ausschüttungsprämissen (vgl. Abschnitt 4.4.1.94.4.1.9 dieses Berichts) berücksichtigt.

Danach ergibt sich folgendes geplantes Finanzergebnis:

New Work SE: Finanzergebnis in € Mio.	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
EBIT (adjustiert)	14,8	23,8	31,2	54,8	77,3
Zinsertrag	-	0,1	0,2	0,2	0,3
Zinsaufwand*	- 0,0	- 0,0	-	-	-
EBT	14,8	23,9	31,4	55,0	77,7

* Zinsaufwand in 2025 und 2026 < T€ 10

Wir haben die Planung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Die verzinslichen Bestände resultieren aus der integrierten Planung und sind insoweit sachgerecht abgeleitet. Die vom Bewertungsgutachter angesetzten Zinskonditionen wurden von uns in Stichproben geprüft.

Insgesamt ist das Finanzergebnis sachgerecht abgeleitet und konsistent zu den Planungsprämissen.

4.4.1.7. Ertragsteuern des Unternehmens

Ausgehend vom Ergebnis vor Steuern hat der Bewertungsgutachter die Ertragsteuern berechnet:

New Work SE: Ertragsteuern in € Mio.	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
EBT	14,8	23,9	31,4	55,0	77,7
Ertragsteuern	- 5,7	- 6,8	- 8,5	- 11,8	- 15,3
Ergebnis nach Ertragsteuern	9,1	17,1	22,9	43,2	62,3

Die Ermittlung der Ertragsteuern erfolgte durch den Bewertungsgutachter grundsätzlich auf Basis der von der NWSE geplanten Ergebnisse nach IFRS sowie des geplanten Finanzergebnisses (vgl. Abschnitt 4.4.1.6 dieses Berichts). Wesentliche Abweichungen zwischen der steuerlichen Bemessungsgrundlage und dem geplanten Ergebnis wurden im Rahmen der Steuerberechnung mittels einer Überleitungsrechnung berücksichtigt. Des Weiteren erfolgte eine Aufteilung der geplanten Ergebnisse vor Steuern auf die in Deutschland, Österreich, Spanien und Portugal anfallenden Ergebnisanteile.

Die Berechnung der Ertragsteuern in Deutschland erfolgte unter Berücksichtigung eines Körperschaftsteuersatzes von 15 % zuzüglich Solidaritätszuschlag von 5,5 % sowie der Gewerbesteuerbelastung, die auf Basis des Hebesatzes von Hamburg in Höhe von 470 % einfluss. Wesentliche Hinzurechnungen und Kürzungen wurden bei der Ermittlung der Gewerbesteuer berücksichtigt. Die in Österreich anfallenden Ergebnisse wurden mit einem Steuersatz von 23 %, die in Spanien mit 25 % und die in Portugal mit 20 % besteuert.

Die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge wurden bei der Steuerberechnung berücksichtigt. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Planjahr 2029 waren noch nicht steuermindernd berücksichtigte steuerliche Verlustvorträge vorhanden, die mittels einer Annuitätsberechnung in der Steuerbelastung der ewigen Rente steuermindernd berücksichtigt wurden.

Insgesamt wurden so – bezogen auf das geplante IFRS-Ergebnis – effektive rechnerische Steuersätze von rd. 38,7 % im Forecast 01/2025 bzw. rd. 19,7 % im Planjahr 2029 ermittelt, die im Rahmen der Bewertung berücksichtigt wurden.

Wir haben die Ermittlung der geplanten Ertragsteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet und plausibel.

4.4.1.8. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente

Der Zeitraum der ewigen Rente stellt grundsätzlich ein nachhaltig im Durchschnitt erwartetes Ergebnisniveau dar. Insoweit ist das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase

der ewigen Rente (nachfolgend auch „TV“ für „Terminal Value“ genannt) zu übernehmen, sondern diese unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbständig herzuleiten.⁶²

Zur Ableitung des nachhaltig im Durchschnitt erzielbaren Ergebnisses in der Phase der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter in Abstimmung mit der NWSE gesonderte Annahmen getroffen.

Hierzu wurde zunächst das nachhaltige Umsatzniveau abgeschätzt. Die von der der Gesellschaft geplante Umsatzentwicklung wurde den Konjunkturprognosen sowie den Prognosen zur Entwicklung der Wettbewerber gegenübergestellt. Im Rahmen seiner Analysen kommt der Bewertungsgutachter u.a. zu dem Ergebnis, dass XING in einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld in der Vergangenheit Marktanteile verloren hat und der Erfolg der Repositionierung mit großen Unsicherheiten verbunden ist; gleichwohl geht die Gesellschaft davon aus, wesentliche Umsatzsteigerungen hier in der weiter entfernten Zukunft ab dem Planjahr 2028 realisieren zu können. Der Bewertungsgutachter stellt weiter fest, dass das insgesamt geplante Umsatzwachstum der NWSE deutlich über den Wachstumsprognosen des BIP und den prognostizierten Preiserwartungen der relevanten regionalen Märkte liegt. Darüber hinaus liegt das ab dem Jahr 2026 von der Gesellschaft geplante Wachstum der Umsatzerlöse über dem der Wettbewerber und es werden keine möglichen konjunkturellen Eintrübungen mehr abgebildet.

Vor diesem Hintergrund wurden die nachhaltig im Durchschnitt erzielbaren Umsatzerlöse für die NWSE für den Zeitraum der ewigen Rente von PwC anhand des Durchschnitts der beiden letzten Detailplanjahre 2028 und 2029 geschätzt und mit der Wachstumsrate (vgl. Abschnitt 4.4.2.4. dieses Berichts) auf € 351,2 Mio. fortgeschrieben.

Die von der NWSE geplante EBITDA-Marge des letzten Detailplanjahres 2029 wurde unverändert mit rd. 29,0 % in der ewigen Rente angesetzt und auf die nachhaltig erwarteten Umsatzerlöse bezogen.

Auf Basis der geplanten Investitionen des letzten Planjahres 2029 von € 28,6 Mio. und unter Fortschreibung mit der Wachstumsrate hat PwC eine nachhaltige Reinvestition in Höhe von € 29,0 Mio. angesetzt.

In Folge der steuermindernden Nutzung der vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge im Detailplanungszeitraum und der annuitätischen Berücksichtigung der zum Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht verbrauchten Verlustvorträge (vgl. Abschnitt 4.4.1.7.

⁶² IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt K, Tz. 88.

dieses Berichts) ergibt sich in der ewigen Rente eine effektive rechnerische Steuerquote von rd. 25,4 %, die über der des letzten Detailplanjahres liegt.

Das nachhaltige Ergebnis der NWSE stellt sich damit wie folgt dar:

New Work SE: Ableitung der ewigen Rente in € Mio.	Plan 2029	Ewige Rente 2030 ff.
Umsatzerlöse	371,2	351,2
EBITDA	107,7	101,9
Bereinigung von Leasing-Zahlungen	- 5,7	- 5,8
Bereinigung von Leasing-Abschreibungen	5,1	
Abschreibungen / Reinvestition	- 29,8	- 29,0
EBIT	77,3	67,1
Finanzergebnis	0,3	0,4
EBT	77,7	67,5
Ertragsteuern	- 15,3	- 17,2
Ergebnis nach Ertragsteuern	62,3	50,4

Wir haben die Herleitung des in der Phase der ewigen Rente erwarteten Ergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.

Die NWSE ist mit ihren Plattformen XING und kununu in einem wettbewerbsintensiven Markt für Recruiting-Dienstleistungen tätig. Sie steht im Wettbewerb mit anderen großen Plattformen wie z.B. Stepstone, Indeed, Jobware und LinkedIn (vgl. Abschnitt 4.3.3. dieses Berichts). Hier hatte insbesondere die Plattform XING in der Vergangenheit deutliche Marktanteilsverluste hinnehmen müssen. Die Planung der NWSE sieht für XING hingegen eine erfolgreiche Repositionierung und danach hohe Wachstumsraten für die Planjahre 2028 und 2029 vor. Voraussetzung dafür ist, dass die Repositionierung gelingt und XING insbesondere im Vergleich zum Wettbewerber LinkedIn wieder Marktanteile gewinnen kann. Für die Plattform kununu hat NWSE über den gesamten Planungszeitraum anhaltend hohes Umsatzwachstum ohne jegliche konjunkturellen Rücksetzer vorgesehen. Das Wachstum von kununu soll zudem in wesentlichen Bereichen mit neuen Kundengruppen von kleinen und mittelgroßen Unternehmen und mit neuen, am Markt noch nicht etablierten Produkten, erreicht werden.

Die aktuellen Entwicklungen und Prognosen für Deutschland und die EU belegen, dass es aus den verschiedensten Gegebenheiten heraus immer wieder zu konjunkturell rückläufigen Entwicklungen in den für NWSE relevanten Märkten kommen kann. So verlief die Geschäftsentwicklung der NWSE im ersten Quartal 2025 ebenfalls deutlich unter Plan und zeigt ebenfalls die besondere konjunkturelle Abhängigkeit auf; eine Anpassung

des ersten Planjahres aufgrund der schlechter als budgetiert verlaufenden Entwicklung im ersten Quartal erfolgte durch PwC mit Ausnahme des Januars nicht.

Voraussetzung für das geplante Umsatzwachstum sind erhebliche Investitionen ins Marketing und das angepasste Produktportfolio mit neuen Produkten mit zu erwartenden geringeren Margen im Vergleich zu den Produkten, die in der Vergangenheit bei Großunternehmen realisiert werden konnten. Die Marketingaufwendungen sind auch weiterhin für die Attraktivität der Plattform relevant, weshalb es plausibel ist, dass diese mit steigenden Umsatzerlösen grundsätzlich auch weiter ansteigen müssen bzw. auf entsprechendem Niveau gehalten werden müssen. Ungeachtet der von PwC aufgrund der überdurchschnittlich geplanten Wachstumsraten der Umsatzerlöse in den Detailplanjahren 2028 und 2029 und der grundsätzlichen Konjunkturabhängigkeit des Geschäfts der NWSE vorgenommenen Normalisierung der Umsatzerlöse auf ein nachhaltiges Niveau, das zwar leicht unterhalb des letzten Detailplanjahres 2029, aber ansonsten oberhalb der gesamten Planung und der im Ist des Referenzzeitraums 2022 bis 2024 realisierten Werte liegt, wird von PwC gleichwohl das EBITDA-Margenniveau des letzten Detailplanjahres unverändert in den Zeitraum der ewigen Rente übertragen.

Das nachhaltig im Durchschnitt erwartete EBIT in Höhe von € 67,1 Mio. liegt sowohl über dem im Referenzzeitraum im Durchschnitt erzielten bereinigten EBIT von € 49,4 Mio. als auch über dem in der gesamten Detailplanung mit Ausnahme des letzten Detailplanjahres 2029 erwarteten EBIT. Die nachhaltig erwartete EBIT-Marge von rd. 19,1 % liegt ebenfalls oberhalb des im Referenzzeitraum realisierten Niveau von rd. 16,8 % im Mittel und der – mit Ausnahme des letzten Planjahres – geplanten Werte.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen halten wir das vom Bewertungsgutachter angesetzte nachhaltige Ergebnis für plausibel und angemessen.

4.4.1.9. Ausschüttungsplanung

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der

rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.⁶³ Ausgangsgröße zur Bemessung der Ausschüttungsquote in der ewigen Rente bilden Marktausschüttungsquoten.

Der Bewertungsgutachter hat für den Detailplanungszeitraum und den Zeitraum der ewigen Rente eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % zugrunde gelegt.

Vor dem Hintergrund des Finanzierungsbedarfs der Gesellschaft hat der Bewertungsgutachter die thesaurierten Beträge im Detailplanungszeitraum sowie für den Zeitraum der ewigen Rente den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet, soweit diese nicht zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums (sog. wachstumsbedingte Thesaurierung) erforderlich waren.

Wir halten das Vorgehen des Bewertungsgutachters für sachgerecht.

Für den Detailplanungszeitraum der NWSE liegt keine in der Planung abgebildete Ausschüttungsplanung der Gesellschaft vor.

In der Vergangenheit sind für die NWSE keine einheitlichen Ausschüttungsquoten feststellbar; so wurden in den Jahren 2021 und 2022 aufgrund von Sonderdividenden Ausschüttungsquoten deutlich über 50 % realisiert.

Eine Ausschüttungsquote von 50 % liegt am unteren Ende der Bandbreite der Ausschüttungsquoten der von uns ermittelten Peer Group.

Damit ist die vom Bewertungsgutachter angesetzte Ausschüttungsquote aus unserer Sicht als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden.

Soweit keine konkrete Verwendung der im Unternehmen thesaurierten Beträge erfolgt, können im Rahmen des Bewertungskalküls nach IDW S 1 thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszins vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden. Diese Beträge gehen nicht als zur Verfügung stehende Finanzmittel in das Finanzergebnis der Planungsrechnung ein.

Da die unmittelbare fiktive Zurechnung steuerlich gegenüber einer Dividendenausschüttung mit dem hälftigen Abgeltungssteuersatz belegt ist, vgl. Abschnitt 4.4.1.10 dieses Berichts, ist das Vorgehen von PwC für den Detailplanungszeitraum insoweit unternehmenswerterhöhend und damit im Sinne der außenstehenden Aktionäre nicht zu

⁶³ IDW, S 1, Tz. 37.

beanstanden. Im Rahmen der Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse in der Phase der ewigen Rente wurde vom Bewertungsgutachter zudem ebenfalls zutreffend die erforderliche Anpassung zum Erhalt der nachhaltigen Kapitalstruktur berücksichtigt.

4.4.1.10. Ertragsteuern der Anteilseigner

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens sowie der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu ermitteln.

Die Ertragsteuern der Anteilseigner werden im Rahmen der Bewertung einerseits bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und andererseits bei der Ermittlung der Alternativenanlage, abgebildet über den Kapitalisierungszins, berücksichtigt.

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, werden die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag belastet, im Ergebnis also mit 26,375 %.

Die fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge werden mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 % belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich lang halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 25 Jahren.

Auch wenn keine empirischen Untersuchungen über die Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vorliegen, halten wir die bei der Bewertung der NWSE angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung für nachvollziehbar. Zugunsten der außenstehenden Aktionäre wird von einer langen Haltedauer mit entsprechender Auswirkung auf die Höhe der effektiven Steuerbelastung ausgegangen.

Für die Phase der ewigen Rente berücksichtigt der Bewertungsgutachter die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen im Wachstumsabschlag, vgl. Abschnitt 4.4.2.4. dieses Berichts. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden.

Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht.

4.4.1.11. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Prämissen hat der Bewertungsgutachter folgende zu diskontierende Nettoausschüttungen abgeleitet:

New Work SE: Nettoausschüttungen in € Mio.	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Ewige Rente 2030 ff.
Nettoeinnahmen	9,1	17,1	22,9	43,2	62,341	50,4
Thesaurierung (echt)						1,2
Ausschüttungspotential	9,1	17,1	22,9	43,2	62,3	51,6
Ausschüttung aus Ergebnis	4,5	8,6	11,4	21,6	31,2	25,8
Persönliche Steuern auf echte Ausschüttung	- 1,2	- 2,3	- 3,0	- 5,7	- 8,2	- 6,8
Fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	4,5	8,6	11,4	21,6	31,2	25,8
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	- 0,6	- 1,1	- 1,5	- 2,8	- 4,1	- 3,4
Zu kapitalisierende Nettoausschüttungen	7,3	13,7	18,3	34,6	50,0	41,4

4.4.2. Analyse des Kapitalisierungszinssatzes

4.4.2.1. Vorbemerkungen

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der geplanten künftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Die Aufgabe des dabei zur Anwendung kommenden Kapitalisierungszinssatzes besteht zum einen darin, Beträge, die erst in der Zukunft realisiert werden, durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag gleichnamig zu machen. Zum anderen ist es die Aufgabe des Zinssatzes, dem Investor unter Berücksichtigung von Unsicherheit und immanentem Risiko einen Vergleich mit zur Verfügung stehenden laufzeitäquivalenten Alternativinvestitionen zu ermöglichen. Er reflektiert damit die Rendite einer für den Eigentümer des Bewertungsobjekts alternativen Investition, die im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung ihrer finanziellen Überschüsse äquivalent zum Bewertungsobjekt angesehen wird.

Nach IDW S 1 wird der Kapitalisierungszinssatz aus (beobachtbaren) Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) abgeleitet, die bewertungsobjektspezifisch anzupassen sind. Bewertungstechnisch werden in Theorie und Bewertungspraxis die so erforderlichen Alternativrenditen aus der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativanlage (Basiszins) ermittelt, die um einen der Investitionsentscheidung zuzumessenden bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag (Markttriskoprämie und Betafaktor), die Ertragssteuerbelastung des Investors und einen Wachstumsabschlag korrigiert wird.

In den unter dem Datum vom 25. März 2020 sowie 20. März 2022 veröffentlichten Fachlichen Hinweisen des FAUB zu den „Auswirkungen der Ausbreitung des COVID-19-Virus auf Unternehmensbewertungen“ sowie zu den „Auswirkungen von Russlands Krieg

gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ wird darauf hingewiesen, dass bisher keine Gründe für eine Änderung der Methodik zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes erkennbar sind.

Wir haben uns mit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Ermittlung des Kapitalisierungszinses wie folgt auseinandergesetzt:

4.4.2.2. Basiszins

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des FAUB aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.⁶⁴

Für die Ableitung des Basiszinssatzes im Rahmen der vorliegenden Bewertung wurde von einer Schätzung der künftigen durchschnittlichen Zinsstrukturkurve auf Grundlage von Zinsstrukturdaten ausgegangen, die von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden. Hierzu wurden – entsprechend der Empfehlung des FAUB – Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

Der Bewertungsgutachter ermittelt auf diese Weise entsprechend den berufsständischen Empfehlungen einen gerundeten einheitlichen Basiszins in Höhe von 2,75 %.

Wir haben den angesetzten Basiszins durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB anhand der Zinsstrukturkurve auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank überprüft.

Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten⁶⁵ handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen) ermittelt werden.

Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, haben wir eine Durchschnittsbildung

⁶⁴ Vgl. IDW Life, Ausgabe 3/2022, S. 322 ff.

⁶⁵ Deutsche Bundesbank, Tägliche Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere, unter: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-zinsstruktur-fuer-boersennotierte-bundeswertpapiere-650724>.

vorgenommen. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des FAUB Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

In der Bewertungspraxis wird in der Regel vereinfachend aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet.

Für einen Dreimonatszeitraum vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik ein einheitlicher (unge-rundeter) Basiszinssatz in Höhe von 2,88 %.

Der aus den veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für die Er-mittlung des einheitlichen Basiszinssatzes im Rahmen objektivierter Unternehmensbe-wertungen abgeleitete Basiszins wird nach Empfehlungen des FAUB grundsätzlich auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte (bei einem einheitlichen Basiszinssatz von weniger als 1,0 % auf 1/10-%-Punkte) gerundet, um den Eindruck einer Scheingenauigkeit zu vermeiden.

Unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregeln auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte ergibt sich nach unseren Berechnungen ein Basiszins von 3,00 %.

Im Bewertungsgutachten wird unter Berücksichtigung der Zinsstrukturdaten zum 5. Mai 2025 auf den dann resultierenden, sachgerecht gerundeten Basiszins von 2,75 % abge-stellt. Dies ist im Lichte der Angemessenheitsprüfung nicht zu beanstanden.

Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der NWSE sind unter anderem die aktuellen Zins-konditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund zwischenzeitlich einge-tretener Zinsänderungen eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Barabfin-dung ergibt.

Der mit 2,75 % ermittelte einheitliche Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern führt unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern im Rahmen der Bewertung zu einem einheitlichen Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,02 %.

4.4.2.3. Risikozuschlag

4.4.2.3.1. Vorbemerkungen

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Chancen und Risiken verbunden, so-dass sich die künftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostizieren lassen. Aus Sicht eines risikoaversen Anlegers hat ein unsicherer Zahlungsstrom einen geringeren Wert als ein sicherer Zahlungsstrom mit identischem Erwartungswert. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit bei der Geldanlage in Unternehmen

(Anlagerisiko) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelten.

Zur Bemessung des Risikozuschlags wäre grundsätzlich auf die individuelle Risikopräferenz eines Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Anteilseignern ist es praktisch unmöglich, die individuelle Risikoeinstellung jedes einzelnen Anteilseigners abzufragen. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, zur Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktmodelle zurückzugreifen. Hierdurch wird es möglich, die Risikopräferenz einer Vielzahl von Anlegern, die sich über Angebot und Nachfrage in den Preisen für Wertpapiere niederschlägt, abzubilden.

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags erfolgt in Theorie und Bewertungspraxis sowie entsprechend IDW S 1 regelmäßig unter Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das CAPM beruht auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios. Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der sog. Marktrisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe, dem sog. Betafaktor, berechnet.

4.4.2.3.2. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer quasi-risikolosen Wertpapieranlage und stellt praktisch die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskanten Wertpapieren gegenüber quasi-risikolosen Anleihen vom Markt gewährt wird.

Die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte beruht bei gesetzlichen Bewertungsanlässen entsprechend IDW S 1 auf einer Betrachtung nach persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner, da nur die Ertragsströme bewertungsrelevant sind, die den Anlegern tatsächlich zugutekommen. Als Anteilseigner wird dabei typischerweise eine inländische, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person unterstellt, die die Anteile im Privatvermögen hält.

Das CAPM berücksichtigt in seiner ursprünglichen Ausprägung keine persönlichen Ertragsteuern. Diese wirken sich aber auf die zu beobachtenden Aktienrenditen und damit die Marktrisikoprämie aus. Eine Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen erfolgt durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Zur Ableitung der Marktrisikoprämie werden in der Theorie und Bewertungspraxis insb. eine vergangenheitsorientierte Ermittlung anhand historischer Aktienmarktrenditen sowie

eine zukunftsorientierte Ermittlung anhand impliziter Aktienmarktrenditen herangezogen.⁶⁶

Der Bewertungsgutachter hat eine **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** in Höhe von **5,75 %** angesetzt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

(1) Bandbreitenempfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

Am 25. Oktober 2019 wurde die sog. „Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB“ veröffentlicht.⁶⁷ Hierdurch wurden die in den Hinweisen „zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19. September 2012⁶⁸ gegebenen vorherigen Bandbreitenempfehlungen zur Marktrisikoprämie auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern, im Mittel 5,75 %, angehoben. Grundlage der Bandbreitenschätzung des FAUB ist dabei eine Gesamtschau verschiedener Methoden zur Abschätzung der Marktrisikoprämie.

Auch nach der zuletzt veröffentlichten Berichterstattung über die 170. Sitzung des FAUB vom 7. November 2024 hält es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an der am 25. Oktober 2019 veröffentlichten Bandbreitenempfehlung zu orientieren.

Die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern liegt im Mittel der vom FAUB aktuell empfohlenen Bandbreite.

(2) Rechtsprechung

In der Rechtsprechung wird betont, dass eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften empirisch nicht möglich sei⁶⁹ bzw. dass es keine mit Eindeutigkeit festzustellende Marktrisikoprämie

⁶⁶ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 384 m.w.N.

⁶⁷ IDW, Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25. Oktober 2019, unter: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

⁶⁸ IDW-Fachnachrichten Nr. 10/2012, S. 568 f.

⁶⁹ Vgl. OLG Düsseldorf vom 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016, I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 25. Mai 2016, I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Karlsruhe vom 23. Juli 2015, 12a w 4/15; OLG Stuttgart vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08.

gebe.⁷⁰ Deshalb handele es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden könne und die dementsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt sei.⁷¹

Bei dem FAUB handelt es sich aus Sicht der überwiegenden Rechtsprechung um ein anerkanntes Expertengremium. Danach sei es grundsätzlich nicht zu beanstanden, in Bezug auf etwaige ungeklärte Bewertungsfragen, insbesondere die Höhe der Marktrisikoprämie, den Empfehlungen dieses Gremiums zu folgen. Allerdings handele es sich nicht um rechtsverbindliche Regelungen, Gesetze oder sonstige Vorschriften.⁷²

Soweit für Bewertungsstichtage nach dem 25. Oktober 2019, mithin der Veröffentlichung der letzten Bandbreitenanpassung durch den FAUB, bekannt, wurde eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75 %, also dem Mittelwert der aktuell vom FAUB empfohlenen Bandbreite, in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren nicht beanstandet.⁷³

(3) Eigene Analysen

Die grundlegende Problematik der Analysen zur Marktrisikoprämie liegt – abgesehen von eher technischen Fragestellungen zur konkreten Berechnung – zum einen darin, dass die Marktrisikoprämie als Differenz von Markttrenditen und risikolosem Zins nur indirekt, d.h. über die Parameter Markttrendite und risikoloser Zins, ableitbar ist und am Markt nicht unmittelbar gemessen bzw. beobachtet werden kann. Zum anderen ist für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht die aus historischen Daten ableitbare Marktrisikoprämie relevant, vielmehr die künftig erwartete.

Wir haben vor diesem Hintergrund u.a. Analysen zu den tatsächlich erzielten historischen Markttrenditen des Composite DAX (im Folgenden auch „CDAX“ genannt) und zu den impliziten Markttrenditen auf Grundlage des DAX durchgeführt. Diese

⁷⁰ Vgl. OLG Hamburg. vom 8. September 2016, 21 W 36/15; OLG Karlsruhe vom 23. Juli 2015, 12a w 4/15; KG Berlin vom 19. Mai 2011, 2 W 154/08.

⁷¹ Vgl. OLG Düsseldorf vom 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016, I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Hamburg vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11; OLG Karlsruhe vom 18. Mai 2016, 12a W 2/15; vom 23. Juli 2015, 12a w 4/15.

⁷² OLG München v. 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20 Tz. 81, OLG München v. 9. April 2021 – 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19 Tz. 94 m.w.N.

⁷³ OLG Frankfurt v. 9. Februar 2024, 21 W 129/22; OLG Frankfurt v. 26. Mai 2023, 21 W 119/22; LG München v. 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München v. 19. April 2024, 5 HK O 9734/22; LG Hamburg v. 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21; LG München 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21; LG Hamburg v. 3. November 2023, 403 HK O 90/22; LG München v. 25. August 2023, 5 HK O 12034/21; LG München v. 30. Juni 2023, 5 HKO 12034/21; LG München v. 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22; LG Stuttgart v. 16. Mai 2023, 40 O 64/20 KfHSpruchG.

bestätigen grundsätzlich die vom Bewertungsgutachter empirisch festgestellte Bandbreite der durchschnittlichen Markttrenditen und damit eine Marktrisikoprämie in der abgeschätzten Höhe.

Auf Grundlage der vorstehenden Feststellungen und unserer Analysen ist in einer Gesamtschau die angesetzte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75 % zum relevanten Bewertungsstichtag ein angemessener Schätzer innerhalb einer vertretbaren Bandbreite.

4.4.2.3.3. Betafaktor

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Die unternehmensindividuelle Risikohöhe ermittelt sich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjekts zur Rendite des Marktportfolios und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt.

Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es daher grundsätzlich üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens widerspiegelt (sog. „Unlevern“). Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungssituation des Bewertungsobjektes berücksichtigt (sog. „Relevern“).

Bei der Bewertung der NWSE wurde vom Bewertungsgutachter ein unverschuldeter Betafaktor in Höhe von 1,1 zugrunde gelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor der NWSE

Für die NWSE ist es aufgrund der am Kapitalmarkt gebildeten Aktienkurse grundsätzlich möglich, Betafaktoren für die Vergangenheit zu berechnen; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 3.3. dieses Berichts.

Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts der NWSE den originären Betafaktor der NWSE nicht berücksichtigt. Neben einem nicht ausreichend liquiden Handel mit Aktien der NWSE verweist er zur Begründung u.a. auf das Delisting-Erwerbsangebot aus dem Jahr 2024, das zu einer Verzerrung des historischen Aktienkurses der NWSE führe.

Wir haben eigene Analysen zum Betafaktor der NWSE durchgeführt.

Die Ermittlung des historischen Betafaktors erfolgt grundsätzlich durch Regression zwischen Aktienrenditen und der Rendite eines Index als Schätzer für das Marktportfolio. Bei der Nutzung historischer Betafaktoren als Anhaltspunkt ist zu beobachten, dass diese je nach gewähltem

- Beobachtungszeitraum,
- Renditeintervall und
- Vergleichsindex

zum Teil stark schwanken und daher in Bezug auf die Abschätzung für die Unternehmensbewertung gegebenenfalls anzupassen sind.

Die Wahl des Renditeintervalls ist mit der Festlegung des Beobachtungszeitraums verbunden, da zur Ermittlung eines aussagekräftigen Betafaktors über eine Regressionsanalyse mindestens eine bestimmte Anzahl von Datenpunkten benötigt wird. Aufgrund schwankender Umsätze und möglicher Sondereinflüsse wird einerseits von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten. Bei längeren Intervallen – etwa Monaten oder Jahren – können andererseits hingegen nur bei sehr langen Beobachtungszeiträumen ausreichend viele Datenpunkte ermittelt werden. Diese bergen wiederum die Problematik in sich, dass aufgrund struktureller Brüche der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen oder der sich im Zeitablauf ändernden Unternehmensstrategie keine Vergleichbarkeit für die Zukunft unterstellt werden kann.

Bei der Ermittlung des Betafaktors der NWSE haben wir auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und auf einen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Als maßgeblichen Stichtag für unsere Analysen haben wir auf Beobachtungszeiträume vor dem 19. Februar 2025 abgestellt. An diesem Tag wurde die Absicht der BDSE zur Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-Outs veröffentlicht, vgl. Abschnitt 3.2. dieses Berichts.

Durch den Vergleichsindex soll das in der Theorie des CAPM unterstellte Marktportfolio näherungsweise abgebildet werden. Das Marktportfolio besteht modelltheoretisch aus allen weltweit vorhandenen riskanten Anlagemöglichkeiten, die mit ihrem Anteil am Marktwert des gesamten Portfolios gewichtet sind. Da es nicht beobachtbar ist, wird in der Praxis der Unternehmensbewertung auf einen möglichst breiten Aktienindex abgestellt. Hinsichtlich der Eignung unterschiedlicher Indizes besteht in Theorie und Bewertungspraxis keine Einigkeit. Die Bezugnahme auf einen breiten deutschen Index hat z.B.

den Vorteil, Konsistenz zu den Analysen zur Ableitung der Marktrisikoprämie zu erlangen. Die Bezugnahme auf einen weltweiten Index hat z.B. den Vorteil, dass dieser relativ breiter und damit ggf. einem Marktportfolio im theoretischen Sinne angenäherter ist.

Als Vergleichsindex haben wir sowohl auf den CDAX als landesbreitesten Aktienindex in Deutschland als auch den MSCI ACWI Index, einen weltweiten Index, abgestellt.

Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines ermittelten Betafaktors wird in Teilen von Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis auf den so genannten t-Test abgestellt, um die statistische Signifikanz des Betafaktors abzuleiten. Andere Literaturmeinungen⁷⁴ lehnen die Bewertung der Belastbarkeit eines Betafaktors anhand des t-Tests ab. Der t-Test gibt Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Marktrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor (Rendite des Aktienindex) wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Betafaktor und dessen Standardfehler berechnet.

In der Bewertungspraxis wird die statistische Signifikanz von Betafaktoren oftmals auch anhand des Bestimmtheitsmaßes R^2 überprüft. R^2 ist ein Maß für die Güte der statistischen Regression. Es beschreibt, welcher Teil der Aktienrendite durch die Marktrendite erklärt wird. Ein R^2 in Höhe von beispielsweise 0,4 bedeutet, dass ein Anteil von 40 % der Variation der Aktie durch den Markt erklärt wird.

Unabhängig von der Frage, ob die Heranziehung des t-Tests und die daraus abgeleitete statistische Signifikanz als Gütekriterium der Belastbarkeit eines Betafaktors geeignet sind, haben wir die ermittelten Beta-Werte der NWSE anhand des t-Tests auf statistische Signifikanz überprüft.

⁷⁴ Vgl. z.B. Franken/Schulte, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und t-Test: Ein Irrweg?, WPg 2010, S. 1110 ff.

Die folgenden Tabellen zeigen die von uns ermittelten Betafaktoren der NWSE zum 19. Februar 2025:

New Work SE: Betafaktorenanalyse, 2 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	R ²
CDAX Index (Total Return)	0,14	0,17	nicht sig.	0,00
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,39	0,43	nicht sig.	0,01
Arithmetisches Mittel	0,26	0,30		0,01

New Work SE: Betafaktorenanalyse, 3 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	R ²
CDAX Index (Total Return)	0,59	0,64	sig.	0,06
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,78	0,83	sig.	0,06
Arithmetisches Mittel	0,68	0,74		0,06

New Work SE: Betafaktorenanalyse, 4 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	R ²
CDAX Index (Total Return)	0,65	0,69	sig.	0,07
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,87	0,92	sig.	0,08
Arithmetisches Mittel	0,76	0,80		0,07

New Work SE: Betafaktorenanalyse, 5 Jahre, wöchentlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	R ²
CDAX Index (Total Return)	0,69	0,73	sig.	0,14
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,90	0,94	sig.	0,13
Arithmetisches Mittel	0,79	0,84		0,14

New Work SE: Betafaktorenanalyse, 5 Jahre, monatlich	Raw Beta	Beta (unv.)	t-Test	R ²
CDAX Index (Total Return)	1,18	1,23	sig.	0,32
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,27	1,33	sig.	0,21
Arithmetisches Mittel	1,23	1,28		0,26

Die berechneten Betafaktoren für die NWSE zeigen eine große Streuung in Abhängigkeit von der Länge der Beobachtungszeiträume und gewählten Renditeintervalle. Der Betafaktor ist für den Beobachtungszeitraum von 2 Jahren statistisch nicht signifikant, für die übrigen Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle statistisch signifikant.

Sowohl in der aktuellen Literatur als auch in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung wird ergänzend bzw. an Stelle der statistischen Gütekriterien auf die Liquidität der betrachteten Aktie abgestellt, wenn die Eignung eines Betafaktors beurteilt werden soll.⁷⁵

Wir haben daher für die Aktien der NWSE eine Liquiditätsanalyse durchgeführt. Hierbei haben wir für den Zeitraum von 5 Jahren ausgehend vom 19. Februar 2025, getrennt nach Jahresscheiben, folgende Liquiditätskennziffern ermittelt:

⁷⁵ Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08; OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08.

- Relation aus Tagen mit Handel der Aktie der Gesellschaft zu möglichen Börsentagen
- Relative Geld-/Briefspanne (Bid-Ask-Spread) im arithmetischen Mittel
- Täglicher Handelsumsatz in Euro im arithmetischen Mittel

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der Liquiditätsanalyse:

New Work SE: Liquidität der Aktie	18.02.2025 bis 19.02.2024	16.02.2024 bis 20.02.2023	17.02.2023 bis 21.02.2022	18.02.2022 bis 19.02.2021	18.02.2021 bis 19.02.2020
Handelstage in % der Börsentage	97,24%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ø Bid-Ask Spread pro Tag in %	1,34%	0,85%	0,80%	1,09%	0,80%
Handelsumsatz pro Tag in €	121.235	345.960	461.478	416.527	1.055.285

Wenngleich es keine abschließenden Vorgaben für absolute Grenzwerte der betrachteten Liquiditätskennziffern in Literatur und Rechtsprechung gibt, liegt die so gemessene Liquidität der NWSE-Aktie im Hinblick auf die ermittelten Bid-Ask-Spreads im Zeitraum vom 19. Februar 2024 bis einschließlich den 18.02.2025 oberhalb der Grenze, die nach der Rechtsprechung des Landgerichts München in vergleichbaren Fällen als noch vertretbar eingestuft wurde.⁷⁶

Wie unter Abschnitt 3.3. dieses Berichts erläutert, erfolgte im Jahr 2024 auf Antrag der NWSE ein Delisting der Aktie der NWSE. Durch das vorangehende Delisting-Erwerbangebot der BDSE erfolgte eine Entkoppelung des Aktienkurses der Aktie der NWSE vom Marktgeschehen. Die Aktien der NWSE wurden daraufhin mit Wirkung zum Ablauf des 26. August 2024 nicht mehr im regulierten Markt gehandelt. Der noch stattfindende Handel im Freiverkehr an der Börse Hamburg erfolgte auskunftsgemäß nicht mehr auf Antrag oder Veranlassung der NWSE. Insofern fehlte es seit Ende August 2024 an der Verpflichtung der NWSE zur Bekanntgabe etwaiger kursrelevanter Informationen, die es Kapitalmarktteilnehmern erlaubt hätten, verlässliche Abschätzungen über den Verkehrswert der NWSE bzw. deren Aktie abzugeben. Entsprechend lagen auch keine aktuellen Einschätzungen von Analysten vor. Damit ergeben sich erhebliche Zweifel, ob im Börsenkurs eine effektive Informationsbewertung der Marktteilnehmer abgebildet wird und dieser so als Maßstab für die Abschätzung des systematischen Risikos der NWSE dienen kann.

Vor diesem Hintergrund halten wir ein Abstellen auf den eigenen Betafaktor der NWSE für nicht sachgerecht.

⁷⁶ LG München v. 2. Dezember 2016 - 5 HK 5781-15 oder v. 30. Juni 2017 – 5 HK 13182/15.

Insoweit ist das Vorgehen des Bewertungsgutachters, nämlich die Ableitung des Betafaktors für die NWSE auf Grundlage einer Peer Group-Analyse, grundsätzlich sachgerecht.

Peer Group-Analyse

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in einem ersten Schritt die **Peer Group-Analyse des Bewertungsgutachters** analysiert.

Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Betafaktors für NWSE zunächst im Rahmen eines strukturierten Prozesses anhand der Datenbank S&P Capital IQ eine Peer Group erhoben, deren Unternehmen die Tätigkeitsfelder und Risikofaktoren auf die Geschäftstätigkeit von NWSE widerspiegeln. Insgesamt umfasst die Peer Group sieben börsennotierte Vergleichsunternehmen, die Plattformen für Jobvermittlung, Arbeitgeber- und Arbeitnehmer-Branding oder verwandte Dienstleistungen anbieten. Unternehmen mit primärem Geschäftsfokus auf Dienstleistungen im Bereich der Arbeitnehmerüberlassung hat der Bewertungsgutachter nicht in seine Peer Group aufgenommen. Die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind überwiegend im europäischen Raum, den Vereinigten Staaten sowie in Japan ansässig und tätig. Die rechnerische Ableitung der Betafaktoren für die Unternehmen der Peer Group erfolgte vom Bewertungsgutachter über verschiedene Zeiträume und Renditeintervalle (eine Zwei-Jahresscheibe bei wöchentlichen Renditeintervallen und eine Fünf-Jahresscheibe bei monatlichen Renditeintervallen). Der Bewertungsgutachter stellt auf sog. Raw-Betafaktoren ab. Als Vergleichsindizes hat der Bewertungsgutachter sowohl jeweils einen marktbreiten lokalen Index als auch den MSCI World Index herangezogen. Ausgehend von den in der Vergangenheit beobachteten (verschuldeten) Betafaktoren wurden unverschuldete Betafaktoren unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital berechnet.

Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist nachvollziehbar, methodisch schlüssig und wurde von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten verifiziert. Der vom Bewertungsgutachter auf diesem Weg ermittelte Betafaktor ist im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Vor dem Hintergrund, dass einheitliche Vorgaben hinsichtlich der Auswahlkriterien möglicher Peer Group-Unternehmen sowie der spezifischen Ermittlung der Betafaktoren in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis nicht vorliegen, haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen des Bewertungsgutachters in einem zweiten Schritt **eigene Analysen zur Höhe eines angemessenen Betafaktors auf Grundlage einer möglichen Peer Group** vorgenommen.

Im Rahmen unserer Analysen konnten wir kein einzelnes börsennotiertes Unternehmen mit einem in jeder Hinsicht zur NWSE vergleichbaren Geschäftsmodell identifizieren. Wir haben daher unsere Analysen ebenfalls auf Peer Group-Unternehmen bezogen, die die Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der NWSE widerspiegeln. Geschäftsmodelle, die einen Fokus auf die Überlassung von Arbeitnehmern legen, wurde dabei als nicht vergleichbar eingestuft. Wir haben unter Verwendung der Datenbank von S&P Capital IQ potenziell vergleichbare börsennotierte Unternehmen recherchiert und diese zu einer sog. Long List verdichtet. Dabei haben wir auch Angaben von NWSE bezüglich möglicher Wettbewerber berücksichtigt. Die Unternehmen der Long List wurden auf hinreichende Liquidität im Aktienhandel geprüft. Die danach verbliebenen Unternehmen bilden die sog. Short List und wurden einer detaillierteren Analyse ihrer Geschäftsmodelle und ihrer Vergleichbarkeit mit der NWSE unterzogen.

Auf Grundlage dieses Vorgehens haben wir die Unternehmen der Peer Group des Bewertungsgutachters bestätigt und zusätzlich ein weiteres Unternehmen als geeignet in Bezug auf die Abbildung der operativen Risiken der NWSE identifiziert (zur Beschreibung der Unternehmen, die auch in einer der Peer Group des Bewertungsgutachters enthalten sind und in dessen Bewertungsgutachten beschrieben wurden, verweisen wir insoweit auf die dortigen Ausführungen im Bewertungsgutachten):

- **ZipRecruiter, Inc.** betreibt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften einen Online-Marktplatz, der Arbeitssuchende und Arbeitgeber in den Vereinigten Staaten und international miteinander verbindet. Der zweiseitige Marktplatz ermöglicht es Arbeitgebern, Stellenanzeigen zu schalten und Bewerber zu erreichen, die sich mit einem zuvor hinterlegten Arbeitnehmerprofil umgehend auf die Stellen bewerben können. Das Unternehmen wurde im Jahr 2010 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Santa Monica, Kalifornien. Im Geschäftsjahr 2024 konnte das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von € 458 Mio. erzielen.

Wir haben – entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung der Betafaktoren des Bewertungsobjekts – auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Die Ermittlung der Betafaktoren wurde am 23. April 2025 durchgeführt. Wir stellen auf sog. raw-Betafaktoren ab.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir nur Betafaktoren berücksichtigt, die im Hinblick auf die Liquidität der zugrunde liegenden Aktie aussagekräftig sind. Bezüglich der verwendeten Indizes haben wir – insoweit ebenfalls entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung des eigenen Betafaktors des Bewertungsobjekts – sowohl auf einen möglichst breiten lokalen Index als auch auf den MSCI AC WI Index abgestellt.

Ausgehend von den aus den beobachtbaren Aktienkursverläufen ableitbaren verschuldeten Betafaktoren haben wir unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital unverschuldete Betafaktoren berechnet.

Als Ergebnis unserer Analyse haben wir für die Peer Group folgende **unverschuldete** Betafaktoren ermittelt:

Nr.	Peer Group Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
			lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1.	en-japan inc.	Japan	0,57	0,79	0,74	0,89	0,82	0,89	1,03	1,10	1,80	1,87
2.	Careerlink Co., Ltd.	Japan	0,66	0,78	0,72	0,70	0,79	0,79	0,99	1,07	1,41	1,48
3.	DHI Group, Inc.	United States	0,78	0,80	0,86	0,89	0,93	0,92	0,97	1,17	1,48	1,48
4.	Hays plc	United Kingdom	1,08	0,68	1,09	0,77	1,17	0,73	1,31	0,91	1,42	0,84
5.	JAC Recruitment Co., Ltd.	Japan	0,55	0,57	0,65	0,46	0,75	0,54	0,92	0,70	1,50	1,24
6.	Recruit Holdings Co., Ltd.	Japan	1,26	1,35	1,29	1,30	1,32	1,35	1,32	1,21	1,50	1,84
7.	SEEK Limited	Australia	1,23	1,09	1,36	1,18	1,34	1,24	1,34	1,32	1,47	1,69
8.	ZipRecruiter, Inc.	United States	1,15	1,12	1,23	1,26						
Arithmetisches Mittel			0,93	0,89	0,98	0,93	1,01	0,93	1,12	1,04	1,47	1,49
Minimum			0,55	0,57	0,65	0,46	0,75	0,54	0,92	0,70	1,17	0,84
Maximum			1,26	1,35	1,36	1,30	1,34	1,35	1,34	1,32	1,80	1,87
Median			1,08	0,79	0,95	0,87	0,89	0,89	1,03	1,07	1,47	1,58

*Die Betafaktoren in den schraffierten Zellen wurden aufgrund von nicht belastbaren Aktienkursverläufen oder mangelnder statistischer Signifikanz ausgeschlossen

Die auf Grundlage der von uns durchgeführten Peer Group-Analyse ermittelten unverschuldeten Betafaktoren für die Peer Group gegen lokale Indizes liegen in einer Bandbreite von 0,93 bis 1,47 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 0,89 bis 1,47 (Mediane). Die Regression gegen den MSCI AC WI Index ergibt für die Peer Group-Unternehmen eine Bandbreite des unverschuldeten Betafaktors von 0,89 bis 1,49 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 0,79 bis 1,58 (Mediane). Der vom Bewertungsgutachter angesetzte unverschuldete Betafaktor in Höhe von 1,1 liegt damit tendenziell unterhalb des Mittelwerts einer aus unseren Analysen erhobenen Bandbreite vertretbarer unverschuldeten Betafaktoren.

Der bei der Bewertung angesetzte unverschuldete Betafaktor ist damit auch aus Sicht unserer eigenständigen Analysen im Lichte der Angemessenheitsprüfung nicht zu beanstanden und damit angemessen.

4.4.2.4. Wachstumsabschlag

Bei der im Rahmen der Bewertung verwendeten Phasenmethode ist das Wachstum der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse in den erwarteten Entwicklungen der Detailplanungsphase bereits abgebildet.

Jenseits des Detailplanungszeitraums können rein realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren i.S.e. operativen Wachstums (Unternehmensoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d.h. durch

Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (inflationsbedingtes Wachstum), ursächlich für ein weiteres Wachstum sein.

In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch grundsätzlich durch einen Abschlag beim Kapitalisierungszins (Wachstumsabschlag).

Ausgehend von einem nachhaltig eingeschwungenen Zustand (vgl. Abschnitt 4.4.1.8. dieses Berichts) verbleiben als nachhaltige Wachstumsquellen im Wesentlichen Effekte aus Kapazitätserweiterungen sowie der unternehmensspezifischen Inflation.

Durch die unmittelbare Zurechnung der nachhaltig thesaurierten Beträge an die Anteilseigner (vgl. Abschnitt 4.4.1.9. dieses Berichts) wird das durch Thesaurierungen finanzierte rein operative Wachstum, mithin Kapazitätserweiterungen, berücksichtigt. Eine zusätzliche Berücksichtigung dieses operativen Wachstums im anzusetzenden Wachstumsabschlag scheidet somit aus.

Werden wachstumsbedingte Effekte aus Unternehmensoptimierungen bereits in der Detailplanungsphase und solche aus Kapazitätserweiterungen in der Ewigen Rente bereits durch die Abbildung einer fiktiven Vollausschüttung im Zähler des Bewertungskalküls erfasst, sind durch den anzusetzenden Wachstumsabschlag rein inflationsbedingte Wachstumseffekte zu erfassen.

Für die Bewertung der NWSE wurde durch den Bewertungsgutachter ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % berücksichtigt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Zur Abschätzung der inflationsbedingten Wachstumseffekte kann die erwartete konsumorientierte Inflationsrate nur ein erster und sehr grober Anhaltspunkt sein. Erforderlich ist dazu die Abschätzung der Preissteigerungen, denen die NWSE sowohl auf den Beschaffungs- als auch den Absatzmärkten unterliegt, mithin der unternehmensspezifischen Inflationsrate.

In ihrer jüngsten gesamtwirtschaftlichen Analyse hat die EZB eine Rückkehr der Inflationsrate auf rd. 2,0 % prognostiziert.⁷⁷ Die Prognosen des IMF für die Inflationsentwicklung in Deutschland in den nächsten 5 Jahren zeigt eine Annäherung an das EZB-Ziel von 2,0 %, vgl. Abschnitt 4.3.1. dieses Berichts. Die implizit aus den Renditedifferenzen zwischen nominal festverzinslichen und inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen

⁷⁷ Vgl. EZB, Pressemitteilung, April 2025.

abgeleiteten mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für Deutschland liegen nach unseren Analysen aktuell bei rd. 1,9 % bis rd. 2,0 % und damit bereits wieder auf bzw. leicht unterhalb der EZB-Zielgröße.

Die NWSE bewegt sich mit dem wesentlich zum Umsatz und Ergebnis beitragenden Segment HR Solutions & Talent Access in einem intensiven Wettbewerbsumfeld mit internationalen Unternehmen wie beispielsweise LinkedIn, an das in der Vergangenheit wesentliche Marktanteile verloren wurden. Vor dem Hintergrund der geplanten Rückgewinnung von Marktanteilen ist das Potential für gleichzeitige Preiserhöhungen begrenzt. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass die zunehmende Ausrichtung auf kleine und mittlere Unternehmen, die im Vergleich zu Großunternehmen über eher geringere Recruiting-Budgets verfügen und damit regelmäßig eine wesentlich höhere Preissensitivität aufweisen, die Durchsetzung von Preissteigerungen bei den Produkten der NWSE perspektivisch erschweren wird.

Wesentliche Aufwandspositionen der NWSE sind der Personalaufwand sowie IT- und Marketingaufwendungen. Aktuell und absehbar ist qualifiziertes Personal ein Engpassfaktor, was insbesondere auf den IT-Bereich zutrifft. Vor diesem Hintergrund ist es plausibel anzunehmen, dass es der NWSE perspektivisch nur begrenzt gelingen wird, Kostensteigerungen auf der Absatzseite weiterzugeben.

Auch wenn zu berücksichtigen ist, dass Wachstumsabschläge immer nur in Bezug auf den spezifischen Bewertungsfall konkretisiert werden, ist darauf hinzuweisen, dass in der Rechtsprechung in der Vergangenheit Wachstumsfaktoren in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 2,0 % als üblich erachtet wurden. Der angesetzte Wachstumsfaktor liegt auch innerhalb der in der Bewertungspraxis bei vergleichbaren Bewertungsanlässen in der Vergangenheit angesetzten Bandbreite.

Unter Berücksichtigung des durch die unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge bedingten Wachstums sowie der im Wachstumsabschlag erfassten inflationsbedingten Wachstumseffekte lässt sich eine Gesamtwachstumsrate von über 5,3 % ermitteln, die in ihrer Konzeption und Struktur grundsätzlich mit entsprechenden empirisch beobachteten nominalen Wachstumsraten (z.B. langfristiges Gewinn-, Dividenden- oder Kurswachstum) vergleichbar ist.

Vor diesem Hintergrund halten wir den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % für angemessen.

Unter Berücksichtigung der Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag nach Steuern in Höhe von 1,3 %

ermittelt. Dieses Vorgehen ist methodisch nicht zu beanstanden und wird von der Rechtsprechung bestätigt.⁷⁸

4.4.2.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die bei der Bewertung der NWSE durch den Bewertungsgutachter angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich damit wie folgt:

New Work SE: Kapitalisierungszinssatz	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Ewige Rente 2030 ff.
Basiszinssatz	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Persönliche Ertragsteuern auf Basiszinssatz	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%
Risikofreier Zins nach persönlichen Steuern	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (verschuldet)	1,10	1,10	1,09	1,09	1,08	1,07
Risikozuschlag	6,33%	6,33%	6,25%	6,25%	6,23%	6,17%
Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern	-	-	-	-	-	-1,30%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern	8,35%	8,35%	8,28%	8,28%	8,26%	6,90%

Wir halten die vom Bewertungsgutachter durchgeführte Ableitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze für konsistent und nachvollziehbar und im Ergebnis der Höhe nach sachgerecht.

4.4.3. Ableitung des Ertragswerts

Auf Basis der in Abschnitt 4.4.1.11. dieses Berichts dargestellten Nettozuflüsse an die Anteilseigner sowie des in Abschnitt 4.4.2.5. dieses Berichts dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatzes wurde der Ertragswert der NWSE vom Bewertungsgutachter wie folgt ermittelt:

New Work SE: Ertragswert in € Mio.	FC01 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Ewige Rente 2030 ff.
Zu diskontierende Nettoausschüttung	7,3	13,7	18,3	34,6	50,0	41,4
Kapitalisierungszinssatz	8,35%	8,35%	8,28%	8,28%	8,26%	6,90%
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	9,73
Barwert	6,7	11,7	14,4	25,2	33,6	402,6
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	494,2					
Aufzinsung	1,04					
Ertragswert zum 23. Juni 2025	513,5					

Wir haben die Ertragswertermittlung auf Grundlage eines eigenen Modells überprüft und halten sie für sachgerecht.

⁷⁸ OLG München v. 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, OLG Frankfurt am Main v. 8. September 2020, 21 W 121/15.

4.5. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen wird im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts der NWSE durch den Bewertungsgutachter ein Sonderwert für die nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel angesetzt, die im Rahmen von Gesprächen mit dem Management der NWSE als Überschussliquidität identifiziert wurden.

Ausgehend von den zum 31. Dezember 2024 bilanzierten liquiden Mitteln und Mietkautionen wurden vom Bewertungsgutachter € 10 Mio. als betriebsnotwendig, der überschießende Betrag als nicht betriebsnotwendig, festgelegt. Dieser wurde auf den Bewertungsstichtag aufgezinnt. Der Liquiditätsabfluss aufgrund der für das Geschäftsjahr 2024 vorgesehenen Dividendenausschüttung wurde in Abzug gebracht.

Auf den Bewertungsstichtag wurde damit ein Sonderwert in Höhe von € 80,3 Mio. im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt.

Wir haben den Wertansatz inhaltlich nachvollzogen. Auf Grundlage der Analyse der Jahres- und Konzernabschlüsse der NWSE zum 31. Dezember 2024 sowie der erhaltenen Auskünfte der Gesellschaft haben wir keine Erkenntnisse über darüberhinausgehende Sonderwerte oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen gewonnen.

4.6. Unternehmenswert auf Ertragswertbasis

Der Unternehmenswert der NWSE auf Ertragswertbasis ergibt sich zum 23. Juni 2025 wie folgt:

New Work SE: Unternehmenswert in € Mio.	23. Juni 2025
Ertragswert	513,5
Sonderwert	80,3
Unternehmenswert	593,8
Anzahl der Aktien in Tsd.	5.620,4
Wert je Aktie in €	105,65

Bezogen auf die 5.620.435 Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) der NWSE, in die das Grundkapital der Gesellschaft eingeteilt ist, ergibt sich auf den Tag der vorgesehenen Hauptversammlung ein rechnerischer Wert je Aktie in Höhe von € 105,65.

Wir haben die Durchführung der Bewertung der NWSE in allen wesentlichen Schritten insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Berechnung des Unternehmenswerts auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wir halten den als Ergebnis der im Bewertungsgutachten von PwC dargestellten Vorgehensweise ermittelten Unternehmenswert der NWSE und Wert je Aktie für sachgerecht und angemessen.

Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen u.a. auf die Zinsstruktur ist nicht auszuschließen, dass am Bewertungsstichtag 23. Juni 2025 die Höhe des Basiszinssatzes oder anderer Parameter gegenüber dem Stand zur Zeichnung unseres Prüfungsberichts abweicht. Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, bei der die Höhe des Basiszinssatzes verändert wurde. Wir haben die Sensitivitätsanalyse inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und kommen zu keinen abweichenden Ergebnissen. Danach ergibt sich zum 23. Juni 2025 unter Berücksichtigung eines gerundeten Basiszinssatzes von 3,00 % (vgl. Abschnitt 4.4.2.2. dieses Berichts) ein rechnerischer Wert je Aktie in Höhe von € 103,18.

4.7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

In der Bewertungspraxis ist es üblich, einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mittels sog. Multiplikatorverfahren zu plausibilisieren.

Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesen Verfahren um kapitalmarktorientierte Bewertungskonzepte. Der Grundgedanke der Multiplikatormethode ist, eine bei Vergleichsunternehmen (Peer Group) beobachtbare Bewertungsrelation (Multiplikator) auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen.⁷⁹

Die Auswahl der in der Literatur und Praxis zu findenden Multiplikatoren ist vielfältig. Hierbei wird zwischen so genannten Equity- und Entity-Multiplikatoren unterschieden. Equity-Multiplikatoren bilden den Marktpreis des Eigenkapitals unmittelbar ab. Entity-Multiplikatoren ermitteln zunächst den Marktpreis des gesamten investierten Kapitals; der Marktpreis des Eigenkapitals ergibt sich dann, indem vom Marktpreis des gesamten investierten Kapitals der Marktwert der Nettofinanzschulden des Bewertungsobjekts abgezogen wird.

Wir weisen darauf hin, dass einer Wertfindung über Multiplikatoren generell nur eine eingeschränkte Aussagekraft zukommt, da diese aus unsicheren Kennzahlen anderer Unternehmen abgeleitet werden, die mit dem Bewertungsobjekt teilweise nur eingeschränkt vergleichbar sind.

Ungeachtet dessen haben wir die vom Bewertungsgutachter zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts durchgeführte Analyse auf Grundlage von EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren nachvollzogen. Die vom Bewertungsgutachter ermittelten Multiplikatoren sind grundsätzlich nachvollziehbar, methodisch schlüssig abgeleitet und wurden von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten von S&P Capital IQ verifiziert.

Darüber hinaus haben wir den vom Bewertungsgutachter ermittelten Ertragswert mit einer eigenständigen Betrachtung von Multiplikatoren plausibilisiert. Hierbei haben wir auf EBITDA-Multiplikatoren für die von uns in Abschnitt 4.4.2.3.3 dargestellten Peer Group-Unternehmen abgestellt. Über S&P Capital IQ haben wir hierfür zunächst aktuell verfügbare Analysteneinschätzungen zu den Ergebnisgrößen der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2025 bis 2027 abgerufen. In Bezug auf die Höhe der Marktkapitalisierung des jeweiligen Peer Group-Unternehmens haben wir auf einen Durchschnittswert über 30 Tage bis zum 23. April 2025 abgestellt, um möglichst eine zeitliche Konsistenz von Marktkapitalisierung und Analystenschätzungen zu erreichen, da

⁷⁹ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt G, S.349 ff.

Analysteneinschätzungen in der aktuell volatilen Marktentwicklung nicht immer unmittelbar an neue Gegebenheiten angepasst werden, die sich im Aktienkurs widerspiegeln. Die sich auf Grundlage der dargestellten Vorgehensweise ergebenden EBITDA-Multiplikatoren haben wir auf die äquivalenten Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts übertragen und so den Marktwert des Eigenkapitals der NWSE ohne Sonderwerte geschätzt.

In Abhängigkeit vom Referenzjahr ergeben sich bei der Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren und der Außerachtlassung von negativen Multiplikatoren Mediane für die Unternehmenswerte auf Grundlage der Multiplikatoren in der Bandbreite von rd. € 440 Mio. bis rd. € 534 Mio.; insoweit konnten wir das Ergebnis der Multiplikatorenanalyse des Bewertungsgutachters grundsätzlich bestätigen. Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert liegt innerhalb der Bandbreite aus den EBITDA-Multiplikatoren ermittelter Unternehmenswerte.

4.8. Börsenkurs

Im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG ist in Anwendung des Beschlusses des BVerfG⁸⁰ der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen, wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Der Börsenkurs ist jedoch nicht heranzuziehen, wenn dieser nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Nach dem Beschluss des BGH⁸¹ vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zulegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der NWSE als mögliche Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung haben wir nachfolgende Feststellungen getroffen:

Am 19. Februar 2025 veröffentlichte die NWSE über den Distributionsservice der EQS Group GmbH, München, das Verlangen der BDSE, einen aktienrechtlichen Squeeze-Out durchzuführen.⁸²

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 19. Februar 2025, d.h. vom 19. November 2024 bis zum 18. Februar 2025 einschließlich, ermittelte die BaFin keinen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG. Hierzu ist darauf hinzuweisen, dass die BaFin keine Mindestpreise berechnet, sofern die betreffenden Aktien ausschließlich im Freiverkehr gehandelt werden. Wir verweisen auf Abschnitt 3.3. dieses Berichts zum erfolgten Delisting der Aktie der NWSE im Jahr 2024.

⁸⁰ BVerfG v. 27. April 1999, 1-BvR-1613/94.

⁸¹ BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

⁸² https://www.eqs-news.com/de/news/corporate/burda-digital-se-uebermittelt-squeeze-out-verlangen/d46b8153-69ae-426f-8473-704a4ec4818b_de, Abruf vom 13. März 2025.

Die Aktien der NWSE wurden nach unseren Analysen zuletzt im Inland an der Wertpapierbörse Hamburg im Freiverkehr gehandelt.

Wir haben auf dieser Grundlage für einen Zeitraum von drei Monaten vor dem 19. Februar 2025, einen umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der NWSE in Höhe von € 68,91 ermittelt. Dies entspricht der Ermittlung des Bewertungsgutachters.

In dem von uns analysierten drei-Monats-Zeitraum wurde die Aktie der NWSE an lediglich 4 der möglichen Handelstage nicht gehandelt. Das tägliche Handelsvolumen lag im Mittel bei 393 Aktien, im Maximum bei 7.856 Aktien der NWSE. Der volumengewichtete Tageskurs lag in dem betrachteten Zeitraum zwischen € 65,20 und € 73,89. Eine Kursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag stellte sich im betrachteten Zeitraum kein Mal ein.⁸³

Die in § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung aufgeführten Kriterien für die Berücksichtigung von Börsenkursen waren damit kumulativ eingehalten.

Wir haben keine Anzeichen für eine Marktenge festgestellt, die gegen eine Berücksichtigung des Börsenkurses als mögliche Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung spräche.

Anzeichen, die für eine Manipulation des Börsenkurses sprächen, haben wir nicht festgestellt.

Wenngleich die Frage der Übertragbarkeit der Relevanz von Börsenkursen als Unter- grenze einer Abfindung auf Unternehmen deren Aktien allein im Freiverkehr gehandelt werden nicht unumstritten ist⁸⁴, kann eine abschließende Klärung dieser Frage dahinge- stellt bleiben, da die festgelegte Barabfindung auf Basis des nach dem Ertragswertver- fahren ermittelten Unternehmenswerts je Aktie der NWSE oberhalb des nach Umsatz gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs innerhalb eines dreimonatigen Zeitraums vor dem 19. Februar 2025 liegt; wir verweisen auf Abschnitt 6. dieses Berichts.

Der BGH⁶² hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Be- kanntgabe der Strukturmaßnahme dann nicht per se für sachgerecht, wenn zwischen

⁸³ Als Datengrundlage dieser Feststellungen dienten öffentlich einsehbare Handelsdaten der Internetseite „www.ariva.de“. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

⁸⁴ Dazu: Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW: Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis, WPg 2021, 958; OLG München v. 4. September 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19; OLG Frankfurt am Main v. 20. Juni 2022, 21 W 135/20; OLG München v. 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20; Emmerich, in: Habersack/Emmerich, 10. Aufl. 2022, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 Rn. 64.

⁶² BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann soll der Börsenwert gegebenenfalls entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein. Der BGH sah einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten als längeren Zeitraum an.

Ausgehend von den Meinungen in Literatur und Rechtsprechung wird zumindest ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten als unkritisch im Hinblick auf eine erforderliche Hochrechnung des Börsenkurses angesehen.⁸⁵

Der Zeitraum zwischen dem 19. Februar 2025 und der beabsichtigten Hauptversammlung der NWSE am 23. Juni 2025 beträgt geringfügig mehr als 4 Monate.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist vor diesem Hintergrund nicht erforderlich.

Wie unter Abschnitt 3.3. dieses Berichts erläutert, kann ein aussagekräftiger Börsenkurs grundsätzlich auch allein maßgeblich für die Bestimmung des Unternehmenswerts bzw. einer daraus abgeleiteten angemessenen Barabfindung sein. Jedoch wird im vorliegenden Fall seitens des Hauptaktionärs die Barabfindung auf Basis des über das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten ermittelten höheren Unternehmenswerts je Aktie festgelegt, vgl. Abschnitt 6. dieses Berichts, so dass weitere Analysen zum Börsenkurs als Bewertungsmethode nicht erforderlich sind.

⁸⁵ So z.B. Koch in Koch, AktG, 15. Aufl. 2025, § 305 Rn. 54 (m.w.N.); OLG Stuttgart v. 1. April 2014, 20 W 4/13; LG Stuttgart v. 7. Oktober 2019, 31 O 36/16 KfH SpruchG, Rn. 459 (bis zu 7,5 Monate).

5. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung aufgetreten sind.

Aufgrund unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der NWSE aufgetreten sind.

6. Festgelegte Barabfindung

BDSE hat am 7. Mai 2025 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der NWSE für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf € 105,65 je Aktie festgelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der durch PwC aus dem Ertragswert unter Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen zutreffend abgeleitete Unternehmenswert der NWSE auf den 23. Juni 2025 beträgt € 593,8 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von € 105,65 je Aktie. Hierbei wurde auf einen gerundeten Basiszins in Höhe von 2,75 % abgestellt. Zum heutigen 7. Mai 2025 ergibt sich ein gerundeter Basiszins in Höhe von 3,00 % (vgl. Abschnitt 4.4.2.2. dieses Berichts). Daraus resultiert ein rechnerischer Wert in Höhe von € 103,18 je Aktie (vgl. Abschnitt 4.6. dieses Berichts).

Der rechnerische durchschnittliche Börsenkurs für einen dreimonatigen Zeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der NWSE, dem 19. Februar 2025, beträgt € 68,91 je Aktie und liegt damit unterhalb des ermittelten Unternehmenswerts je Aktie.

Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der BDSE festgelegte Barabfindung in Höhe von € 105,65 je Aktie angemessen ist.

7. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der Burda Digital SE, München, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work SE, Hamburg, geprüft.

Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der New Work SE, Hamburg, in Höhe von € 105,65 je auf den Namen lautender Stückaktie angemessen.“

Hamburg, den 7. Mai 2025

Baker Tilly GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jochen Breithaupt
Wirtschaftsprüfer



Sylvia Fischer
Wirtschaftsprüferin

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Hamburg, 17. Kammer für Handelssachen, vom 12. Februar 2025 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg, zur sachverständigen Prüferin
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

ANLAGE 1

Landgericht Hamburg

Az.: 417 HKO 17/25



Beschluss

In der Sache

Burda Digital SE, vertreten durch d. Vorstand, Arabellastraße 23, 81925 München

- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Gleiss Lutz Hootz Hirsch PartmbB**, Karl-Scharnagl-Ring 6, 80539 München,
Gz.: 80013-25 PSC/StL 001

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 17 für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Thein am 12.02.2025:

1. Zur Prüferin der Angemessenheit der bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der New Work SE (HRB 148078) gem. §§ 327 a ff. AktG i.V.m. Art 9 Abs. 1 lit. c Ziff. ii, Art 10 SE-VO diesen Aktionären von der Hauptaktionärin Burda Digital SE als Abfindung zu gewährenden Barzahlung (gem. § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG i.v.m. Art 9 lit. c Ziff. ii, Art.10 SE-VO) (Angemessenheitsprüferin) wird bestellt

Baker Tilly GmbH & Co KG

(Ansprechpartner Herr WP Jochen Breithaupt)

Valentinskamp 88

20355 Hamburg

2. Die Kosten des Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.
3. Der Streitwert wird festgesetzt auf € 50.000,00.

Gründe:

Auf den Antrag der Antragstellerin ist gemäß §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und 4 i.V.m. § 293 c

Abs. 1 S. 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c Ziff. ii, Art. 10 SE-VO ein sachverständiger Prüfer zu bestellen, der die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festzulegenden Barabfindung für die Minderheitsaktionäre prüft. Die Voraussetzungen für diese Bestellung liegen vor. Wie die Antragstellerin mitgeteilt hat, hält sie Aktien der New Work SE im Umfang von mehr als 95 % des Grundkapitals. Ferner hat sie erklärt, an den Vorstand der New Work SE zeitnah das Verlangen zu richten, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragstellerin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (sog. Squeeze-Out) beschließt.

Als sachverständigen Prüfer hat das Gericht die im Beschlusstenor genannte Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft ausgewählt. Diese hat bestätigt, dass keine Bestellungshindernisse nach §§ 327c Abs. 2 und 293 d AktG i.V.m. §§ 319, 319a, 319b HGB vorliegen.

Die Kostenentscheidung beruht auf § 22 GNotKG, die Höhe des festgesetzten Geschäftswerts auf § 36 GNotKG.

Thein
Vorsitzende Richterin am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Hamburg, 13.02.2025

Hallier, JHSekr'in
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

ANLAGE 2

Anlage 2 – Abkürzungsverzeichnis

€	Euro
%	Prozent
&	und
AAB	Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024
Abs.	Absatz
ACV	Annual Contract Value
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ATS	Applicant Tracking System
Aufl.	Auflage
B2B	Business-to-Business
B2C	Business-to-Customer
Baker Tilly	Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg
BDSE	Burda Digital SE, München
Burda GmbH	Burda Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Offenburg
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der New Work SE, Hamburg, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a ff. AktG zum 23. Juni 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung vom 5. Mai 2025
Bewertungsgutachter oder PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt

BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Registerzeichen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
Co.	Compagnie
CPC	Cost per Click
CPM	Cost per Mille (effektive Kosten per 1000 Impressionen)
d.h.	das heißt
DACH-Region	Deutschland, Österreich und die Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex
DM	Deutsche Mark
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBP	Employer Branding Profile
EBT	Earnings before Taxes
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
ERP	Enterprise Resource Planning
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	Folgende/fortfolgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	Forecast
FTE	Full time equivalents
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Co. Kommanditgesellschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Human Resources
HRB	Handelsregister Abteilung B
IASB	International Accounting Standards Board
i.S.e.	im Sinne eine(-r,-s)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016
IFRS	International Financial Reporting Standards
IfW	Kiel Institute for the World Economy
IMF	International Monetary Fund
Inc.	Corporation
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Informationstechnologie
KI oder AI	Künstliche Intelligenz
Ltd.	Limited
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MiFri	Mittelfristplanung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MTP	Mid Term Plan
Nr.	Nummer
NWSE	New Work SE, Hamburg
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
plc	Public limited company
R ²	Bestimmtheitsmaß

rd.	Rund
Rn.	Randnummer
S.	Seite(n)/Satz
SaaS	Software as a Service
SE	Societas Europaea
SME	Small Medium Enterprises
S&P	Standard and Poor Global Market Intelligence LLC, New York, USA
NWSE	New Work SE, Hamburg
sog.	sogenannte(r)
T€	Tausend €
Tsd.	Tausend
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
Übertragungsbericht	Bericht der Burda Digital SE als Hauptaktionärin der New Work SE über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work SE auf die Burda Digital SE sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG
USA	United States of America
usw.	und so weiter
v.	vom
vgl.	vergleiche
WPH	IDW, WP Handbuch
YoY	Year-over-Year
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich
XTM	XING Talent Manager
XTS	XING Talent Service

ANLAGE 3

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtet werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.