



## Verfügung 582/01

vom 7. November 2014

### Gesuch von Cosmo Pharmaceuticals SpA betreffend Feststellung der Nichtanwendbarkeit Schweizerischen Übernahmerechts

#### Sachverhalt:

##### A.

Cosmo Pharmaceuticals SpA (**Cosmo**) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Lainate, Italien. Cosmo ist ein Spezialitätenpharmaunternehmen, das in optimierten Therapien für ausgewählte Magen-Darmerkrankungen und topisch behandelte Hautunregelmässigkeiten tätig ist. Das Aktienkapital von Cosmo beträgt EUR 3'748'935.75 und ist eingeteilt in 14'995'743 vollständig liberierte Namenaktien zu EUR 0.25 Nennwert (**Cosmo-Aktien**). Die Cosmo-Aktien sind an der SIX Swiss Exchange AG (**SIX**) gemäss Main Standard (haupt-)notiert (SIX: COPN).

##### B.

Am 15. Oktober 2014 teilte Cosmo in einer Pressemitteilung die Absicht mit, basierend auf einem Beschluss des Verwaltungsrats, den Aktionären den Wechsel des Rechtssitzes und des Managementsitzes vorzuschlagen: Am 14. November 2014 wird eine ausserordentliche Generalversammlung stattfinden, die beschliessen soll, den Rechtsitz nach Luxemburg zu verlegen und den Konzernsitz nach Irland. Die Kotierung an der SIX wird aufrecht erhalten; infolge Sitzverlegung werden die Cosmo-Aktien automatisch ersetzt durch Aktien von Cosmo Pharmaceuticals SA.

##### C.

Die Bestimmungen der Art. 2437 ff. des italienischen Codice Civile (**CC**) sehen für wichtige Beschlüsse der Generalversammlung (**GV**), darunter auch für den Fall einer Sitzverlegung ins Ausland, einen besonderen Schutzmechanismus für Aktionäre vor: Danach haben diejenigen Aktionäre, die gegen eine Sitzverlegung stimmten, sich der Stimme enthielten oder an der Abstimmung nicht teilnahmen, ein Recht zum Austritt aus der Gesellschaft (**Austrittsrecht**). Sie können ihre Aktien – sofern diese börsenkotiert sind – zum Durchschnittspreis der letzten 6 Monate vor der Publikation der Einladung zur Generalversammlung an die Gesellschaft zurückgeben. Die Höhe dieses Austrittspreises muss mindestens 15 Tage vor der Generalversammlung publiziert werden. Ab der Publikation des entsprechenden GV-Beschlusses im Gesellschaftsregister haben die austrittsberechtigten Aktionäre 15 Tage Zeit, um ihr Austrittsrecht mittels eingeschriebenem Brief zuhanden der Gesellschaft geltend zu machen. Ihre Aktien (**Austrittsaktien**) müssen den zustimmenden Aktionären proportional zu deren Aktienbesitz zum Austrittspreis angeboten werden. Verbleibende Austrittsaktien können vom Verwaltungsrat über die Börse zum Marktpreis verkauft werden. Falls dieser Verkauf nicht innerhalb von 180 Tagen seit der Ausübung des Austrittsrechts erfolgt, muss die Gesellschaft die Aktien erwerben und die Austrittszahlung aus dem Gewinnvortrag oder Reserven bezahlen. Reichen diese Mittel nicht aus, so muss das Aktienkapital herabgesetzt oder die Gesellschaft liquidiert werden. Allerdings kann die Gesellschaft



innerhalb von 90 Tagen gestützt auf einen neuen GV-Beschluss die Sitzverlegung widerrufen. Zudem kann die GV im Rahmen ihres ersten Beschlusses weitere Widerrufsmöglichkeiten vorsehen. Die Sitzverlegung gilt als endgültig beschlossen, wenn innerhalb von 90 Tagen kein Widerruf erfolgt ist.

**D.**

In Übereinstimmung mit dem Verfahren gemäss Art. 2437 ff. CC wird Cosmo der ausserordentlichen Generalversammlung am 14. November 2014 zusammen mit der Sitzverlegung nach Luxemburg vorschlagen, eine Limite für die maximal unter dem Austrittsrecht zurückzunehmenden Cosmo-Aktien (**maximale Rücknahmequote**) zu beschliessen. Gemäss Medienmitteilung vom 6. November 2014 soll diese maximale Rücknahmequote 600'000 Cosmo-Aktien betragen (rund 4 % des Aktienkapitals von Cosmo). Sollte die maximale Rücknahmequote später überschritten werden, wird die Sitzverlegung nicht durchgeführt bzw. der betreffende Beschluss wird widerrufen (vgl. Sachverhalt lit. C). Zudem soll die Generalversammlung den CEO von Cosmo ermächtigen, einen maximalen Abschlag (eine maximale Differenz) zwischen dem Marktpreis und dem Austrittspreis zu bestimmen (**maximaler Abschlag**). Falls dieser maximale Abschlag während 15 Tagen nach der Generalversammlung zu irgendeinem Zeitpunkt überschritten wird, kann der CEO auf die Sitzverlegung verzichten bzw. den betreffenden Beschluss widerrufen (vgl. Sachverhalt lit. C). Dies soll Spekulationen verhindern.

**E.**

Mit Datum vom 16. Oktober 2014 reichte Cosmo folgendes Gesuch ein:

- „1. Es sei festzustellen, dass das von Cosmo Pharmaceuticals SpA, Lainate, Italien, infolge der geplanten Sitzverlegung nach Luxembourg gemäss italienischen Gesellschaftsrecht zu gewährende Austrittsrecht für nicht zustimmende Aktionäre nicht unter Art. 22 ff. BEHG (einschliesslich zugehöriger Verordnungsvorschriften) fällt;*
- 2. Eventualiter sei dieses Austrittsrecht von den Bestimmungen von Art. 22 ff. BEHG (einschliesslich zugehöriger Verordnungsvorschriften) vollständig auszunehmen.“*

Auf die Begründung dieser Anträge wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

**F.**

Auf Wunsch der Übernahmekommission reichte Cosmo ein Rechtsgutachten der Kanzlei Edoardo Ricci, Milano, Italien, mit Datum vom 27. Oktober 2014 und einer Ergänzung vom 28. Oktober 2014, ein. Das Gutachten erläutert den Hintergrund und die Verfahrensstufen des Austrittsrechts nach Art. 2437 ff. CC und nahm zu diesbezüglichen Fragen der Übernahmekommission Stellung.

**G.**

Mit Medienmitteilung vom 30. Oktober 2014 gab Cosmo bekannt, dass der Austrittspreis CHF 156.03 betragen werde.



## H.

Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Luc Thévenoz (Präsident), Susan Emmenegger und Thomas Müller gebildet.

—

## Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

### 1. Grundsätzliche Anwendbarkeit des schweizerischen Übernahmerechts

[1] Art. 22 Abs. 1 lit. b BEHG (in Kraft seit dem 1. Mai 2013) sieht vor, dass die Bestimmungen des 5. Abschnitts des Börsengesetzes für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland gelten, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind. Gemäss Art. 53b Abs. 1 BEHV gelten Beteiligungspapiere einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland als in der Schweiz hauptkotiert, wenn sie mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie die Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz. Die Börse veröffentlicht, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind (Art. 53b Abs. 2 BEHV).

[2] Bei Cosmo handelt es sich um eine solche Gesellschaft. Sie hat ihren Sitz in Lainate, Italien, und ist an der SIX hauptkotiert (vgl. Sachverhalt lit. A). Öffentliche Kaufangebote, welche sich auf Cosmo-Aktien beziehen, unterstehen daher grundsätzlich den Bestimmungen des 5. Abschnitts des BEHG.

—

### 2. Austrittsrecht nach Art. 2437 ff. des italienischen Codice Civile als öffentliches Kaufangebot

[3] Es stellt sich die Frage, ob die beabsichtigte Sitzverlegung bzw. das den Aktionären infolge dieser Sitzverlegung zustehende Austrittsrecht als öffentliches Kaufangebot von Cosmo im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG zu qualifizieren ist.

[4] Cosmo verneint dies, da den betreffenden Aktionären kein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien unterbreitet werde. Vielmehr hätten diese das gesetzlich eingeräumte Recht, dass ihre Aktien von anderen Aktionären erworben, im Markt verkauft, durch die Gesellschaft erworben oder zurückbezahlt würden. Das Austrittsrecht sei auch kein Recht, Aktien zu verkaufen, sondern ein besonderes Recht, aus der Gesellschaft auszutreten. Soweit wie möglich trachte das italienische Recht danach, einen Kauf durch die Gesellschaft zu vermeiden und sehe daher vorerst eine Reallokation der betreffenden Aktien vor. Nur als letzte Möglichkeit müsse die Gesellschaft die Aktien erwerben oder sie zurückbezahlen. Daher sei das Austrittsrecht eher mit einem Recht auf Kündigung des "Gesellschaftsvertrags" aus wichtigem Grund zu vergleichen, wie es auch unter schweizer Recht für bestimmte Gesellschaftsformen existiere (vgl. Art. 776a Abs. 1 Ziff. 17 OR).

—

—

—



[5] Gemäss Art. 2 lit. e BEHG gelten als öffentliche Kaufangebote „Angebote zum Kauf [...] von Aktien [...], die sich öffentlich an Inhaber von Aktien [...] richten, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind.“ Der Begriff des „Angebots“ im Sinne dieser Bestimmung ist weiter als im Obligationenrecht. Es wird nicht notwendigerweise ein Antrag zum Abschluss eines Vertrages vorausgesetzt. Entscheidend ist vielmehr, dass die Aktionäre eingeladen werden, ihre Titel anzudienen (Tschäni, Diem, Iffland, Gaberthüel, Öffentliche Kaufangebote, 3. Aufl. 2014, Rn 17). Öffentliche Angebote einer Gesellschaft für ihre eigenen Aktien, einschliesslich der Bekanntgabe der Absicht, eigene Beteiligungspapiere an der Börse zurückzukaufen, stellen öffentliche Kaufangebote im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG dar (vgl. Verfügung der EBK vom 4. März 1998 in Sachen *Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG und Stillhalter Vision AG*, Erw. 2). Damit unterstehen diese Transaktionen grundsätzlich den Bestimmungen des 5. Abschnitts des BEHG über öffentliche Kaufangebote.

[6] Beim Austrittsrecht nach Art. 2437 ff. CC handelt es sich um ein öffentliches Angebot auf eigene Aktien, welches allerdings im Vergleich zu einem „gewöhnlichen“ Rückkaufprogramm Besonderheiten aufweist: Es ist selektiv, da es nur einer bestimmten Gruppe von Aktionären offen steht (nämlich denjenigen, welche dem Generalversammlungsbeschluss zur Sitzverlegung nicht zugestimmt haben). Es unterliegt einer Potestativbedingung, da die Generalversammlung befugt ist, die Sitzverlegung – und damit auch das Austrittsrecht – zu widerrufen, und sie zudem im Rahmen des Sitzverlegungsbeschlusses weitere Widerrufsgründe beschliessen kann. Es ist schliesslich subsidiär, da Cosmo die zurückgegebenen Cosmo-Aktien nur dann selbst erwerben muss, falls sie sich nicht an die übrigen Aktionäre von Cosmo oder am Markt veräussern lassen (vgl. Sachverhalt lit. C). Trotz all dieser Besonderheiten bleibt aber das zentrale Element des Angebots eines Rückkaufs eigener Aktien bestehen, weshalb von der Anwendbarkeit des Rechts über öffentliche Kaufangebote auszugehen ist.

[7] Hinzu kommt, dass nach der Praxis der Übernahmekommission die Wahlmöglichkeit der Aktionäre, welche individuell für sich entscheiden können, ob sie das unterbreitete Angebot annehmen oder ablehnen wollen, ein wesentliches Element eines öffentlichen Kaufangebots darstellt (vgl. Verfügung 447/01 vom 23. September 2013 in Sachen *International Minerals Corporation*, Erw. 2 mit weiteren Nachweisen). Eine solche Wahlmöglichkeit ist vorliegend – wenn auch unter einschränkenden Voraussetzungen – gegeben.

[8] Nach Gesagtem ist das Austrittsrecht als öffentliches Angebot im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG zu qualifizieren.

–

### 3. Verzicht auf die Anwendung schweizerischen Übernahmerechts

[9] Gemäss Art. 22 Abs. 1bis BEHG kann für den Fall, dass im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot gleichzeitig schweizerisches und ausländisches Recht anwendbar ist, auf die Anwendung der Vorschriften des schweizerischen Rechts verzichtet werden, soweit:



- a. die Anwendung des schweizerischen Rechts zu einem Konflikt mit dem ausländischen Recht führen würde; und
- b. das ausländische Recht einen Schutz der Anleger gewährleistet, der demjenigen des schweizerischen Rechts gleichwertig ist.

[10] Gemäss der Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, 2.1 (BBl. 2011 6873, 6900) soll diese Bestimmung positive Kompetenzkonflikte verhindern. Demnach erfasst sie auch Fälle, in welchen „... *die Anwendung des schweizerischen Übernahmerechts zu unerträglichen Widersprüchen mit ausländischem Gesellschaftsrecht führen könnte. Dies wäre etwa der Fall, wenn das schweizerische Recht den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zu einer Handlung zwingt (z.B. zur Abgabe einer Stellungnahme zum Angebot), die ihm gemäss ausländischem Gesellschaftsrecht verboten ist (z.B. wegen einer strengen Neutralitätspflicht).*“

### 3.1 Konflikt mit ausländischem Recht

[11] Vorliegend kann festgestellt werden, dass die Anwendung des schweizerischen Übernahmerechts in mehreren Punkten zu Konflikten mit dem italienischen Gesellschaftsrecht bzw. dem Verfahren gemäss Art. 2437 ff. CC führen würde. Zu den wichtigsten Konfliktpunkten gehören:

[12] Während das Verfahren gemäss Art. 2437 ff. CC nur solchen Aktionären ein Austrittsrecht einräumt, welche dem GV-Beschluss zur Sitzverlegung nicht zugestimmt haben (vgl. Sachverhalt lit. C), muss sich ein öffentliches Kaufangebot nach schweizerischem Übernahmerecht an alle Aktionäre richten (Art. 24 Abs. 2 BEHG).

[13] Gemäss dem Verfahren nach Art. 2437 ff. CC können die GV oder – gestützt auf einen entsprechenden GV-Beschluss – der Verwaltungsrat oder sogar der CEO den Beschluss zur Sitzverlegung innerhalb von 90 Tagen nach der Generalversammlung widerrufen. In diesem Fall fällt auch das Austrittsrecht dahin. Gemäss schweizerischem Übernahmerecht wäre ein solches Widerrufsrecht als eine (unzulässige) Potestativbedingung zu qualifizieren.

[14] Falls die Anzahl der unter dem Austrittsrecht zurückgegebenen Cosmo-Aktien die maximale Rücknahmequote übersteigt (vgl. Sachverhalt lit. D), wird der Generalversammlungsbeschluss zur Sitzverlegung widerrufen. Gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV würde im vergleichbaren Fall einer Überzeichnung bei einem Teilangebot hingegen eine proportionale Kürzung erfolgen.

[15] Hinzu kommen zahlreiche Unterschiede im Verfahren: Gemäss Art. 2437 ff. CC muss das Austrittsrecht mit eingeschriebenem Brief geltend gemacht werden; nach schweizerischem Recht würde eine Weisung an die Depotbank genügen, um eine Aktie anzudienen. Im Weiteren sind auch die Fristen gemäss Art. 2437 ff. CC länger als die vergleichbaren Fristen gemäss UEV.



### 3.2 Gleichwertiger Anlegerschutz des italienischen Rechts

[16] Die Unterschiede zwischen dem Austrittsrecht gemäss Art. 2437 ff. CC und dem schweizerischen Übernahmerecht erklären sich mit den unterschiedlichen Zielrichtungen der beiden Gesetze: Das schweizerische Übernahmerecht bezweckt den Schutz der Minderheitsaktionäre im Falle eines Kontrollwechsels, während das italienische Gesellschaftsrecht den einzelnen Aktionären mittels einer Individuallösung (Austrittsrecht) vor wichtigen Änderungen schützt, die von der Gesellschaft beschlossen wurden und die er nicht mittragen will.

[17] Damit gewähren Art. 2437 ff. CC dem Anleger einen Schutz, welcher in seiner Breite (Austrittsgründe) über denjenigen des schweizerischen Rechts hinausgeht und in seiner Differenziertheit (individuelles Austrittsrecht) dem Interesse des einzelnen Aktionärs mehr Gewicht einräumt als die schweizerische Parallelordnung. Im hier interessierenden Fall etwa muss sich ein italienischer Aktionär einer Sitzverlegung ins Ausland (und einem möglichen Wechsel des anwendbaren Gesellschaftsrechts) nicht fügen. Demgegenüber gilt für den schweizerischen Aktionär, dass eine Sitzverlegung von der Mehrheit beschlossen werden kann, wobei immerhin die Quoren für einen wichtigen Beschluss gemäss Art. 704 Ziff. 7 OR erforderlich sind (Zustimmung von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte). Zudem sind die Voraussetzungen gemäss Art. 163 Abs. 1 und 2 IPRG zu beachten (*Abs. 1: Eine schweizerische Gesellschaft kann sich ohne Liquidation und Neugründung dem ausländischen Recht unterstellen, wenn die Voraussetzungen nach schweizerischem Recht erfüllt sind und sie nach dem ausländischen Recht fortbesteht. Abs. 2: Die Gläubiger sind unter Hinweis auf die bevorstehende Änderung des Gesellschaftsstatuts öffentlich zur Anmeldung ihrer Forderungen aufzufordern. Artikel 46 des Fusionsgesetzes vom 3. Oktober 2003 findet sinngemäss Anwendung*).

[18] Kommt hinzu, dass das Austrittsrecht auch inhaltlich einen mit dem schweizerischem Recht vergleichbaren Anlegerschutz gewährleistet. Insbesondere verbietet auch das italienische Gesellschaftsrecht eine Diskriminierung bestimmter Aktionäre. Der Umstand, dass nur solchen Aktionären ein Austrittsrecht zusteht, welche der Sitzverlegung nicht zugestimmt haben, stellt keine Diskriminierung dar, sondern ist eine logische Folge der Schutzfunktion dieses Austrittsrechts: Vor einer (unerwünschten) Sitzverlegung müssen nur solche Aktionäre geschützt werden, die dieser Sitzverlegung nicht zugestimmt haben.

### 3.3 Ergebnis

[19] Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass der gesellschaftsrechtliche Anlegerschutz, welcher Art. 2437 ff. CC gewährleistet, konzeptionell über denjenigen des schweizerischen Gesellschaftsrechts hinausgeht, welches kein Austrittsrecht bei wichtigen Gesellschaftsbeschlüssen kennt.

[20] Vor diesem Hintergrund und namentlich unter Berücksichtigung der Tatsache, dass das Austrittsrecht allen Aktionären von Cosmo unter denselben Bedingungen zusteht, gewährt das in Art. 2437 ff. CC vorgesehene Verfahren im Ergebnis einen im Vergleich zum schweizerischen



Recht der öffentlichen Kaufangebote gleichwertigen Anlegerschutz. Demnach verzichtet die Übernahmekommission gestützt auf Art. 22 Abs. 1bis BEHG darauf, schweizerisches Übernahmerecht auf das von Cosmo infolge der geplanten Sitzverlegung gemäss Art. 2437 ff. CC zu gewährende Austrittsrecht anzuwenden.

—

#### **4. Publikation**

[21] Die vorliegende Verfügung wird nach Eröffnung an die Partei auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht (Art. 33a BEHG i.V.m. Art. 65 Abs. 1 UEV).

—

#### **5. Gebühr**

[22] Nach Art. 69 Abs. 6 UEV kann die Übernahmekommission je nach Umfang und Schwierigkeit des Falles eine Gebühr von bis zu CHF 50'000 erheben.

[23] Vorliegend scheint eine Gebühr von CHF 20'000 zulasten von Cosmo angemessen.

—



### **Die Übernahmekommission verfügt:**

1. Die Übernahmekommission verzichtet darauf, die Vorschriften des schweizerischen Übernahmerechts auf das von Cosmo Pharmaceuticals SpA, Lainate, Italien, infolge der geplanten Sitzverlegung nach Luxemburg gemäss italienischen Gesellschaftsrecht zu gewährende Austrittsrecht für nicht zustimmende Aktionäre anzuwenden.
2. Die vorliegende Verfügung wird nach Eröffnung an die Partei auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.
3. Zu Lasten von Cosmo Pharmaceuticals SpA wird eine Gebühr von CHF 20'000 erhoben.

Der Präsident:

Prof. Luc Thévenoz

### **Diese Verfügung geht an die Partei:**

- Cosmo Pharmaceuticals SpA, vertreten durch Matthias Courvoisier, Baker & McKenzie.

### **Rechtsmittelbelehrung:**

#### **Beschwerde (Art. 33c des Börsengesetzes, SR 954.1):**

Gegen diese Verfügung kann innerhalb von fünf Börsentagen Beschwerde bei der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Laupenstrasse 27, CH-3003 Bern erhoben werden. Die Frist beginnt am ersten Börsentag nach Eröffnung der Verfügung per Telefax oder auf elektronischem Weg zu laufen. Die Beschwerde hat den Erfordernissen von Art. 33c Abs. 2 BEHG und Art. 52 VwVG zu genügen.

—