

Der übernahmerechtliche Squeeze-out – nun rechtssicher oder noch immer ein Wagnis?

Aktuelle HV-Urteile

Kommentiert von Dr. Thomas Zwissler, ZIRNGIBL Rechtsanwälte Partnerschaft mbB



BGH, Beschluss vom 10.02.2026 – II ZR 10/24 – Biotest Aktiengesellschaft

Unternehmensübernahmen beginnen häufig „freundlich“, münden dann aber in ein Delisting und den sogenannten Squeeze-out, bei dem die verbliebenen Minderheitsaktionäre gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden.

Für den Squeeze-out stehen dem erfolgreichen Bieter mehrere Möglichkeiten offen, die sich allerdings in Voraussetzungen und Rechtsfolgen unterscheiden.

Varianten des Squeeze-out

Wichtigste Varianten des Squeeze-out sind der aktienrechtliche Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG und der übernahmerechtliche Ausschluss nach § 39a WpÜG. Beide Varianten kommen immer dann in Betracht, wenn dem Mehrheitsaktionär Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören.

Eine weitere Variante ist der umwandlungsrechtliche Squeeze-out (§ 62 Abs. 5 UmwG), der hier allerdings nicht weiter vertieft werden soll, zumal er mit einer entsprechenden Strukturmaßnahme (Verschmelzung) einhergeht und insofern mit den vorgenannten Squeeze-out-Varianten nur bedingt vergleichbar ist.

Aktienrechtlicher Squeeze-out

Kennzeichnend für den aktienrechtlichen Squeeze-out ist zunächst die

Zuständigkeit der Hauptversammlung (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG). Diese entscheidet durch Beschluss, der grundsätzlich auch angefochten werden kann. Streit über die Höhe der Abfindung ist hingegen im sogenannten Spruchverfahren nach dem SpruchG auszutragen (§ 327f AktG), sodass zwar der Ausschluss der Minderheitsaktionäre als solcher vergleichsweise rechtssicher umzusetzen ist. Ein sich anschließendes Spruchverfahren kann allerdings viel Zeit in Anspruch nehmen und ist wegen der kaum vermeidbaren Unsicherheiten bei der Ermittlung des „vollen Werts“ der Aktien im Ausgang ungewiss.

Chancen und Risiken des übernahmerechtlichen Squeeze-out

Für den erfolgreichen Bieter, der einen Squeeze-out anstrebt, stellt sich regelmäßig die Frage, ob er mittels eines übernahmerechtlichen Squeeze-out nicht einfacher und mit weniger Rechtsunsicherheit zum Ziel kommen könnte.

Grundvoraussetzung für einen übernahmerechtlichen Squeeze-out ist naturgemäß ein vorausgegangenes Übernahme- oder Pflichtangebot nach dem WpÜG (§ 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG).

Wesentlicher Unterschied zum aktienrechtlichen Squeeze-out ist zum einen, dass bei einem übernahmerechtlichen Squeeze-out nicht die Hauptversammlung, sondern das Gericht und hier ganz konkret das mit einer Sonderzuständig-

keit ausgestattete Landgericht Frankfurt a.M. entscheidet (§ 39a Abs. 5 WpÜG). Zum anderen bietet der übernahmerechtliche Squeeze-out den Vorteil, dass die Gegenleistung für die ausgeschlossenen Aktionäre nicht neu bestimmt werden muss, wenn das Angebot mit einer Annahemquote von 90 % abgeschlossen wurde. Als angemessene Gegenleistung gilt in diesem Fall kraft gesetzlicher Fiktion der Angebotspreis aus dem Übernahmeangebot (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG).

Anders als beim aktienrechtlichen Squeeze-out kann der Antrag auf einen übernahmerechtlichen Squeeze-out nur innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der übernahmerechtlichen Annahemfrist gestellt werden.

Fälle, in denen sich Bieter für einen übernahmerechtlichen Squeeze-out entschieden haben, waren in der Vergangenheit selten. Dies mag auch daran gelegen haben, dass einige Details des Verfahrens und seiner Voraussetzungen umstritten sind und keine höchstrichterliche Rechtsprechung vorlag. Umso bedeutender ist die hier zu besprechende Entscheidung des Bundesgerichtshofs, die zu einer Reihe von Punkten Klarheit bringt.

Die Entscheidung des Bundesgerichtshofs

Der Bundesgerichtshof bestätigte im Rahmen einer vom Oberlandesgericht Frankfurt a.M. zugelassenen Rechtsbe-

schwerde die Entscheidungen der Vorinstanzen und damit auch den wirksamen Ausschluss der nach dem Übernahmeangebot verbliebenen Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer Abfindung in Höhe des Erwerbspreises aus dem Übernahmeverfahren.

Aus der Entscheidung sind folgende Aussagen hervorzuheben:

Der Antrag nach § 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG ist nicht deshalb unzulässig, weil bestimmte Vollzugsvoraussetzungen für das Übernahmeangebot, wie etwa kartellrechtliche Freigaben, noch nicht eingetreten sind, der Erwerb des 95%-Quorums also noch nicht vollzogen ist. Unschädlich für die Antragsbefugnis sind sogar Bedingungen außerhalb des Übernahmeangebots, solange eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für den späteren Erwerb des Anteilsquorums gegeben ist. Ebenso unschädlich ist es nach der Entscheidung des Bundesgerichtshofs, wenn bezüglich der Aktien (noch) ein Rechtsverlust anzunehmen ist, etwa aufgrund fehlender Stimmrechtsmitteil(en).

Als zweiten wesentlichen Punkt stellte das Gericht klar, dass das Beteiligungsquorum von 95 % im Rahmen des § 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG nicht allein durch Annahme des Übernahmeangebots selbst erreicht werden muss. Auch Aktien aus Vor- und Parallelerwerben sind bei der Berechnung mit einzubeziehen, sofern sie innerhalb der Annahmefrist abge-

schlossen wurden; ob es dabei auf die ursprüngliche oder auf die sogenannte weitere Annahmefrist ankommt, ließ das Gericht offen. Das Erfordernis eines engen zeitlichen Zusammenhangs mit dem Übernahmeangebot hat das Gericht in Zweifel gezogen, aber ebenfalls nicht abschließend entschieden. Im zur Entscheidung stehenden Fall war dieser jedenfalls gegeben.

Zu der Frage, ob die Vermutung zur Angemessenheit des Angebotspreises nach § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG voraussetzt, dass das Annahmequorum von 90 % allein aufgrund von Erwerben im Rahmen des Angebots erreicht wurde, entschied sich der Bundesgerichtshof entgegen der Vorinstanz für eine bieterfreundliche Auslegung. Ein Erwerb „aufgrund des Angebots“ müsse auch bei Parallelerwerben angenommen werden, wenn sie in zeitlichem und sachlichem Zusammenhang zum Übernahmeangebot standen. Im konkreten Fall genügte dem Gericht hierfür der Abschluss eines Erwerbsgeschäfts am Tag der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gemäß § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Als weiteres Argument für die Berücksichtigung des Parallelerwerbs stellte das Gericht darauf ab, dass der Parallelerwerb im konkreten Fall unter den gleichen Bedingungen stand wie das nachfolgende Übernahmeangebot.

Der Bundesgerichtshof hielt schließlich auch fest, dass der vom Gericht auszuspärende Ausschluss nicht von der

Stellung einer Garantie abhängig zu machen ist oder nur Zug-um-Zug gegen Zahlung der Abfindung angeordnet werden dürfe. Dafür gebe es weder im Gesetz eine Grundlage noch könne der insoweit zu berücksichtigenden Übernahmerichtlinie ein solches Erfordernis entnommen werden. Eine Vorlage der Frage an den Gerichtshof der Europäischen Union sei daher nicht angezeigt gewesen.

Fazit

Mit der Entscheidung des Bundesgerichtshofs sind bei Weitem noch nicht alle Fragen beantwortet, die sich im Kontext des übernahmerechtlichen Squeeze-out stellen. Dennoch schafft die Entscheidung zu wichtigen Punkten Rechtssicherheit. Als Alternative zum aktienrechtlichen Pendant dürfte der übernahmerechtliche Squeeze-out künftig häufiger und ernsthafter in Betracht gezogen werden.

Dr. Thomas Zwissler
t.zwissler@zirngibl.de

ZIRNGIBL
Rechtsanwälte
Partnerschaft mbB
Karlstraße 23
80333 München
T.: +49 (89) 290 50-0



ZIRNGIBL