

## OLG Düsseldorf: Verwendung des unternehmenseigenen Beta-Faktors bei Unternehmensbewertung

OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5.9.2019 – I-26 W 8/17 [AktE], rkr.

Volltext des Beschlusses: [BB-ONLINE BBL2021-754-1](#)

unter [www.betriebs-berater.de](#)

### AMTLICHER LEITSATZ

Der unternehmenseigene Betafaktor kann dann nicht für die Ermittlung des Ertragswerts herangezogen werden, wenn er aufgrund kursverzerrender Sonderfaktoren – hier: anhaltend geringer Free Float und Unsicherheiten aufgrund der besonderen Eigentümerstruktur der zu bewertenden Gesellschaft im gesamten Referenzzeitraum – nicht für eine objektivierte Bewertung des operativen Risikos geeignet ist.

SpruchG § 12 Abs. 1; AktG §§ 327a, 327b

## BB-Kommentar

### Vorsicht bei Anwendung des unternehmenseigenen Beta-Faktors

#### PROBLEM

Die Entscheidung befasst sich im Kern mit der Bestimmung des Beta-Faktors im Zusammenhang mit der Berechnung der Barabfindung im Rahmen des Squeeze-out bei der Degussa AG. Der Beta-Faktor spielt eine wichtige Rolle bei der Berechnung des Ertragswerts als Grundlage der Barabfindung. Das LG Düsseldorf hatte als Vorinstanz im Spruchverfahren die Barabfindung der ausgeschlossenen Aktionäre von 45,11 Euro je Stückaktie auf 52,75 Euro erhöht. Dabei war es dem von ihm beauftragten Sachverständigen gefolgt. Dieser hatte auf den unternehmenseigenen Beta-Faktor (0,49) und nicht auf die vom gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer verwendeten Beta-Faktoren einer Peer Group (0,7) abgestellt. Daraus resultierte ein niedrigerer Risikozuschlag und damit ein niedrigerer Kapitalisierungszinssatz, der wiederum zu der erheblich höheren Abfindung führte. Die Antragsgegnerin RAG Projektgesellschaft mbH hat die Berücksichtigung des unternehmenseigenen Beta-Faktors gerügt und hielt diesen insbesondere wegen der faktischen Konzernierung der Degussa AG und der zuvor abgegebenen Übernahmeangebote für ungeeignet.

#### ZUSAMMENFASSUNG

Das OLG Düsseldorf ist dieser Ansicht gefolgt, hat den landgerichtlichen Beschluss aufgehoben und die Erhöhungsanträge der ausgeschlossenen Aktionäre zurückgewiesen. Damit blieb es bei der Abfindung in Höhe von 45,11 Euro. Wie aus dem Leitsatz ersichtlich, hat das Gericht seine Entscheidung im Wesentlichen darauf gestützt, dass der unternehmenseigene Beta-Faktor aufgrund kursverzerrender Sonderfaktoren für eine objektive Bewertung des operativen Risikos ungeeignet war. Dabei hat es den geringen Free Float und die besondere Eigentümerstruktur der Degussa AG hervorgehoben. Richtig sei dagegen die Verwendung der Beta-Faktoren einer Peer-Group gewesen.

#### PRAXISFOLGEN

Leider hat das OLG Düsseldorf die Frage, wann ein unternehmensinterner und wann ein extern ermittelter Beta-Faktor anzuwenden ist,

nicht so klar beantwortet, wie der Leitsatz vermuten lässt. In der Entscheidung wird vielmehr eine Vielzahl an Faktoren angesprochen, die in diesem Zusammenhang von Bedeutung sein sollen. Das Gericht hält zunächst zutreffend fest, dass der Beta-Faktor dazu diene, die Schwankungsbreite (Volatilität) des Kurses einer Aktie oder Branche im Verhältnis zum Gesamtmarkt zu beschreiben (Ziff. 3.3.1). Voraussetzung eines aussagekräftigen Beta-Faktors sei, dass sich die Aktienrenditen unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen könnten. Als ersten relevanten Faktor hierfür identifiziert das OLG Düsseldorf die Aktienliquidität; als Maß dieser Liquidität werden Handelsvolumen, Handelsumsatz, Streubesitzanteil (Free Float) und Geld-Brief-Spanne (Spread) genannt (Ziff. 3.3.2.1). Dabei lässt es offen, ob der Handelsumsatz zur Beurteilung der Liquidität geeigneter ist als das in Stück gemessene Handelsvolumen; entscheidend sei eine Gesamtschau; beim Spread sind Werte ab 1,25% problematisch (Ziff. 3.3.2.2). Darüber hinaus hält das Gericht eine Analyse der Kursentwicklung für zwingend erforderlich. Zu achten sei auf „Strukturbrüche“, besondere Ereignisse, extreme Kursschwankungen und Kursmanipulationen. Auch makroökonomische Einflüsse wie die Finanzkrise oder konkret für das Unternehmen relevante Ereignisse wie Gerichtsverfahren, Übernahmeangebote oder die Markteinführung neuer Produkte seien zu beachten (Ziff. 3.3.2.3). Das OLG Düsseldorf ist offenbar auf der Suche nach dem möglichst ungestörten Kursverlauf, der frei von Sonderinflüssen das operative Risiko des Unternehmens abbildet. Einen solchen gibt es jedoch in der Realität nicht; spätestens seit den massiven Interventionen der EZB und anderer Notenbanken in die Kapitalmärkte, sind die Kursentwicklungen eher von der verfügbaren Liquidität als vom operativen Geschäft der Unternehmen geprägt. Das Kriterium der Kursentwicklung ist daher kritisch zu sehen. Dass sich das Gericht dabei auf Zeitungsartikel und Analystenmeinungen stützt, erhöht die Überzeugungskraft der Ausführungen nicht. Klarer ist dagegen das weitere Kriterium der Konzernierung; eine solche wird aufgrund der fehlenden Unabhängigkeit der unternehmerischen Entscheidungen regelmäßig dazu führen, dass der eigene Beta-Faktor nicht aussagekräftig ist (Ziff. 3.3.2.4). Nicht entschieden hat das OLG, ob große Abweichungen des so ermittelten Ertragswerts vom relevanten Börsenkurs (Ziff. 3.3.2.5) sowie Portfolioveränderungen und der „Dayofthe-Week-Effekt“ (Freitagsrenditen) ebenfalls negative Auswirkungen auf die Verwendbarkeit des internen Beta-Faktors haben (Ziff. 3.3.2.6); zwischen den Zeilen wird allerdings klar, dass es auch diese Faktoren für wichtig hält. Insgesamt lässt das OLG Düsseldorf die Prüfungs- und Rechtsberatungspraxis mit einer Vielzahl an teils geeigneten und teils ungeeigneten Kriterien zurück, nach denen entschieden werden soll, ob der unternehmenseigene Beta-Faktor verwendet werden kann. Dies macht die Bestimmung des Risikofaktors über den internen Beta-Faktor für außenstehende Aktionäre in Spruchverfahren noch einfacher angreifbar. So mag der unternehmenseigene, originäre Beta-Faktor zwar methodisch vorzugswürdig sein, ist für die Praxis aber regelmäßig zu unsicher (ähnlich auch *van Rossum*, in: Goette/Habersack [Hrsg], Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl. 2020, § 305, Rn. 163).

**Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels**, RA, ist Professor für Wirtschaftsrecht an der FOM Hochschule und Rechtsanwalt in Düsseldorf. Seine Schwerpunkte sind Unternehmenstransaktionen, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Corporate Governance und Compliance.

