

Ausübung einer Tätigkeit ohne Bewilligung

Die Folge ist die Zwangsliquidation

Par Romain Dupuis le 28 Oktober 2025

In einem kürzlich zur Veröffentlichung bestimmten Urteil (Urteil [2C_597/2024](#) vom 16. September 2025) bestätigt das Bundesgericht die Liquidation einer Gesellschaft, die ohne Bewilligung eine Tätigkeit als Emissionshaus (vgl. [Art. 3 Abs. 2 aOBVM](#)) (heute Wertpapierhaus, vgl. [Art. 44 Abs. 1 Bst. c FinIA](#)) ausgeübt hat.

Die 2015 von C gegründete Gesellschaft A ist im Verkauf von Abonnements für recycelbare Güter tätig. Kurz nach der Gründung der Gesellschaft verkauft C 80 % des Aktienkapitals zum Nennwert von CHF 0.01 pro Aktie an D und E. Diese drei Personen, die im Urteil als « Referenzaktionäre » bezeichnet werden, bekleiden nacheinander Schlüsselpositionen im Verwaltungsrat der Gesellschaft, sodass sie gemeinsam einen massgeblichen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen ausüben.

Ab 2017 verkaufen die drei Referenzaktionäre in abgestimmter Weise eine grosse Anzahl von Aktien der Gesellschaft an Dritte. In der Praxis verkaufen die Referenzaktionäre ihre Aktien zunächst an die Gesellschaft A (die somit ihre eigenen Aktien zurückkauft), die sie sofort an Drittinvestoren zu einem Preis weiterverkauft, der bis zu 550-mal über dem Nennwert liegt.

Aufgrund einer Anzeige eröffnet die FINMA ein *Enforcement-Verfahren* gegen das Unternehmen A und die drei Referenzaktionäre. Sie ist der Ansicht, dass diese als Gruppe ohne Bewilligung als Emissions- oder Wertpapierhaus tätig waren. Sie ordnet daher die Liquidation des Unternehmens A an, die vom Bundesverwaltungsgericht bestätigt wird.

Das mit einer Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten befasste Bundesgericht prüft nacheinander folgende Fragen :

1. Folgen einer Spaltung während des Verfahrens : Während des Verfahrens vor dem Bundesgericht wird die Gesellschaft A gespalten (Spaltung im Sinne von [Art. 29 Bst. b FusG](#)). Eine aus der Gesellschaft A hervorgegangene Gesellschaft B wird daher im Handelsregister eingetragen und übernimmt einen Teil der Aktiven und Passiven. Die Gesellschaft A besteht jedoch weiter.

Das Bundesgericht qualifiziert die Spaltung als « partielle Gesamtrechtsnachfolge », d. h. als eine auf das Spaltungsinventar beschränkte Rechtsnachfolge.

Das Bundesgericht stellt im vorliegenden Fall fest, dass die Liquidationsverfügung der FINMA

formal nur die Gesellschaft A betrifft. Es erinnert jedoch daran, dass aus aufsichtsrechtlicher Sicht nicht die Liquidation als solche massgebend ist, sondern die Einstellung der unzulässigen Tätigkeit. Das Bundesgericht kommt daher zum Schluss, dass sich der Liquidationsbeschluss materiell auf alle Mittel bezieht, die der unzulässigen Tätigkeit dienen, und somit auf die gesamten Aktiven und Passiven der Gesellschaft. Daraus folgt, dass die Gesellschaft B direkt vom Liquidationsbeschluss betroffen ist und von Rechts wegen Partei im Beschwerdeverfahren geworden ist.

2. Begriff der « Gruppe » im Aufsichtsrecht: Nach ständiger Rechtsprechung ist ein einheitlicher Ansatz zu verfolgen, wenn zwischen verschiedenen Personen und/oder Gesellschaften, die koordiniert handeln, enge wirtschaftliche, organisatorische und personelle Verbindungen bestehen. Dieser globale Ansatz soll verhindern, dass die Bewilligungspflicht umgangen werden kann, indem jedes einzelne Mitglied der Gruppe die Voraussetzungen für die Auferlegung einer solchen Pflicht nicht erfüllt.

Das Bundesgericht ist im vorliegenden Fall der Ansicht, dass die Verbindungen eng genug sind, um auf das Bestehen einer Gruppe aus der Gesellschaft A und den drei Referenzaktionären zu schliessen. Es hält insbesondere fest, dass die Gruppe eine koordinierte Verkaufsstrategie festgelegt hat, wonach die Gesellschaft ihre eigenen Aktien nur dann von den Referenzaktionären erworben hat, wenn diese bereits an öffentliche Aktionäre weiterverkauft worden waren, was ein gemeinsames Vorgehen belegt.

3. Qualifizierung als Emissionshaus (heute Wertpapierhaus) : Gemäss Art. 3 Abs. 2 aOBVM gelten als Emissionshäuser « Händler, die gewerbsmässig Wertpapiere Dritter auf eigene Rechnung oder auf Provisionsbasis übernehmen und diese auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten ».

Das Bundesgericht prüft auf dieser Grundlage, ob die Gruppe ohne Bewilligung eine Tätigkeit als Emissionshaus (heute Wertpapierhaus) ausgeübt hat.

- *Von Dritten ausgegebene Wertpapiere* : Die Beschwerdeführer machen geltend, dass es sich um eine nicht bewilligungspflichtige Ausgabe eigener Wertpapiere handelt, da die Gesellschaft A in Wirklichkeit ihre eigenen Aktien verkauft. Das Bundesgericht weist dieses Argument zurück und stellt fest, dass die Gesellschaft A zum Zeitpunkt des ersten öffentlichen Angebots ein Dritter ist, da sie gewissermassen als Vermittler zwischen den drei Referenzaktionären und den öffentlichen Aktionären fungiert. Der Rückkauf der eigenen Aktien durch die Gesellschaft A vor ihrem Weiterverkauf an öffentliche Anleger wird als vorbereitende Handlung ohne wirkliche wirtschaftliche Bedeutung qualifiziert.
- *Angebot auf dem Primärmarkt* : Die Beschwerdeführer machen geltend, dass der Verkauf an öffentliche Anleger auf dem Sekundärmarkt stattfinde, da die vorherigen Aktienübertragungen zwischen den Mitgliedern der Gruppe als Transaktion auf dem Primärmarkt anzusehen seien. Auch hier weist das Bundesgericht das Argument zurück, da es das erste öffentliche Angebot ist, das massgebend ist.
- *Gewerblicher Charakter* : Das Bundesgericht ist der Ansicht, dass die Gruppe gewerblich gehandelt hat, da sie zwischen 2017 und 2022 Aktien an mehr als 100 öffentliche Investoren verkauft und damit Einnahmen von über 12 Millionen Franken erzielt hat, was dem Dreifachen der Einnahmen aus der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft im gleichen Zeitraum entspricht.

- *Haupttätigkeit im Finanzbereich* : Das Bundesgericht stellt schliesslich fest, dass C, eines der Mitglieder der Gruppe, eine Haupttätigkeit im Finanzbereich ausgeübt hat, da er mit dem Verkauf von Aktien weitaus höhere Einnahmen erzielte als mit seiner Tätigkeit für das Unternehmen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Gruppe tatsächlich ohne Genehmigung als Emissionshaus (heute Wertpapierhaus) tätig war, was einen schwerwiegenden Verstoß gegen die Aufsichtsbestimmungen darstellt.

4. Liquidation : Die Beschwerdeführer bestreiten schliesslich die Verhältnismässigkeit einer vollständigen Liquidation der Gesellschaft A und sind der Ansicht, dass eine Teilliquidation ausreichend gewesen wäre. Das Bundesgericht ist jedoch der Ansicht, dass die vollständige Liquidation die gesetzlich vorgesehene Folge für das Fehlen einer Bewilligung ist ([Art. 36 aBEHG](#) und [Art. 66 Abs. 1 FinIA](#)) und der Aufsichtsbehörde grundsätzlich keinen Ermessensspielraum lässt. Eine Teilliquidation ist nur unter besonderen Umständen möglich, beispielsweise wenn es möglich ist, die Aktiva und Passiva aus der bewilligungspflichtigen Tätigkeit von denen aus der kommerziellen Tätigkeit zu unterscheiden. Dies ist im vorliegenden Fall aufgrund der « chaotischen » Buchführung der Gesellschaft nicht gegeben, aus der hervorgeht, dass alle Einnahmen ohne Rücksicht auf ihre Herkunft (Aktienemission oder kommerzielle Tätigkeit) vermischt wurden. Unter diesen Umständen kommt nur eine Gesamtliquidation in Betracht.

Zwei Anmerkungen zum Schluss :

- Die FINMA und die Gerichte verfolgen regelmässig einen « Gruppenansatz » im regulatorischen Sinne (siehe beispielsweise in einem anderen Zusammenhang Raetzo, [cdbf.ch/1366](#)). Dieser globale Ansatz dient als Instrument gegen Rechtsmissbrauch und soll verhindern, dass Akteure, die die Anforderungen des Finanzmarktrechts umgehen, besser behandelt werden als diejenigen, die sich an das Gesetz halten, mit dem – lobenswerten – Ziel, die Anleger zu schützen. Dennoch handelt es sich um einen variablen Begriff, der weitgehend vom Ermessen der Behörde abhängt und daher zu einer gewissen Rechtsunsicherheit führen kann.
- Die relativ hohe Zahl von Urteilen über die Ausübung einer Tätigkeit als Emissionshaus (heute Wertpapierhaus) ohne Genehmigung zeigt, dass die entsprechenden regulatorischen Anforderungen den Akteuren, die normalerweise nicht im Finanzbereich tätig sind, sondern nur am Rande ihrer Geschäftstätigkeit in diesem Bereich tätig sind, nach wie vor weitgehend unbekannt sind. Dies unterstreicht, wie wichtig es ist, sich vor der Aufnahme solcher Tätigkeiten fundiert rechtlich beraten zu lassen, zumal die Folgen – im vorliegenden Fall eine vollständige Liquidation – besonders schwerwiegend sein können.