



Abteilung II  
B-350/2024

## Urteil vom 17. Oktober 2024

Besetzung

Richter Daniel Willisegger (Vorsitz),  
Richter Pietro Angeli-Busi, Richter Christoph Errass,  
Gerichtsschreiberin Jil Gehmann.

Parteien

**X. \_\_\_\_\_ AG,**  
vertreten durch die Rechtsanwälte  
Marcel C. Steinegger und/oder  
Dr. Catrina Luchsinger Gähwiler und/oder Maeve Romano,  
Beschwerdeführerin,

gegen

**Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA,**  
Vorinstanz.

Gegenstand

Unerlaubte Tätigkeit als Effekthändler und Wertpapier-  
haus, Liquidation, Unterlassungsanweisung, Publikation.

**Sachverhalt:****A.**

**A.a** Die X. \_\_\_\_\_ AG mit Sitz in (...) (nachfolgend: Beschwerdeführerin) ist seit dem 28. Juli 2015 im Handelsregister des Kantons (...) eingetragen und bezweckt unter anderem den Verkauf und den Handel von Abonnements für rezyklierbare Güter. Gründer B. \_\_\_\_\_ war bis zu dessen Ausscheiden am 14. September 2018 als Präsident des Verwaltungsrates eingetragen. Anschliessend wurde C. \_\_\_\_\_ als Präsident eingesetzt, bis am 5. November 2019 A. \_\_\_\_\_ dieses Amt übernahm und bis heute innehält.

**A.b** Nach der Gründung der Beschwerdeführerin durch B. \_\_\_\_\_ war dieser Alleinaktionär. Am 2. September 2015 verkaufte er 55% seiner Aktien an A. \_\_\_\_\_ und 25% an C. \_\_\_\_\_ (nachfolgend: Ankeraktionäre). Bis Mitte 2016 verkaufte B. \_\_\_\_\_ weitere Aktien an verschiedene Drittpersonen.

**B.**

**B.a** Auf Anzeige dreier zurückgetretener Verwaltungsräte hin (22. Januar 2020) eröffnete die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (nachfolgend: Vorinstanz) am 3. Juli 2020 das Enforcementverfahren gegen B. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und A. \_\_\_\_\_ wegen Verdachts auf unerlaubte Tätigkeit als Effektenhändler bzw. Wertpapierhaus und vereinigte diese Verfahren aufgrund des engen Sachzusammenhangs.

**B.b** Am 18. März 2022 dehnte die Vorinstanz das Enforcementverfahren auf die Beschwerdeführerin aus und stellte allen Verfahrensbeteiligten den provisorischen Sachverhalt samt weiteren Fragen zur Stellungnahme zu. Die Vorinstanz stellte ebenfalls fest, dass die Verfahrensbeteiligten weiterhin Effektenhandel betrieben und forderte sie auf, bis zum Abschluss des Verfahrens auf die erstmalige öffentliche Veräusserung von Aktien ohne eine Bewilligung als Wertpapierhaus oder Bank zu verzichten.

**B.c** Mit Verfügung vom 21. November 2023 stellte die Vorinstanz fest, dass die Beschwerdeführerin sowie B. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und A. \_\_\_\_\_ gemeinsam als Gruppe ohne Bewilligung einer Emissionshaustätigkeit nachgegangen seien (Rz. 98).

Die Vorinstanz verfügte gestützt hierauf: die Auflösung und Liquidation der Beschwerdeführerin, wobei die aufsichtsrechtliche Liquidation zugunsten einer allfälligen Konkursliquidation aufgeschoben werde (Dispositiv-Ziff. 1), die Einsetzung einer Liquidatorin inkl. Auftrag zur Erstellung einer Liquidationseröffnungsbilanz sowie der Berechtigung zur Einforderung von Kostenvorschüssen (Dispositiv-Ziff. 2, 3 und 6) und die Auferlegung der Liquidationskosten auf die Beschwerdeführerin (Dispositiv-Ziff. 5); zudem den Entzug der Vertretungsbefugnis der bisherigen Organe (Dispositiv-Ziff. 4); unter Strafandrohung nach Art. 48 FINMAG (Dispositiv-Ziff. 8) das Verbot an die bisherigen Organe, ohne Zustimmung der Liquidatoren Rechtshandlungen für die Gesellschaft vorzunehmen (Dispositiv-Ziff. 7a) und relevante Unterlagen und Dateien zu verändern oder zu vernichten (Dispositiv-Ziff. 7c), sowie die Verpflichtung, der Liquidatorin alle Informationen und Unterlagen zu den Geschäftsaktivitäten zur Verfügung zu stellen und Zugang zu den Räumlichkeiten zu verschaffen (Dispositiv-Ziff. 7b); die Anweisung an das Handelsregisteramt, die Einschränkungen nach Rechtskraft zu vermerken (Dispositiv-Ziff. 9); die Publikation der Liquidation auf der Internetseite der Vorinstanz (Dispositiv-Ziff. 10); überdies die Sperrung von Kontoverbindungen und Depots (Dispositiv-Ziff. 11).

Ausserdem wurde gegenüber A. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und B. \_\_\_\_\_ eine Unterlassungsanweisung unter Strafandrohung nach Art. 48 FINMAG ausgesprochen (Dispositiv-Ziff. 12 und 13) und deren Publikation für die Dauer von fünf Jahren angeordnet (Dispositiv-Ziff. 14). Die Verfahrensbeteiligten wurden unter Strafandrohung nach Art. 48 FINMAG angewiesen, auf die erstmalige öffentliche Veräusserung von Aktien bzw. auf die Übernahme von Aktien von nahestehenden Personen und deren erstmaligen öffentlichen Weiterverkauf ohne eine entsprechende Bewilligung zu verzichten (Dispositiv-Ziff. 15 und 16). Die Vorinstanz erklärte die Dispositiv-Ziffern 15 und 17 für sofort vollstreckbar und entzog einer allfälligen Beschwerde die aufschiebende Wirkung (Dispositiv-Ziff. 17).

Die vorinstanzlichen Verfahrenskosten wurden auf Fr. 95'000.– festgesetzt und den Verfahrensbeteiligten unter solidarischer Haftung auferlegt (Dispositiv-Ziff. 18).

**C.**

**C.a** Gegen diese Verfügung vom 21. November 2023 erhob die Beschwerdeführerin am 15. Januar 2024 Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht. A.\_\_\_\_\_ und B.\_\_\_\_\_ reichten ebenfalls je Beschwerde ein. Diese sind Gegenstand der Verfahren B-344/2024 und B-361/2024.

**C.b** In ihrer Beschwerde beantragte die Beschwerdeführerin die vollumfängliche Aufhebung der angefochtenen Verfügung, eventualiter sei die Verfügung aufzuheben und zur Ergänzung des Sachverhalts sowie zur Neubeurteilung an die Vorinstanz zurückzuweisen. Subeventualiter seien die Dispositiv-Ziffern 1-11 (A-E), die Ziffern 15-17 (G) und die Ziffer 18 (H) betreffend die Beschwerdeführerin aufzuheben.

**D.** Mit Vernehmlassung vom 15. April 2024 beantragte die Vorinstanz die Abweisung der Beschwerde, soweit auf diese einzutreten sei.

**E.** Mit Eingabe vom 31. Mai 2024 reichte die Beschwerdeführerin eine zuvor angekündigte, freiwillige Stellungnahme ein. Diese wurde der Vorinstanz zur Kenntnisnahme zugestellt.

**Das Bundesverwaltungsgericht zieht in Erwägung:****1.**

**1.1** Das Bundesverwaltungsgericht ist zur Beurteilung der vorliegenden Beschwerde zuständig (Art. 54 Abs. 1 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes vom 22. Juni 2007 [FINMAG, SR 956.1]). Diese richtet sich gegen eine Verfügung der FINMA, die anfechtbar ist (Art. 31 f. sowie Art. 33 Bst. e des Verwaltungsgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005 [VGG, SR 173.32]). Die Beschwerdeführerin hat am vorinstanzlichen Verfahren teilgenommen, ist durch die sie betreffenden Anordnungen im Dispositiv besonders berührt und hat als Verfügungsadressatin insoweit ein schutzwürdiges Interesse an deren Aufhebung oder Änderung der Verfügung (Art. 48 des Verwaltungsverfahrensgesetzes [VwVG, SR 172.021]; vgl. BGE 136 II 304 E. 2.3.1). Die Beschwerde wurde frist- und formgerecht erhoben (Art. 50 VwVG), der Kostenvorschuss wurde rechtzeitig geleistet (Art. 63 Abs. 4 VwVG). Auf die Beschwerde ist insoweit einzutreten.

**1.2** Die Beschwerdeführerin beantragt die umfassende Aufhebung der angefochtenen Verfügung. Sie ist zur Beschwerdeführung legitimiert, soweit sie selbst betroffen ist. Soweit sie sich gegen die Dispositiv-Ziffern 12 bis 14 wendet, die an A.\_\_\_\_\_, C.\_\_\_\_\_ und B.\_\_\_\_\_ adressiert sind, ist sie nicht zur Beschwerdeführung legitimiert i.S.v. Art. 48 VwVG). Insoweit ist auf die Beschwerde nicht einzutreten.

## **2.**

**2.1** Das Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, [aBEHG; AS 1997 68 ff., in Kraft bis zum 31. Dezember 2019]) wurde zum Grossteil in das neue Bundesgesetz vom 19. Juni 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz [FinfraG, SR 958.1], in Kraft seit 1. Januar 2016) überführt. Ebenfalls am 1. Januar 2016 in Kraft trat die Verordnung vom 25. November 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturverordnung [FinfraV, SR 958.11]). Die verbleibenden Bestimmungen zu den Effekthändlern (neu als Wertpapierhäuser bezeichnet) wurden im Bundesgesetz vom 15. Juni 2018 über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz [FINIG, SR 954.1]) geregelt und das Börsengesetz vollständig aufgehoben. Auch die Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung [aBEHV; AS 1997 85 ff; in Kraft bis zum 31. Dezember 2019]) wurde aufgehoben und durch die Verordnung vom 6. November 2019 über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsverordnung [FINIV, SR 954.11]) ersetzt. Diese Rechtsänderungen traten auf den 1. Januar 2020 in Kraft (AS 2019 4633, 4674).

**2.2** Der Beschwerdeführerin wird vorgeworfen, an der Emissionshaustätigkeit einer Gruppe ohne die erforderliche Bewilligung beteiligt zu sein. Dem Vorwurf liegt ein Sachverhalt zugrunde, der sich im Wesentlichen zwischen dem Jahr 2015 und März 2022 zugetragen hat. Da die intertemporalrechtlichen Übergangsbestimmungen von Art. 74 FINIG nicht einschlägig sind, sind auf den Sachverhalt diejenigen Rechtssätze anzuwenden, die im jeweiligen Zeitraum galten. Soweit sich der zu beurteilende Sachverhalt vor dem Inkrafttreten (1. Januar 2020) der neuen Bestimmungen des Finanzinstitutsgesetzes resp. der Finanzinstitutsverordnung ereignet hat, finden demnach noch das Börsengesetz (aBHEG) und die Börsenverordnung (aBEHV) Anwendung.

**2.3** In der Botschaft wies der Bundesrat darauf hin, dass die in Art. 3 Abs. 2 und 3 aBEHV geregelten Effekthändlerkategorien des «Emissionshauses» und des «Derivathauses» in der Praxis keine eigenständige Bedeutung erlangt hätten. Ihre gesetzlich umschriebenen Tätigkeitsfelder würden von Banken oder Kundenhändlern wahrgenommen. Es rechtfertige sich daher nicht, für sie einen eigenen Bewilligungsstatus aufrechtzuerhalten (Botschaft FIDLEG/FINIG, BBI 2015 8901, 9032). Was in der Terminologie des bisherigen Rechts als Emissionshaustätigkeit einzustufen war, ist im neuen Recht den Tätigkeiten von Wertpapierhäusern zugeordnet, ohne dass sich an der materialen Definition dieser weiterhin bewilligungspflichtigen Tätigkeit etwas geändert hätte.

Da die in der angefochtenen Verfügung zugrundeliegende Tätigkeit sowohl nach aBEHG/aBEHV als auch nach FIDLEG/FINIG zu würdigen ist, wird der Terminus «Effekthändler bzw. Wertpapierhaus» verwendet.

### **3.**

Als Aufsichtsbehörde über den Finanzmarkt trifft die Vorinstanz die zum Vollzug des Finanzmarktrechts notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften. Erhält die Vorinstanz von Verstössen gegen die Gesetze des Finanzmarktrechts oder von sonstigen Missständen Kenntnis, sorgt sie für deren Beseitigung und für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands (Art. 31 FINMAG). Bei der Wahl des geeigneten Mittels hat die Vorinstanz im Rahmen der allgemeinen Verfassungs- und Verwaltungsgrundsätze (Willkürverbot, Rechtsgleichheits- und Verhältnismässigkeitsgebot, Treu und Glauben) in erster Linie den Hauptzwecken der finanzmarktrechtlichen Gesetzgebung, dem Schutz der Gläubiger und Anleger einerseits und der Lauterkeit des Kapitalmarkts andererseits Rechnung zu tragen (Anleger- und Funktionsschutz). Die Frage, wie sie ihre Aufsichtsfunktion im Einzelnen erfüllt, ist weitgehend ihrem «technischen Ermessen» anheimgestellt (BGE 135 II 356 E. 3.1 m.w.H.).

Da die Vorinstanz allgemein über die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften zu wachen hat, ist ihre Aufsicht nicht auf die ihr bereits unterstellten Betriebe beschränkt. Zu ihrem Aufgabenbereich gehört auch die Abklärung der finanzmarktrechtlichen Bewilligungspflicht und die Ermittlung von Finanzintermediären, die in Verletzung gesetzlicher Bestimmungen tätig sind. Sie ist daher berechtigt, die in den Finanzmarktgesetzen vorgesehenen Mittel auch gegenüber Instituten oder Personen einzusetzen, deren Unterstellungs- oder Bewilligungspflicht umstritten ist. Liegen hinreichend konkrete Anhaltspunkte dafür vor, dass eine bewilligungspflichtige Geschäftstätigkeit ausgeübt werden könnte, ist die Vorinstanz befugt und verpflichtet, die zur Abklärung erforderlichen Informationen einzuholen und die nötigen Anordnungen zu treffen. Diese können bis zum Verbot der betreffenden Tätigkeit sowie zur Auflösung und Liquidation eines Unternehmens reichen (Art. 37 Abs. 3 FINMAG; BGE 135 II 356 E. 3.1; 132 II 382 E. 4.2, je m.w.H.).

#### **4.**

**4.1** Streitgegenstand ist, ob die Beschwerdeführerin anlässlich des Verkaufs von X. \_\_\_\_\_ AG Aktien an einer ohne Bewilligung ausgeübten, bewilligungspflichtigen Effektenhandels- bzw. Wertpapierhaustätigkeit (Art. 10 i.V.m. Art. 2 Bst. d aBEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 aBEHV resp. Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 FINIG) in der Form einer Emissionshaustätigkeit teilnahm, indem sie in Koordination mit anderen Akteuren einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn handelte, die gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernahm und öffentlich auf dem Primärmarkt anbot (vgl. Art. 2 Abs. 1 und Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 12 Bst. a und Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG).

**4.2** Die Beschwerdeführerin rügt eine unvollständige und unrichtige Erstellung des Sachverhalts durch die Vorinstanz. Anstoss nimmt sie vor allem an der Feststellung der Vorinstanz, sie habe den Verkauf von X. \_\_\_\_\_ AG Aktien gemeinsam mit anderen Beteiligten einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn in koordinierter Weise ausgeübt. Diese Feststellung ist in einem ersten Schritt zu überprüfen (E. 4.3-4.6). Wenn von einer gruppenweisen Tätigkeit auszugehen ist, sind in einem zweiten Schritt die Kriterien der Unterstellungspflicht für Emissionshäuser nach Art. 10 aBEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 aBEHV und Art. 3 Abs. 2 aBEHV resp. Art. 5 Abs. 1 und Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 12 Bst. a und Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG in einer Gesamtbetrachtung einzeln zu prüfen (E. 5).

**4.3** Die Vorinstanz zählt zur Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn, in deren Rahmen sich die Beschwerdeführerin an einer unerlaubten Emissionshaustätigkeit mit Effekten der X. \_\_\_\_\_ AG beteiligt haben soll, namentlich auch A. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_, B. \_\_\_\_\_ und die Y. \_\_\_\_\_ AG. Als starkes Indiz für das Vorliegen einer aufsichtsrechtlichen Gruppe wertet die Vorinstanz, dass A. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und B. \_\_\_\_\_ als einzige Aktionäre ihre Aktien zum Nennwert von je Fr. 0.01 (sog. «Penny Stocks») erworben und diese direkt oder über die X. \_\_\_\_\_ AG zu einem bis zu 550-fachen Wert an Dritte veräussert haben. Dieses Vorgehen sei durch die Verfahrensparteien in übereinstimmenden Aussagen wiedergegeben worden, was auf ein koordiniertes und arbeitsteiliges Verhalten schliessen lasse. Bei der Ausführung dieser «Durchlauftransaktionen» habe sich gezeigt, dass die Beteiligten die rechtlichen und buchhalterischen Grenzen wiederholt ignoriert haben: Der X. \_\_\_\_\_ AG habe für die Übernahme der eigenen Aktien die erforderlichen freien Mittel gefehlt, weshalb die Verbuchung zunächst über das Kontokorrent von B. \_\_\_\_\_ erfolgte. Als weitere Belege führt die Vorinstanz die nicht eruierbaren Differenzen zwischen den nach Angaben der Verfahrensparteien veräusserten X. \_\_\_\_\_ AG Aktien und den Angaben im Aktienbuch bzw. Aktienkaufverträgen, den überhöhten Auszahlungen der Kontokorrente an A. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und B. \_\_\_\_\_, was zu Negativsalden und mehrfach (falsch) korrigierten Sammelbuchungen führte. Die Verfahrensbeteiligten seien befreundet gewesen, wobei C. \_\_\_\_\_ und A. \_\_\_\_\_ zuvor bereits andere (mittlerweile liquidierte) Gesellschaften zusammen gegründet hätten. Diese Gesellschaften würden bei den Aktientauschgeschäften wieder auftauchen. Das koordinierte und arbeitsteilige Verhalten ergebe sich auch aus den Aussagen der Beteiligten, dass jeder zu einem Drittel an den Aktiengeschäften beteiligt werden sollte. Die Beteiligten hätten diverse Kauf- und Tauschverträge zusammen unterzeichnet.

Weitere Verflechtungen bestünden auch zur durch B. \_\_\_\_\_ gegründeten und vollständig beherrschten Y. \_\_\_\_\_ AG. A. \_\_\_\_\_ habe deren Aufbau intensiv unterstützt. Der durch die X. \_\_\_\_\_ AG und Y. \_\_\_\_\_ AG geschlossene Vermittlervertrag sei auf beiden Seiten durch B. \_\_\_\_\_ (mit-)unterzeichnet worden. Die Y. \_\_\_\_\_ AG sei die mit Abstand bedeutendste Vermittlerin der X. \_\_\_\_\_ AG und auch umgekehrt dürften die von der X. \_\_\_\_\_ AG erhaltenen Provisionen einen erheblichen Teil der Gesamteinnahmen der Y. \_\_\_\_\_ AG bzw. B. \_\_\_\_\_ ausmachen. Schliesslich sei erstellt, dass die Verkaufserlöse aus den «Zessionsgeschäften» an die X. \_\_\_\_\_ AG, C. \_\_\_\_\_, A. \_\_\_\_\_,

B.\_\_\_\_\_, die Y.\_\_\_\_\_  
AG und eine weitere nahestehende Gesellschaft geflossen seien.

**4.4** Die Beschwerdeführerin argumentiert einerseits, es fehle an einem zielgerichteten und gemeinsamen Vorgehen, sodass keine Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn bestehe und keine unterstellungspflichtige Tätigkeit ausgeübt worden sei. Andererseits sei es widersprüchlich, dass die Y.\_\_\_\_\_  
AG durch die Vorinstanz als Gruppenmitglied qualifiziert werde, das Verfahren aber nicht auf diese Gesellschaft ausgedehnt wurde, obwohl diese sich als Gruppenmitglied alle Tätigkeiten der übrigen Gruppenmitglieder anzurechnen hätte. Die ausschliesslich von B.\_\_\_\_\_  
gehaltene Y.\_\_\_\_\_  
AG habe lediglich mit A.\_\_\_\_\_  
einen Beratervertrag zur Personaleinstellung unterhalten. Abgesehen davon habe sie zu keiner der Beteiligten eine besondere Beziehung gepflegt. Die X.\_\_\_\_\_  
AG habe nicht exklusiv mit der Y.\_\_\_\_\_  
AG gearbeitet, sondern eine Vielzahl an Vermittlern beauftragt. Weder A.\_\_\_\_\_  
noch C.\_\_\_\_\_  
haben finanziell von der Y.\_\_\_\_\_  
AG profitiert. Entsprechend seien die Vermittlergebühren insgesamt für die Beurteilung ausser Acht zu lassen resp. als echte Drittkosten zu betrachten.

**4.5** In rechtlicher Hinsicht ist zum Gruppenkonzept im Sinne des Aufsichtsrechts und zu den Grundsätzen der beweisrechtlichen Erstellung gruppenrelevanter Sachverhalte festzustellen, was folgt.

**4.5.1** Der Unterstellung von Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn unter die Aufsicht der FINMA liegt die Überlegung zu Grunde, dass die Bewilligungspflicht und die finanzmarktrechtliche Aufsicht nicht dadurch umgangen werden sollen, dass einzelne Unternehmen bzw. Personen für sich allein nicht alle Voraussetzungen für die Unterstellungspflicht erfüllen, im Resultat aber gemeinsam dennoch eine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausüben. Trotz formaljuristischer Trennung der Strukturen rechtfertigt sich zum Schutz des Finanzmarktes und der Anleger jedenfalls dann finanzmarktrechtlich eine einheitliche, wirtschaftliche Betrachtungsweise, wo zwischen den einzelnen involvierten Personen und/oder Gesellschaften enge wirtschaftliche, organisatorische oder personelle Verflechtungen bestehen und vernünftigerweise nur eine Gesamtbetrachtung den faktischen Gegebenheiten und der Zielsetzung der Finanzmarktaufsicht gerecht werden (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.3 und E. 6.3.3; BGE 135 II 356 E. 3.2; Urteil des BVGer B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.4).

Ein gruppenweises Vorgehen liegt vor, wenn die Beteiligten gegen aussen als Einheit auftreten oder wenn aufgrund der Umstände anzunehmen ist, dass ausdrücklich oder stillschweigend koordiniert – arbeitsteilig und zielgerichtet – eine gemeinsame Aktivität im aufsichtsrechtlichen Sinn verfolgt wird. Die Praxis nennt als Indiz solcher Gruppenverhältnisse das Verwischen der rechtlichen und buchhalterischen Grenzen zwischen den Beteiligten, faktisch gleiche Geschäftssitze, undurchsichtige Beteiligungsverhältnisse und das Zwischenschalten von Treuhandstrukturen (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.3.1 m.w.H.). Blosses Parallelverhalten reicht nicht aus. Umgekehrt ist eine gemeinsame Umgehungsabsicht gemäss ständiger Praxis nicht erforderlich, da die von der Gruppe ausgehende Gefahr nicht von den Intentionen der einzelnen Gruppenmitglieder abhängt (vgl. BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.6.1; Urteil des BGer 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.2 und 3.1 f. m.w.H.). Die Voraussetzung einer solchen Absicht liesse sich nicht mit den Zwecken des Anleger- und Marktschutzes vereinbaren (statt vieler etwa Urteil des BGer B-6736/2013 vom 22. Mai 2014 E. 4.2). Daraus folgt, dass auch eine Umgehungsabsicht wenigstens einzelner Gruppenakteure nicht erforderlich ist (vgl. Urteil des BVGer B-3776/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 4.1.2).

**4.5.2** Geht die FINMA von einem Gruppenverhältnis aus, hat sie die Gegebenheiten darzulegen, auf denen die Annahme einer gruppenweisen Koordination im aufsichtsrechtlichen Sinn gründet. Umgekehrt trifft die Beaufsichtigten eine Auskunft- und Mitwirkungspflicht (Art. 29 Abs. 1 FINMAG), die praxisgemäss im Zweifelsfall weit auszulegen ist (BGE 126 II 111 E. 3b; Urteil des BGer 2C\_1097/2014 vom 6. Oktober 2015 E. 2.2). Sie umfasst die Erteilung sämtlicher Auskünfte sowie die Herausgabe aller Unterlagen, die zur Ausübung der Aufsichtstätigkeit und Abklärung einer Unterstellungspflicht benötigt werden (BGE 121 II 147 E. 3a; Urteil des BGer 2A.509/1999 vom 24. März 2000 E. 3b; Urteil des BVGer B-5540/2018 vom 17. August 2020 E. 4.9.4). Während den Betroffenen bei Vorabklärungen der FINMA nur eingeschränkt Mitwirkungsrechte zukommen (vgl. BGE 136 II 304 E. 6.3; MANUEL BLATTER, Rechtsstaatliche Garantien im Enforcementverfahren der FINMA, Zürich 2019, S. 17; EVA SCHNEEBERGER, Verfahrensfragen, in: Eidgenössische Finanzmarktaufsicht finma [Hrsg.], Sonderbulletin, 2/2013 [70-88], S. 73), sind gemäss Art. 29 Abs. 1 FINMAG die Beaufsichtigten bzw. die eine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausübenden Personen bereits im Vorabklärungsverfahren gehalten, der FINMA auf Anfrage wahrheitsgemäss und vollständig Auskunft zu erteilen (ZULAUF/WYSS ET AL., Finanzmarktenforcement, 3. Aufl. 2022, S. 67; CAROLE C. BECK, Enforcementverfahren der FINMA und Dissonanz zum nemo tenetur-

Grundsatz, Zürich 2019, S. 34 f. Rz. 88 ff.; vgl. CLAUDIA M. FRITSCHÉ/NADINE STUDER, Arbeitsprodukte interner Untersuchungen, in: AJP 2018 S. 168, S. 172 f.; BLATTER, a.a.O., S. 115 und S. 239). Wird unvollständig oder ungenau Auskunft erteilt, ist dies bei der Beweiswürdigung zu berücksichtigen (vgl. Urteile des BVGer B-5540/2018 vom 17. August 2020 E. 4.9.4; B-561/2014 vom 19. September 2017 E. 3.7.3.3; vgl. auch Urteil des BGer 2C\_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.3.3; MÜLLER/HAAS/STAUBER, FINMA-Enforcementverfahren gegen natürliche Personen, GesKR 2019, S. 394). Betroffene, die irreführend Auskunft erteilen, schaden letztlich der eigenen Kreditwürdigkeit. Sie tragen in der Folge das Risiko, dass ihre zur Entlastung vorgebrachten Ausführungen nicht überzeugen und aus der Indizienlage zu ihrem Nachteil Schlüsse gezogen werden, die sich in einer solchen Konstellation gerade auch aufgrund allgemeiner Regeln der Plausibilität aufdrängen (vgl. Urteil des BGer 2C\_829/2013 vom 7. März 2014 E. 4.4.3; Urteil des BVGer B-5540/2018 vom 17. August 2020 E. 4.9.4; vgl. auch BGE 130 II 482 E. 3.2).

Besonderes Gewicht hat die Mitwirkung in Bezug auf Umstände, die eine Partei besser kennt als die Behörden und die diese ohne Mitwirkung nicht oder nicht mit vernünftigem Aufwand erheben könnten, und in Bezug auf Fakten, die dem äusseren Anschein oder der allgemeinen Lebenserfahrung widersprechen und für deren Bestand die Behörde ohne Hinweis der Parteien keine Anhaltspunkte hätte (CHRISTOPH AUER/ANJA M. BINDER, in: Auer/Müller/Schindler [Hrsg.], Kommentar VwVG, 2. Aufl., Zürich 2019, S. 247 Rz. 4 m.H.). Verstärkte Bedeutung erfährt die Mitwirkungspflicht namentlich dort, wo von den Betroffenen mitverursachte Umstände die Sachverhaltserstellung notorisch erschweren (vgl. dazu Urteil des BVGer B-3340/2020 vom 20. März 2024 E. 4.6.3 i.f. m.H.).

**4.6** In tatsächlicher Hinsicht ist zu prüfen, ob die Sachverhaltsfeststellung der Vorinstanz, wonach der Rückkauf und der anschliessende Verkauf von X. \_\_\_\_\_ AG Aktien in koordinierter Weise durch eine Gruppe erfolgte, vor Bundesrecht standhält.

**4.6.1** Nach der Gründung der Beschwerdeführerin am 28. Juli 2015 durch B. \_\_\_\_\_ war dieser Alleinaktionär. Am 2. September 2015 verkaufte er 55% seiner Aktien zum Preis von Fr. 55'000.– (5'500'000 Namenaktien à Fr. 0.01) an A. \_\_\_\_\_ und 25% der Aktien zum Preis von Fr. 25'000.– (2'500'000 Namenaktien à Fr. 0.01) an C. \_\_\_\_\_ (Akten der Vorinstanz [vi-act.] 000043, S. 150 ff.). Die drei Ankeraktionäre waren die einzigen Aktionäre, welche die Aktien zum Nennwert erwarben und die Aktien

schliesslich auch direkt oder über die X. \_\_\_\_\_ AG mit einem bis zum 550-fachen Wert an Dritte veräusserten. B. \_\_\_\_\_ war seit der Gründung der X. \_\_\_\_\_ AG im Juli 2015 bis September 2018 alleiniger Verwaltungsrat (vgl. Beilage der Beschwerdeführerin [BSF-Beilage] 4). Direkt anschliessend wurde C. \_\_\_\_\_ als Präsident eingesetzt, zwei weitere «externe» Verwaltungsräte gewählt und ein «externer» CEO angestellt. Die sog. «externen» Verwaltungsräte waren nur zur Kollektivunterschrift zu zweien mit dem Präsidenten (C. \_\_\_\_\_) berechtigt (vgl. BSF-Beilage 4). Am 5. November 2019 übernahm A. \_\_\_\_\_ das Amt als Verwaltungsratspräsident und hält dieses bis heute inne. Die drei Ankeraktionäre besetzten somit immer Schlüsselpositionen bei der X. \_\_\_\_\_ AG und konnten die unternehmerischen Entscheide gemeinsam massgeblich beeinflussen.

Die drei Ankeraktionäre hatten eine Zielvorgabe vereinbart, die dahingehend lautete, dass die nachgefragten X. \_\_\_\_\_ AG Aktien zu gleichen Teilen an die Beschwerdeführerin verkauft werden. Bei zeitlicher Dringlichkeit zusammen mit dem Unvermögen eines Ankeraktionärs zur sofortigen Einlieferung der Aktien, sprang jeweils ein anderer Ankeraktionär ein (vi-act. 000723, Frage 5). Diese entspricht dem für eine Gruppe typischen koordinierten und arbeitsteiligen Verhalten.

Die drei Ankeraktionäre pflegen bzw. pflegten ein freundschaftliches Verhältnis. Hinzu kommt, dass A. \_\_\_\_\_ und C. \_\_\_\_\_ neben der X. \_\_\_\_\_ AG gemeinsam noch andere (mittlerweile liquidierte) Gesellschaften gründeten, auch in diese investiert hatten und jeweils als Verwaltungsräte amtierten (vi-act. 001069; 001070; 001071). Die Aktien dieser Gesellschaften wurden mit Aktien der X. \_\_\_\_\_ AG getauscht (vi-act. 000463, Ziff. 841 ff.). Die für eine Gruppe typischen, personellen Verflechtungen sind daher gegeben. Ein weiteres Indiz für das Vorliegen von wirtschaftlichen und personellen Verflechtungen ist die Vermittlertätigkeit der Y. \_\_\_\_\_ AG für die X. \_\_\_\_\_ AG. Die Y. \_\_\_\_\_ AG wurde von B. \_\_\_\_\_ während seiner Tätigkeit für die X. \_\_\_\_\_ AG gegründet und wird von diesem als Alleinaktionär vollständig beherrscht (vi-act. 001075). Das Unternehmen bezweckt die Vermittlung von Aktien (vi-act. 000844, Rz. 43 und 68 ff.). So hat es mit der X. \_\_\_\_\_ AG einen Vermittlungsvertrag abgeschlossen, welcher für beide Parteien von B. \_\_\_\_\_ (mit)unterzeichnet wurde und die Y. \_\_\_\_\_ AG zur mit Abstand bedeutendsten Vermittlerin der X. \_\_\_\_\_ AG machte. Auch die Rechnungen für die Vermittlungsprovision adressierte B. \_\_\_\_\_ (VRP der Y. \_\_\_\_\_ AG ehemals Z. \_\_\_\_\_ AG) direkt an sich selbst in seiner damaligen Position als VRP der X. \_\_\_\_\_ AG (vi-act. 000043, S. 1 ff.). Die Erlöse aus dem Verkauf

der X. \_\_\_\_\_ AG Aktien flossen allen Gruppenmitgliedern zu (vgl. vi-act. 000425, S. 13; 000665, S. 4; 000729, S. 4). Dem Einwand der Beschwerdeführerin, es sei widersprüchlich, dass das Enforcementverfahren nicht auf die Y. \_\_\_\_\_ AG ausgeweitet wurde, kann nicht gefolgt werden. Das Vorliegen einer aufsichtsrechtlichen Gruppe setzt nicht voraus, dass alle Gruppenmitgliedern als Parteien in das Verfahren einbezogen werden (vgl. Urteile des BVGer B-2714/2018; B-2713/2018 und B 2683/2018 vom 4. Februar 2022 je E. 5.1).

**4.6.2** Aufgrund der Akten steht nach dem Gesagten fest, dass zwischen A. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_, B. \_\_\_\_\_, der X. \_\_\_\_\_ AG und der Y. \_\_\_\_\_ AG enge wirtschaftliche, organisatorische und personelle Verflechtungen bestehen bzw. jedenfalls im Untersuchungszeitraum bestanden haben. Am Vorliegen einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn ändert der Einwand der Beschwerdeführerin, ihr und ihren Organen sei keine Umgehungsabsicht vorwerfbar, nichts. Eine solche Absicht ist kein Begriffsmerkmal für Gruppen im Sinne des Aufsichtsrechts (E. 4.5.1). Die Vorinstanz hat den rechtserheblichen Sachverhalt korrekt festgestellt. Die Feststellung, die Beschwerdeführerin habe gemeinsam mit den übrigen Beteiligten eine Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn gebildet, die in koordinierter Weise ein Geschäft mit dem Verkauf von X. \_\_\_\_\_ AG Aktien durchführte, ist bundesrechtlich nicht zu beanstanden.

**4.6.3** Einzugehen ist auf den Einwand der Beschwerdeführerin, bei einer Gruppenbetrachtung bilde die X. \_\_\_\_\_ AG mit den Beteiligten eine Einheit. Der Verkauf der X. \_\_\_\_\_ AG Aktien sei daher als Emission (gruppen-)eigener Beteiligungspapiere, mithin als – nicht bewilligungspflichtige – Selbstemission (vgl. Art. 3 Abs. 2 BEHV bzw. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG) zu qualifizieren.

Bewilligungspflichtig ist die Emissionshaustätigkeit nur, wenn die Effekten einer «Drittperson» übernommen werden (Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG). Die Emission eigener Effekten ist nicht bewilligungspflichtig. Die blosse Zugehörigkeit des Emittenten zur Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn, die koordiniert Effekten im Publikum platziert, führt indessen nicht dazu, dass die entsprechende Tätigkeit als Selbstemission einzustufen wäre. Der formaljuristisch unabhängige Emittent ist vielmehr ungeachtet der Gruppenzugehörigkeit als Drittperson i.S.v. Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG einzustufen (ausführlich BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.7 m.H.; vgl. BGE 135 II 356 E. 4; Urteile des BGer 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 4.4; 2C\_729/2020 vom 5. August

2021 E. 5.4; 2C\_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.4). Eine restriktive Auslegung von Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG dahingehend, dass ein Emittent bei Gruppenzugehörigkeit nicht als «Drittperson» einzustufen wäre, liesse sich in teleologischer Hinsicht nicht rechtfertigen (vgl. BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.7.2).

Der Einwand der Beschwerdeführerin, die Tätigkeit sei eine nicht unterstellungspflichtige Selbstemission einer als Einheit aufzufassenden Gruppe, dringt nicht durch.

## 5.

**5.1** Aufgrund der Gruppenkonstellation ist in einer Gesamtbetrachtung zu prüfen, ob die Vorinstanz das von der Gruppe betriebene Geschäft mit dem Kauf und Verkauf von X.\_\_\_\_\_ AG Aktien zu Recht als bewilligungspflichtige Emissionshaus- bzw. Wertpapierhaustätigkeit qualifiziert hat (Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Bst. d aBEHG bzw. Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 FINIG). Eine solche Tätigkeit setzt voraus, dass eine Gesellschaft oder Gruppe, die hauptsächlich im Finanzbereich tätig ist, gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernimmt und diese öffentlich auf dem Primärmarkt anbietet (Art. 2 Abs. 1 und Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 12 Bst. a und Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG).

**5.2** Ein öffentliches Anbieten von Effekten liegt vor, wenn ein unbestimmter Personenkreis angesprochen wird, der nicht im Vornherein begrenzt ist (vgl. Urteil des BGer 2C\_276/2009 vom 22. September 2009 E. 4.1; Urteil des BVGer B-4409/2008 vom 27. Januar 2010 E. 7.2). Eine grössere Zahl angesprochener Anleger oder eine breite Streuung der verkauften Effekten sind Indizien eines öffentlichen Angebots (vgl. Urteil des BGer 2C\_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.2 [betr. Vermittlung von 58'000 Aktien an 32 bzw. 33 Käufer und von 8'000 Aktien an fünf Käufer]; vgl. auch BGE 137 II 284 E. 5.3.2). Der Einsatz von Vermittlern ist bereits als öffentliche Werbung zu qualifizieren (Urteile des BVGer B-7892/2016 vom 7. Mai 2019 E. 5.3 und B-1645/2007 vom 17. Januar 2008 E. 4.1.4 m.w.H.). Die Beschwerdeführerin hat vorliegend unter Mitwirkung von A.\_\_\_\_\_, C.\_\_\_\_\_ und B.\_\_\_\_\_ diverse Verträge mit Vermittlern geschlossen, darunter auch mit der zur aufsichtsrechtlichen Gruppe gehörenden Y.\_\_\_\_\_ AG als bedeutendste Vermittlerin. Diese Vermittler kontaktierten auf Provisionsbasis eine unbestimmte Anzahl von potenziellen Anlegern (vgl. vi-act. 000467, S. 6 f., 39 ff.; 000041, Beilage 5). In der Folge erwarben

weit über 100 Publikumsaktionäre X.\_\_\_\_\_ AG Aktien. Dass die X.\_\_\_\_\_ AG Aktien der Gruppe öffentlich angeboten wurden, bestreitet die Beschwerdeführerin zu Recht nicht. Weiter wurden Direktverkäufe sowie Tauschgeschäfte und damit weitere Investitionen mit Publikumsaktionären getätigt, die vorgängig von Vermittlern angegangen wurden. Dieses Vorgehen richtete sich folglich an eine unbegrenzte Zahl an Personen und ist als öffentliches Angebot einzustufen.

**5.3** Zu prüfen ist, ob eine Übernahme (fest oder in Kommission) der X.\_\_\_\_\_ AG Aktien zum Zweck der öffentlichen Platzierung erfolgte.

**5.3.1** Die Vorinstanz qualifiziert den Rückkauf der X.\_\_\_\_\_ AG Aktien bei den Ankeraktionären und den anschliessenden Verkauf dieser Aktien durch die Beschwerdeführerin (sog. «Durchlauftransaktionen») im Sinne einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise als direkte Veräusserung der X.\_\_\_\_\_ AG Aktien durch die Ankeraktionäre an die Publikumsaktionäre (sog. Sachverhaltsfiktion). Im Übrigen sei auch ohne die Annahme einer Sachverhaltsfiktion eine Emissionshaustätigkeit gegeben, da die Gruppenmitglieder C.\_\_\_\_\_ und B.\_\_\_\_\_ mehrfach X.\_\_\_\_\_ AG Aktien direkt an Dritte für weit über eine Million Franken verkauft und die Ankeraktionäre in zahlreichen Fällen Tauschgeschäfte im Umfang von mehreren Millionen Franken mit Dritten abgeschlossen haben, indem sie X.\_\_\_\_\_ AG Aktien gegen Aktien nahestehender Gesellschaften tauschten.

In der Folge nimmt die Vorinstanz an, dass die Ankeraktionäre die X.\_\_\_\_\_ AG Aktien in eigenem Namen und auf eigene Rechnung zeichneten bzw. fest übernahmen, und zwar indem B.\_\_\_\_\_ anlässlich der Gründung der X.\_\_\_\_\_ AG sämtliche Aktien gezeichnet und unmittelbar danach zwei grössere Aktienpakete an die Gruppenmitglieder A.\_\_\_\_\_ und C.\_\_\_\_\_ zum Nennwert übertragen hat. Dass die X.\_\_\_\_\_ AG Teil der Gruppe ist, ändere nichts daran, dass die Ankeraktionäre Effekten von einer Drittperson übernommen haben. Angesichts daran, dass es sich bei den Effekten um Penny Stocks handelte, welche wiederum für den bis zu 550-fachen Übernahmepreis ans Publikum veräussert wurden, sei die Übernahme zu Platzierungszwecken offensichtlich.

**5.3.2** Die Beschwerdeführerin macht zusammengefasst geltend, die Vorinstanz stelle die Sachverhaltsfiktion zu Unrecht dahingehend auf, dass die Aktienverkäufe direkt zwischen A.\_\_\_\_\_, C.\_\_\_\_\_ und B.\_\_\_\_\_ und Dritten stattgefunden haben. Die Vorinstanz habe wesentliche Argumente unberücksichtigt gelassen, was zur unfundierten Bejahung einer

rechtsmissbräuchlichen Gestaltung und damit zu einer ungerechten Anwendung der Sachverhaltsfiktion geführt habe. Die X. \_\_\_\_\_ AG verfüge über einen mehrheitlich unabhängigen Verwaltungsrat, habe zwölf genehmigte Kapitalerhöhungen vorgenommen und sei eine selbständige juristische Person mit einem werthaltigen operativen Geschäft und Arbeitnehmern, sie diene nicht bloss der Finanzierung der Aktionäre, sie sei gegenüber den Investoren als Verkäuferin aufgetreten und habe das Geld vereinnahmt, der Parteiwille sei auf die Finanzierung der operativen Geschäftstätigkeit gerichtet gewesen und bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise seien die vereinnahmten Gelder bei der Beschwerdeführerin verblieben. Somit habe das Vorgehen der Beschwerdeführerin und der Ankeraktionäre in keiner Weise jenseits des wirtschaftlich Vernünftigen gelegen, weshalb davon auszugehen sei, dass die Aktienverkäufe durch die Beschwerdeführerin selbst getätigt wurden. Dasselbe Vorgehen sei der Vorinstanz bereits in Bezug auf die XY. \_\_\_\_\_ AG und die YZ. \_\_\_\_\_ AG offengelegt und durch diese in der Einstellungsverfügung vom 20. Dezember 2018 als aufsichtsrechtlich unbedenklich qualifiziert worden. Es seien keine Gründe vorgebracht worden, weshalb die gleichen Akteure in parallelem Verhalten in Bezug auf die X. \_\_\_\_\_ AG sich eines regulatorischen Risikos hätten bewusst sein sollen oder dieses Verhalten gar zum Zwecke der Umgehung, konkret zum Rechtsmissbrauch, hätten wählen sollen.

Damit sei der zu beurteilende Sachverhalt aufsichtsrechtlich entweder als erstmalige Platzierung auf dem Primärmarkt zu betrachten, da der Verkauf der Aktien an die Ankeraktionäre und der Rückkauf der Aktien durch die Beschwerdeführerin unbeachtlich sei, womit die erneute Platzierung der Aktien durch die Beschwerdeführerin als erstmalige Platzierung gelte, oder spätestens der Rückkauf der Aktien und die anschliessende Platzierung der dieser durch die Beschwerdeführerin sei als Sekundärmarkttransaktion zu beurteilen.

**5.3.3** Die bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit nach Art. 10 Abs. 1 aBEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 und Art. 3 Abs. 2 aBEHV setzt voraus, dass neu geschaffene oder noch nicht im Markt befindliche Effekten von einer Drittperson übernommen werden, um sie öffentlich anzubieten (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteil des BVGer B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E. 7.4). Das Emissionshaus ist beim Verkauf der Effekten Partei und nicht bloss deren Vermittler (vgl. BGE 137 II 383 E. 9.1; PHILIPPE BORENS, Finanzmarkt: Börsen und Effektenhändler, in: Fachhandbuch Verwaltungsrecht, Biagini/Häner/Saxer/Schott [Hrsg.], Zürich et al. 2015, S. 147). Vorausgesetzt ist zudem, dass die Übernahme der Effekten *fest* oder *in Kommission*

erfolge. Dieses Begriffspaar des Art. 3 Abs. 2 aBEHV ist in der Nachfolgebestimmung des Bundesgesetzes vom 15. Juni 2018 über die Finanzinstitute (FINIG; BBl 2018 3557 ff.) nicht mehr enthalten (s. Art. 12 lit. a FINIG, der nur von «Übernahme» spricht). Erwähnung findet es in Art. 44 Abs. 1 lit. c FINIG, der Aufgaben von Wertpapierhäusern beschreibt. Das neue Recht, mit dem an der Regelung der Bewilligungspflicht für Effekthändler in materieller Hinsicht nichts geändert werden sollte (Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015 8901 ff.), widerspiegelt mit dieser Anpassung die bereits im bisherigen Recht vor allem deskriptive Funktion des Begriffs der Übernahme «fest oder in Kommission».

Die Festübernahme tritt in unterschiedlichen Formen auf. Beim *Fixed Price Underwriting* erwirbt das Emissionshaus die Effekten zu einem vertraglich unter Berücksichtigung der Marktlage und von Vergleichswerten geregelten Preis, um sie in eigenem Namen und auf eigene Rechnung öffentlich zu platzieren. Das Emissionshaus geht dabei typischerweise das Risiko ein, nicht für alle übernommenen Effekten Abnehmer zu finden (Platzierungsrisiko), und wird dafür mit einer Übernahmekommission entschädigt (vgl. ARPAGAU/STADLER/WERLEN et al., Das Schweizerische Bankgeschäft, 8. Aufl., 2021, S. 586 Rz. 2067 f.; STEFAN WALLER, Das Underwriting Agreement, Zürich 2010, S. 102 f.; MIRJAM EGGEN, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Bern 2015, S. 27 m.H.). Beim *Bookbuilding* übernimmt das Emissionshaus die Effekten dagegen üblicherweise zum Nominalwert. Der unter Hinzuziehung potenzieller Investoren ermittelte Platzierungspreis wird nach Abschluss der Zeichnungsfrist anlässlich der Zuteilung der Effekten festgelegt. Das Agio geht an den Emittenten. Das Emissionshaus schränkt dabei sein Platzierungsrisiko ein (vgl. LUCAS FORRER/FELIX ZUUR, GesKR 4/2019, S. 653 f.; DANIEL DAENIKER, Underwriting Agreement – Rechtliche Grundlage von öffentlichen Aktienangeboten schweizerischer Gesellschaften, in: Rolf Watter [Hrsg.], Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich 2002, 159 ff., S. 169 und 175; ARPAGAU/STADLER/WERLEN et al., a.a.O., S. 586 Rz. 2069). In der Praxis kann die Festübernahme von diesen Grundtypen abweichen. Die für die eine oder andere Form der Festübernahme typischen Elemente sind nicht ohne weiteres begriffsnotwendig i.S.v. Art. 3 Abs. 2 aBEHV i.V.m. Art. 2 Bst. d aBEHG, da diese Bestimmungen mit Blick auf den Normzweck des Anleger- und Funktionsschutzes auszulegen sind (Urteil des BVGer B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E. 7.4; vgl. Urteil des BVGer B-4409/2008 vom 27. Januar 2010 E. 7.6.2). Eine Emissionshaustätigkeit kann folglich auch vorliegen, wenn das Emissionshaus keine Übernahmekommission erhält oder faktisch kein oder nur ein beschränktes Platzierungsrisiko trägt

(vgl. BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.5; Urteil des BVGer B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E. 7.4; vgl. auch Urteil des BGer 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E. 3.1 und 4.3). Ebenfalls kein Begriffsmerkmal ist der Mittelrückfluss an den Emittenten nach der Platzierung. Hierzu kommt es im *Bookbuilding*-Verfahren, nicht aber beim *Fixed Price Underwriting*, wo der Emittent das Kapital in Form des vom Emissionshaus zu bezahlenden «fixen Preises» gegebenenfalls vorab aufnimmt (vgl. ZUUR/FORRER, GesKR 4/2019, S. 654). Das Fehlen eines verbreiteten Merkmals der Festübernahme führt nicht bereits dazu, dass keine Unterstellungspflicht gegeben ist, zumal die Gefährdung von Anleger- und Marktinteressen bei untypischen Formen der Festübernahme nicht geringer ist. Ebenso schliesst die Übernahme nur eines Teiles der zu emittierenden Aktien nicht aus, dass eine Festübernahme vorliege (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteile des BVGer B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E. 7.4; B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.1.1; B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 4.3).

Gesetzesumgehungen werden nicht geschützt. Aufsichtsrechtliche Bestimmungen zwecks Anleger-, Investoren- und Gläubigerschutz, insbesondere solche über Bewilligungen als Voraussetzung für einen Marktzutritt sollen nicht durch konstruierte zivilrechtliche Rechtsgestaltungen umgangen werden können. Bei rechtsmissbräuchlichen Gestaltungen, welche jenseits des wirtschaftlich Vernünftigen liegen, ist der aufsichtsrechtlichen Beurteilung sachverhaltsmässig nicht die gewählte zivilrechtliche, sondern diejenige Rechtsgestaltung zu Grunde zu legen, welche sachgemäss gewesen wäre, um den angestrebten wirtschaftlichen Zweck zu erreichen (Sachverhaltsfiktion; vgl. zum Ganzen Urteil des BGer 2C\_352/2016 vom 9. Dezember 2016 E. 3.2 m.w.H.; Urteil des BVGer B-6413/2017 vom 21. Januar 2019 E. 5.3.3).

**5.3.4** Die Argumentation der Beschwerdeführerin dahingehend, dass sie eine eigenständige juristische Persönlichkeit sei, einer legalen Geschäftstätigkeit nachgehe und sich auch über andere Quellen, namentlich Aktionärsdarlehen und genehmigte Kapitalerhöhungen finanziert habe, geht an der Sache vorbei. Relevant für die Annahme einer Sachverhaltsfiktion ist, ob das Verhalten der an der Gruppe beteiligten Verfahrensparteien in Bezug auf den praktizierten Aktienhandel sich als rechtsmissbräuchlich erweist und nicht, ob die Gesellschaft als solches ein rechtsmissbräuchliches Gebilde darstellt.

Zwischen dem 2. Mai 2017 und 2. November 2020 verkauften die Ankeraktionäre insgesamt 3'506'617 Aktien zu jeweils Fr. 1.– an die Beschwerdeführerin (vi-act. 000723, S. 4, 7, 11-13; 000727, S. 7-13, 18, 25; 000722, S. 3). A. \_\_\_\_\_ verkaufte der Beschwerdeführerin zwischen dem 20. Januar und 10. Dezember 2021 weitere 783'000 X. \_\_\_\_\_ AG Aktien zu Fr. 527'580.– (vi-act. 000906, S. 4-9), wobei 258'000 der Aktien zum Nennwert veräussert wurden. Insgesamt wurden so durch die Ankeraktionäre 4'289'617 Aktien zu Fr. 4'034'197.– an die Beschwerdeführerin verkauft (vi-act. 000977; 000978; 000979). Die X. \_\_\_\_\_ AG Aktien wurden durch die Beschwerdeführerin von den Ankeraktionären ausschliesslich dann erworben, wenn diese mit entsprechendem Kaufvertrag bereits an Publikumsaktionäre für typischerweise Fr. 4.– je Aktie weiterverkauft waren (vi-act. 000839, S. 5; 000722; 000041, S. 60 ff.; 000042, S. 1 ff.). Somit erfolgte der Kauf und Verkauf der X. \_\_\_\_\_ AG Aktien durch die Beschwerdeführerin zeitgleich, womit sie kein Platzierungsrisiko trug – dieses verblieb stets bei den Ankeraktionären. Dies zeigt sich anschaulich an der Rückabwicklungstransaktion mit Herrn Th. Hauser, bei welcher die Aktien zurück an die drei Ankeraktionäre übertragen wurden und der Gewinn bei der Beschwerdeführerin verblieb (vi-act. 000459, S. 530 f., 2060). Der durch die Beschwerdeführerin mit den Aktientransaktionen erwirtschaftete Erlös verblieb ihr nur zu einem Bruchteil. Im Jahr 2019 sind der X. \_\_\_\_\_ AG laut Jahresrechnung nur 14% der Erlöse aus den Aktienveräusserungen zugeflossen (vi-act. 000425, S. 11, 13; 000665, S. 4; 000729, S. 4). Über den gesamten Untersuchungszeitraum zeigt sich ein ähnliches Bild; die Beschwerdeführerin erzielte aus dem Verkauf von X. \_\_\_\_\_ AG Aktien rund Fr. 12.6 Mio. demgegenüber stehen Fr. 9.4 Mio. Aktienaufwand für die Aktieneinkäufe und die Vermittlungsprovision (Aufwände: vi-act. 001067, S.5; 000041, S. 101; 000425, S. 11; 000647, S. 5; 000910, S. 220; 001067, S. 5 und Erträge vi-act. 000910, S. 199, 208 und 220 für das 1. Quartal 2022), womit ca. 75% der Erlöse nicht der Beschwerdeführerin zukamen. Weder bei einer tatsächlichen noch bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise haben die Aktienverkaufserlöse hauptsächlich dem Aufbau des Recyclinggeschäfts der X. \_\_\_\_\_ AG gedient und lagen somit nicht im Interesse der Beschwerdeführerin. Unter vollumfänglicher Berücksichtigung der Forderungsverzichte flossen im Untersuchungszeitraum 62% der Erlöse an die Ankeraktionäre und Vermittler ab. Es ist an dieser Stelle festzuhalten, dass die Forderungsverzichte über Fr. 850'000.– (B. \_\_\_\_\_ per 18. Mai 2020) resp. Fr. 537'081.67 (A. \_\_\_\_\_ per 31. Dezember 2020) und Fr. 202'580.– (A. \_\_\_\_\_ per Ende Dezember 2022) erst stattfanden, nachdem die ehemaligen Verwaltungsräte ihre Anzeige einreichten (22. Januar 2020) resp. nachdem das Enforcementverfahren der Vorinstanz eröffnet

wurde (3. Juli 2020) und bereits grosse Summen an sie ausgezahlt wurden. Diese Verhaltensweisen unterstreichen, dass es den Ankeraktionären nicht primär um die Finanzierung der X. \_\_\_\_\_ AG ging, sondern um die gewinnbringende Veräusserung ihrer Aktienanteile. Denn mit (genehmigten) Aktienkapitalerhöhungen hätten der X. \_\_\_\_\_ AG weitaus mehr Mittel zufließen können. Zwölf solche genehmigten Aktienkapitalerhöhungen haben zwischen September 2018 und August 2019 auch stattgefunden und X. \_\_\_\_\_ AG Aktien mit einem Nennwert von Fr. 0.01 wurden vordergründig für Fr. 2.50 an bisherige Aktionäre ausgegeben. Dabei ist bezeichnend, dass die Ankeraktionäre keine weiteren Aktien zeichneten und wiederum ein beträchtlicher Teil des Agios für Vermittlungsprovisionen abfloss. Im Jahr 2019 wurden Fr. 612'725.– von den eingenommenen Fr. 1'230'375.– und somit fast 50% vom Agio für Vermittlungsprovisionen aufgewendet. Die Publikumsaktionäre wurden über diese Mittelabflüsse bzw. die tatsächliche Verwendung der Gelder nicht aufgeklärt (exemplarisch vi-act. 000044, S. 120).

Dem Standpunkt der Beschwerdeführerin, dass die Vorinstanz das parallele Vorgehen der Verfahrensbeteiligten A. \_\_\_\_\_ und C. \_\_\_\_\_ in ihrer Verfügung vom 20. Dezember 2018 gutgeheissen habe, kann nicht gefolgt werden, hat die Vorinstanz doch ausdrücklich klargestellt, dass das Verfahren mangels des Nachweises der hauptsächlichen Tätigkeit im Finanzbereich eingestellt wurde (BSF-Beilage 18, S. 11). Weiter wurden A. \_\_\_\_\_ und C. \_\_\_\_\_ explizit darauf hingewiesen, künftig den gewerbsmässigen Effektenhandel ohne Bewilligung zu unterlassen (BSF-Beilage 18, S. 12). Spätestens von da an wussten die Ankeraktionäre, dass sie keine Aktien selbst verkaufen durften, da sie sonst Gefahr liefen, als Emissionshaus qualifiziert zu werden. Dass sie die X. \_\_\_\_\_ AG Aktien nun über die Beschwerdeführerin verkauft haben, ist wiederum ein starkes Indiz dafür, dass das System der Durchlauftransaktionen gewählt wurde, um die Bewilligungspflicht zu umgehen.

Die oben aufgeführten Tatsachen belegen, dass es sich bei den Aktienverkäufen im Sinne einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise um Umgehungsgeschäfte handelte. Die Vorinstanz ging dementsprechend zu Recht von der Sachverhaltsfiktion im Sinne einer direkten Veräusserung der X. \_\_\_\_\_ AG Aktien durch die Ankeraktionäre an die Publikumsaktionäre aus.

**5.3.5** Anlässlich der Gründung der X. \_\_\_\_\_ AG am 28. Juli 2015 zeichnete B. \_\_\_\_\_ sämtliche Aktien, welche er kurz danach am 2. September 2015 in zwei grösseren Aktienpaketen an die zwei weiteren Ankeraktionäre und Gruppenmitglieder A. \_\_\_\_\_ (55%) und C. \_\_\_\_\_ (25%) zum Nennwert übertrug. Daher haben die Ankeraktionäre die Aktien der X. \_\_\_\_\_ AG in eigenem Namen und unter dem Einsatz eigener Mittel fest übernommen und letztlich auch das Platzierungsrisiko getragen. Die entsprechenden Feststellungen der Vorinstanz sind somit nicht zu beanstanden.

**5.4** Weiter ist zu prüfen, ob die Beschwerdeführerin respektive die Gruppe, an der sie beteiligt war, X. \_\_\_\_\_ AG Aktien auf dem Primärmarkt verkaufte.

**5.4.1** Die Vorinstanz erwog, dass die X. \_\_\_\_\_ AG Aktien nach ihrer Zeichnung nicht auf dem Sekundärmarkt im eigentlichen Sinn gehandelt worden seien, vielmehr seien sie von den Ankeraktionären in der Gruppe gehalten worden, bis die eigentliche Platzierung mittels aggressiven Vermittlungsaktivitäten 2017 auf dem Markt stattgefunden habe. Auch der Transaktion zwischen B. \_\_\_\_\_ und D. \_\_\_\_\_ komme aufgrund des Vergleichs zwischen Kauf- und Verkaufspreis des betreffenden Aktienpakets nach Ausübung des Vorkaufsrechts mit den gegenüber Dritten offerierten Preisen, keine reale wirtschaftliche Bedeutung zu. Die mit Hilfe von Vermittlern durch die Ankeraktionäre über die vorgeschobene Beschwerdeführerin (Durchlauftransaktionen) sowie die direkt an gutgläubige Dritte erstmals (zu Fantasiepreisen) veräusserten und getauschten Aktien seien somit als Emission auf dem Primärmarkt einzustufen.

Da die Beschwerdeführerin die Sachverhaltsfiktion verneint und vorbringt, durch die Ankeraktionäre seien keine wesentlichen Aktienverkäufe direkt getätigt worden, sei davon auszugehen, dass nicht auf dem Primär-, sondern auf dem Sekundärmarkt eigene Aktien verkauft worden seien. Die Beschwerdeführerin habe die eigenen Aktien zurückgekauft und anschliessend auf eigene Rechnung und im eigenen Namen neu bei Investoren platziert. Dadurch habe ein direkter Verkauf zwischen aktuellem und nachmaligem Eigentümer stattgefunden, welche aufsichtsrechtlich unbeachtlich sei. Diese Tätigkeit sei auch von derjenigen des Kundenhändlers im Sinne von Art. 41 Bst. a FINIG abzugrenzen: Dieser verkaufe Effekten seiner Kunden in Kommission, also in eigenem Namen, aber auf fremde Rechnung. Das Risiko verbleibe bei den Kunden. Der Emittent resp. die

Beschwerdeführerin habe die zurückgekauften eigenen Aktien auf eigenes Risiko platziert, womit es sich um Sekundärmarkttransaktionen handle.

## 5.4.2

**5.4.2.1** Die Bewilligungspflicht gemäss Art. 2 lit. d i.V.m. Art. 10 Abs. 1 aBEHG und Art. 3 Abs. 2 aBEHV erfasst nur die Emission von Effekten auf dem *Primärmarkt*. Als Primärmarkt wird dabei der Markt bezeichnet, auf welchem neu geschaffene oder erstmals angebotene Effekten platziert werden (Urteile des BGer 2C\_1068/2017 und 2C\_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E.2.3.1 f.). Dies im Unterschied zum Sekundärmarkt, wo die (bereits) emittierten Kapitalmarktpapiere börslich oder ausserbörslich gehandelt werden und wo der Emittent typischerweise nicht mehr involviert ist (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteil des BVGer B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 4.3 m.w.H.). Der Verkauf von Effekten auf dem Sekundärmarkt ist keine Emissionshaustätigkeit. Als relevanter Zeitpunkt für das Effektengeschäft gilt das erstmalige Angebot an die Öffentlichkeit. Werden Aktien vorgängig zu diesem zwischen eng verbundenen Personen und Gesellschaften übertragen, so kommt diesen Vorgängen nach der Rechtsprechung keine reale wirtschaftliche Bedeutung zu. Vielmehr handelt es sich dabei um Vorbereitungshandlungen im Hinblick auf das spätere öffentliche Angebot (vgl. Urteile des BVGer B-7892/2016 vom 7. Mai 2019 E. 5.2 und B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.3.2 m.w.H.).

Die Ausübung einer Emissionshaustätigkeit setzt in der Regel eine adäquate Infrastruktur und entsprechendes Fachwissen voraus, weshalb in der Praxis fast nur Banken über die hierzu erforderliche Bewilligung verfügen (vgl. WALLER, a.a.O., S. 7). Im neuen Recht ist die Emissionshaustätigkeit denn auch explizit Banken und Wertpapierhäusern vorbehalten (Art. 12 und 41 FINIG; vgl. Urteil des BGer 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E. 2.2.2).

**5.4.2.2** Anlässlich einer Erstemission werden Effekten in der Regel gleichzeitig und zu gleichen Bedingungen beim Anleger platziert. Die Emission führt zur Erhöhung des Gesamtbestandes gehandelter Effekten. Sie dient in ihrer ordnungsgemässen Form der Beschaffung von Fremd- oder Eigenkapital für die Unternehmensentwicklung (vgl. Urteile des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2; BGer 2C\_1068/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.1-2.3.2; vgl. auch BGer 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E.2.2.1 und 2.2.2; BGE 136 II 43 E. 4.1 S. 47; WALLER, a.a.O., S. 4 f., 13 ff.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich

2004, N. 7 ff.; JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, in: Code des obligations II - Commentaire romand, 2. Aufl. 2017, N. 4 zu/vor Art. 1156 OR). Demgegenüber handeln Anleger auf dem Sekundärmarkt (untereinander) mit Effekten, die bereits zuvor auf den Markt gelangt waren; der Emittent ist dabei in der Regel nicht involviert (vgl. Urteil des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2.3; BGE 136 II 43 E. 4.1; EMCH/RENZ/ARPAGAU, a.a.O., N. 1980 und 2152; MAX BOEMLE et al., Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, Definition «Primärmarkt»). Ob bestimmte Effekten dem Primär- oder dem Sekundärmarkt zuzuordnen sind, lässt sich auch unter Einbezug der Vorschriften der Produkttransparenz (vorab der Prospektspflicht) beurteilen (Urteil des BGer 2C\_1068/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.1; MIRJAM EGGEN, a.a.O., S. 103 und 108). Entscheidendes Kriterium ist, ob die Effekten erstmals – unter Ausblendung wirtschaftlich nicht realer Vorgeschäfte – begeben werden (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteile des BVGer B-5736/2018 vom 7. Juli 2020 E. 4.6; B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E. 8; ZUFFEREY, a.a.O., N. 4 zu/vor art. 1156 OR; CHRISTIAN BOVET/ANNE HÉRITIER LACHAT, Schweizerisches Bundesverwaltungsrecht, Band XV: Finanzmarktaufsicht, 2016, S. 95 f.; ZOBL/KRAMER, a.a.O., N. 1064). Als wirtschaftlich nicht reale Vorgeschäfte sind namentlich Erwerbsgeschäfte einzustufen, die nicht zu Anlagezwecken erfolgen, sondern allein der Vorbereitung der späteren Platzierung dienen (vgl. BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.6.4); solche Geschäfte sind gegebenenfalls selbst dann nicht als Emission zu qualifizieren, wenn die Parteien keine aufsichtsrechtliche Gruppe bilden (vgl. Urteil des BVGer B-8244/2007 vom 20. März 2009 E. 4.7). Zu einer Emissionshaustätigkeit kann es somit auch kommen, wenn die Effekten vor der Platzierung jahrelang gehalten wurden und insofern nicht neu sind (vgl. Urteile des BGer 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 4.4.1 und 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 5.4.1; Urteil des BVGer B-5736/2018 vom 7. Juli 2020 E. 4.6). Dies gilt unabhängig davon, ob die Verzögerung von Anfang an geplant war oder einem Misserfolg der Platzierung geschuldet ist. Dadurch, dass das Emissionshaus im Falle eines Misserfolgs der Platzierung gegebenenfalls einen Teil der nicht platzierten Titel vorübergehend in den eigenen Anlagebestand übernimmt, gelangen diese nicht auf den Sekundärmarkt, da sie gerade nicht zu Anlagezwecken übernommen wurden, sondern im Hinblick auf die spätere Platzierung eine Zeit lang in den Büchern verbleiben (vgl. Urteil des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2.4 m.H.).

**5.4.2.3** Das Bundesgericht und das Bundesverwaltungsgericht hatten schon verschiedentlich Fälle zu beurteilen, in denen Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn die Aktien einer oder mehrerer der Gruppengesellschaften

öffentlich angeboten haben. Typischerweise verfolgten die Gesellschaften, deren Aktien platziert wurden, keine reale Geschäftstätigkeit, sondern ihr einziger Zweck bestand darin, dass ihre Aktien ein Verkaufsobjekt darstellten, das durch andere Gruppengesellschaften veräussert werden konnte. Die vorgängigen, gruppeninternen Erwerbsgeschäfte bezüglich dieser Aktien hatten keine reale, wirtschaftliche Bedeutung, sondern erschienen vielmehr als Vorbereitungshandlung im Hinblick auf das spätere öffentliche Angebot der Aktien an gutgläubige Dritte, insbesondere etwa, um durch hohe «Marktpreise» eine objektiv nicht vorhandene Werthaltigkeit vorzuspiegeln. Dementsprechend wurden der anschliessende Verkauf an Dritte jeweils als Primärmarktgeschäft und die Geschäftstätigkeit der Gruppe, soweit sie im Wesentlichen aus derartigen Platzierungen bestand, als bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit qualifiziert (BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.6.2; Urteile des BVGer B-5736/2018 vom 7. Juli 2020 E. 4.4; B-5540/2018 vom 17. August 2020 E. 4.4 und B-5657/2016 vom 5. Juni 2018 E. 5.1.2).

**5.4.3** Mit Blick auf das Erfordernis des Primärmarkts ist zu beachten, dass es sich in der vorliegenden Angelegenheit formal gesehen um einen Verkauf von mehreren Jahren zuvor gezeichneten Aktien handelt. Indessen wurden die Aktien nach ihrer Zeichnung durch den Gründer B. \_\_\_\_\_ am 2. September 2015 in zwei grösseren Aktienpaketen an die zwei weiteren Ankeraktionäre und Gruppenmitglieder A. \_\_\_\_\_ (55%) und C. \_\_\_\_\_ (25%) zum Nennwert übertragen und in der Gruppe gehalten, bis es 2017 zur eigentlichen Platzierung mit Hilfe von Vermittlern auf dem (Sekundär-) Markt kam (vi-act. 000043, S. 150 f.). Wie bereits oben in E. 5.3.4 dargelegt, handelt es sich bei den Durchlauftransaktionen wirtschaftlich betrachtet um Aktienverkäufe (zu überhöhten Preisen) der Ankeraktionäre direkt an gut gläubige Dritte. Darüber hinaus haben C. \_\_\_\_\_ und B. \_\_\_\_\_ auch tatsächlich Aktien direkt an das Publikum verkauft und Tauschgeschäfte vorgenommen. Der Ansicht der Beschwerdeführerin, die direkten Verkäufe der Aktien seien unwesentlich, kann nicht gefolgt werden. In den Akten der Vorinstanz findet sich beispielsweise ein Kaufvertrag vom 19. Juni 2019 zwischen C. \_\_\_\_\_ und E. \_\_\_\_\_ über 200'000 Namenaktien zu Fr. 8'000'000.–. Allein diese Transaktion kann keinesfalls als unwesentlich bezeichnet werden und viele weitere lassen sich in den Akten finden (vi-act. 000186, S. 11 ff.; 000044, S. 1 ff.). Insgesamt sind sowohl die formalen Direktverkäufe ans Publikum als auch die Durchlauftransaktionen als Emission auf dem Primärmarkt zu betrachten.

**5.5** Zu prüfen bleibt, ob der Verkauf der X. \_\_\_\_\_ AG Aktien gewerbsmässig ausgeübt wurde und ob die Gruppe hauptsächlich im Finanzbereich tätig war.

**5.5.1** Unterstellungspflichtig ist nur, wer *gewerbsmässig* der Effektenhandels- bzw. Wertpapierhaustätigkeit nachgeht (Art. 2 lit. d aBEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 12 Bst. a i.V.m. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG). Gewerbsmässigkeit im Sinne von Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. Art. 3 FINIG liegt vor, wenn es sich beim Effektengeschäft um eine selbstständige, auf dauernden Erwerb gerichtete wirtschaftliche Tätigkeit handelt (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteil des BGer 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 4.3.1). Einer bewilligungspflichtigen Aktivität als Emissionshaus gehen Effektenhändler bzw. Wertpapierhäuser sodann nur nach, wenn sie dabei *hauptsächlich im Finanzbereich* tätig sind (Art. 2 Abs. 1 aBEHV). *Hauptsächlich im Finanzbereich* tätig sein nach Art. 2 Abs. 1 BEHV bzw. Art. 12 FINIG bedeutet, dass die geschäftlichen Aktivitäten im Finanzbereich allfällige Tätigkeiten in anderen Bereichen (industrieller oder gewerblicher Natur) deutlich überwiegen (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1). Damit soll vermieden werden, dass Industrie- oder Gewerbeunternehmen aufgrund der Tätigkeit ihrer Finanzabteilungen unter das aBEHG / FINIG fallen (aFINMA-Rundschreiben 2008/5 – Erläuterungen zum Begriff Effektenhändler, Rz. 7 f.; OFK/FIDLEG-FINIG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, FINIG Art. 12 Rz. 2). Die Zuordnung der Tätigkeit erfordert eine Gesamtbetrachtung, bei der auf den Umfang der verkauften Effekten und die dabei erzielten Erträge sowie die dafür aufgewendete Zeit abgestellt wird (BVGE 2019 IV/4 E. 4.5.2 f. m.H.).

## **5.5.2**

**5.5.2.1** Die Vorinstanz macht geltend, dass die Gewerbsmässigkeit bei jedem einzelnen Gruppenmitglied und der Gruppe als Ganzes zu bejahen sei. Durch die streitgegenständlichen Effektengeschäfte hätten die Ankeraktionäre, selbst unter Berücksichtigung einzelner Forderungsverzichte und der Saldoerklärung gegenüber der X. \_\_\_\_\_ AG, Erlöse im Umfang von mehreren Millionen Franken erzielt. Die im Untersuchungszeitraum mit Abstand bedeutendste Ertragsquelle der X. \_\_\_\_\_ AG hätten die Aktienverkäufe dargestellt. Die X. \_\_\_\_\_ AG sei von den zahlreichen Aktienverkäufen abhängig gewesen, ohne diese habe sie durchgehend einen deutlichen operativen Jahresverlust erwirtschaftet. Damit habe es sich um eine selbstständige und abhängige wirtschaftliche Tätigkeit gehandelt, die auf die Erzielung regelmässiger Erträge ausgerichtet gewesen sei. Auch die

Y.\_\_\_\_\_ AG habe durch die Vermittlung der Aktien laufend Erträge aus Vermittlungsprovisionen erzielt – im Untersuchungszeitraum von der X.\_\_\_\_\_ AG allein mehrere Millionen Franken. Angesichts dieses Umfangs liege gewerbsmässiges Handeln vor.

Das Geschäftsmodell der von B.\_\_\_\_\_ beherrschten Y.\_\_\_\_\_ AG bestehe einzig in der Vermittlung von Aktien, und eben diese Vermittlungstätigkeit gelte seit jeher als Tätigkeit im Finanzbereich. Somit liege eine hauptsächliche bzw. ausschliessliche Tätigkeit im Finanzbereich bei einem Gruppenmitglied vor, was ausreichend sei. Darüber hinaus gehe auch B.\_\_\_\_\_ einer deutlich überwiegenden Finanztätigkeit nach: Seine Tätigkeiten rund um die Investoren der X.\_\_\_\_\_ AG waren der Grund, weshalb er die Y.\_\_\_\_\_ AG gegründet habe. Seine Einnahmen von mehreren Millionen Franken stammen den Aktienverkäufen sowie Lohnzahlungen der ausschliesslich im Finanzbereich tätigen Y.\_\_\_\_\_ AG. Damit überwiege sein Einkommen aus der Finanztätigkeit seine Lohnzahlungen der X.\_\_\_\_\_ AG. Betreffend C.\_\_\_\_\_ würden aufgrund der verweigerter Mitwirkung aussagekräftige Daten fehlen. Da er bis zu seinem Ausscheiden jedoch hauptsächlich für die Betreuung der Investoren der X.\_\_\_\_\_ AG zuständig war, sei davon auszugehen, dass er im relevanten Zeitraum zumindest deutlich überwiegend im Finanzbereich tätig gewesen war. Bei A.\_\_\_\_\_ könne nicht geklärt werden, ob dieser hauptsächlich im Finanzbereich tätig war.

Die Aktienverkaufserlöse der X.\_\_\_\_\_ AG hätten im Untersuchungszeitraum stets das Mehrfache der Abonnements-Erlöse betragen. Die Aufwände für den Verkauf der «eigenen» Aktien (Aktieneinkäufe und Provisionszahlungen) hätten mit Abstand den grössten Budgetposten dargestellt und die operativen Aufwände wie Lohnkosten deutlich überstiegen. Weiter sei die operative Tätigkeit der X.\_\_\_\_\_ AG massgebend über die Emissionshaustätigkeit «quersubventioniert» worden, und sei daher insofern zu relativieren. Zusammenfassend lasse sich festhalten, dass das Kriterium der hauptsächlichen Tätigkeit im Finanzbereich bei mehreren Gruppenmitgliedern vorliege und dies somit auch für die ganze Gruppe anzunehmen sei.

**5.5.2.2** Die Beschwerdeführerin bestreitet sowohl das Vorliegen von gewerbsmässigem Handeln als auch dasjenige von einer hauptsächlichen Tätigkeit im Finanzbereich. In den Aktienverkäufen sei keine selbständige wirtschaftliche Tätigkeit zu erkennen, diese hätten lediglich und ausschliesslich dazu gedient, die Geschäftstätigkeit der Beschwerdeführerin

und deren Expansion durch Eigenkapital zu finanzieren. Die Aktienverkäufe hätten neben der Platzierung von genehmigtem Kapital auch nur eine der Säulen der Finanzierung der Beschwerdeführerin gebildet und seien zudem zeitlich begrenzt gewesen (Einstellung per April 2022). Anschliessend habe die Beschwerdeführerin weitere genehmigte Kapitalerhöhungen durchgeführt und stehe Ende 2023 an der Schwelle zur Gewinnerzielung.

Die reine Vermittlung von Aktien stelle keine Finanzmarktstätigkeit dar. Dies habe auch die Vorinstanz gegenüber der Y. \_\_\_\_\_ AG bestätigt. Daher verbleibe einzig die Frage, ob die von der Beschwerdeführerin erzielten Erlöse aus den im eigenen Interesse und im Interesse aller Aktionäre (nicht nur der Ankeraktionäre) vorgenommenen Aktienverkäufe als Finanzmarktstätigkeit zu qualifizieren seien. Die Aktienverkäufe hätten der Finanzierung der industriellen bzw. gewerblichen Tätigkeit als finanzielles Mittel zur Sicherstellung der Aufrechterhaltung des operativen Betriebs der Beschwerdeführerin gedient. Die genehmigten Kapitalerhöhungen seien aufsichtsrechtlich unbedenklich und so dem operativen Geschäft zuzuordnen. Diese würden klarerweise keine Finanzmarktstätigkeit darstellen. Einzig in den Jahren 2017, 2020 und 2021 seien höhere Erträge aus dem Verkauf eigener Aktien erzielt worden. Im Jahr 2020 sei ein operativer Erlös von Fr. 161'780.44 erzielt worden, welcher fast 50% der Erlöse aus dem Verkauf eigener Aktien ausgemacht habe. Die Beschwerdeführerin sei damit keineswegs über die Jahre hinweg konstant und überwiegend am Finanzmarkt tätig gewesen. Dass solche Finanzierungen in der Anfangsphase den operativen Ertrag übersteigen, sei bei den allermeisten Startups der Fall. Allein deswegen könnten die Verkäufe nicht als hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich angesehen werden.

Die an die Ankeraktionäre getätigten Auszahlungen seien in erster Linie den gewährten Darlehen anzurechnen. Dies mindere die aus den Aktienverkäufen erzielten Erlöse erheblich. Sodann hätten die Ankeraktionäre regelmässig und in verschiedener Weise Leistungen zugunsten der Beschwerdeführerin erbracht, die mit einer Finanzmarktstätigkeit nicht zu vereinbaren seien.

**5.5.3** Vorliegend offenbart sich die Gewerbsmässigkeit daran, dass die Beschwerdeführerin zusammen mit den Ankeraktionären, der Y. \_\_\_\_\_ AG sowie weiteren Vermittlern zwischen Januar 2017 und April 2022 X. \_\_\_\_\_ AG Aktien an über 100 Privatanleger verkaufte. Damit generierte die Beschwerdeführerin Erlöse im Umfang von Fr. 12'642'156.51,

wovon 46% vordergründig den übrigen Gruppenmitgliedern zuflossen (Fr. 3'581'628.22 flossen für den Einkauf eigener Aktien an die Ankeraktionären und Fr. 5'685'887.34 gingen für Provisionszahlungen u.a. an die Y.\_\_\_\_\_ AG) (vi-act. 000910, S. 199). Verglichen mit den Erlösen aus den Recycling-Abonnements im gleichen Zeitraum von Fr. 4'665'300.77 handelt es sich um die mit Abstand bedeutendste, regelmässige Ertragsquelle der Beschwerdeführerin (vi-act. 000910, S. 208 und 220 für das 1. Quartal 2022). Bereits aufgrund dieses Umfangs ist von gewerbsmässigem Handeln auszugehen. Es kann nicht, wie von der Beschwerdeführerin vorgebracht, von einer zeitlich begrenzten Aktion gesprochen werden, da die streitgegenständlichen Effektengeschäfte systematisch über mindestens fünf Jahre hinweg ausgeführt und damit regelmässige Einnahmen generiert wurden. Die Beschwerdeführerin war wirtschaftlich von den Aktienverkäufen abhängig, ohne diese hätte sie durchgehend einen deutlichen Jahresverlust erwirtschaftet (vi-act. 000041, S. 101; 000647, S. 5; 000910, S. 220 und 001067, S. 5). Darüber hinaus ist es bei der Beurteilung der Gewerbsmässigkeit irrelevant, dass die Beschwerdeführerin weitere Gelder durch Aktionärsdarlehen und genehmigte Kapitalerhöhungen erhalten hat, um sich zu finanzieren. Dabei handelt es sich nicht um Erlöse aus der Geschäftstätigkeit der X.\_\_\_\_\_ AG, welche den Einnahmen aus dem Effektenhandel und den Abonnements gegenüberzustellen sind.

Damit ist erstellt, dass die Beschwerdeführerin das streitgegenständliche Effektengeschäft gewerbsmässig führte, um regelmässig Erträge zu erzielen. Da zudem ein wesentlicher Teil der Einnahmen auch an andere Gruppenbeteiligte gelangte und der erhebliche, arbeitsteilige Aufwand der Gruppe von Beginn an darauf ausgerichtet war, solche Erträge zu erzielen, liegt Gewerbsmässigkeit auch für die Gruppe als Ganzes vor.

**5.5.4** In Bezug auf die Y.\_\_\_\_\_ AG liegt eine hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich offensichtlich vor. Ihr Geschäftsmodell besteht allein aus der Vermittlung von Aktien, womit eine hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich bereits gegeben ist (Urteil des BVGer B-2714/2018 vom 4. Februar 2022 E. 2 5.3.2 und 5.6.3). Schliesslich wurde die Y.\_\_\_\_\_ AG durch B.\_\_\_\_\_, welcher zuvor für die Investoren bei der X.\_\_\_\_\_ AG zuständig war, ausschliesslich zu diesem Zweck gegründet (vi-act. 000844, Rz. 43 und 68 ff.). Entgegen den Ausführungen der Beschwerdeführerin ist es für die Beurteilung der hauptsächlichen Tätigkeit im Finanzbereich nicht von Bedeutung, ob die Tätigkeit auch den Finanzmarktgesetzen unterstellt ist. Der Behauptung der Beschwerdeführerin, dass die Vorinstanz im Ruling vom 18. September 2018 etwas in diese Richtung bestätigt habe, kann

nicht gefolgt werden. Im Gegenteil, die Vorinstanz hat ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sich insbesondere bei Anzeichen einer finanzmarktrechtlich bewilligungspflichtigen Gruppe eine Neu Beurteilung aufdrängen könne (vi-act. 000954, S. 4). B.\_\_\_\_\_ ist alleiniger Inhaber der Y.\_\_\_\_\_ AG und bezieht seit deren Gründung 2016 einen Lohn (vi-act. 000844, Rz. 26 f.). Aus seiner Einnahmeübersicht geht hervor, dass er zwischen August 2015 und Ende 2021 auch unter Berücksichtigung der Forderungsverzichte und unter der Annahme, dass die entlohnte Tätigkeit für die X.\_\_\_\_\_ AG nicht als Tätigkeit im Finanzbereich qualifiziert wird, deutlich mehr Einnahmen aus Tätigkeiten im Finanzbereich erzielt hat (mind. Fr. 886'340.35 aus X.\_\_\_\_\_ AG Aktienverkäufen und Fr. 902'334.10 Lohn von der Y.\_\_\_\_\_ AG gegenüber Fr. 174'000.– Lohn von der X.\_\_\_\_\_ AG) (vi-act. 000881, S. 4 ff.).

Die im Untersuchungszeitraum erzielten Erträge der Beschwerdeführerin mit dem Verkauf von X.\_\_\_\_\_ AG Aktien (rund Fr. 12.6 Mio.) überwiegen die mit dem Verkauf von Recycling-Abonnements erzielten Erträge deutlich (rund Fr. 4.7 Mio.); gleiches gilt für die Aufwandseite (Fr. 9.4 Mio. Aktienaufwand gegenüber Fr. 6.6 Mio. Personalaufwand) (Aufwände: vi-act. 001067, S. 5; 000041, S. 101; 000425, S. 11; 000647, S. 5; 000910, S. 220; 001067, S. 5 und Erträge vi-act. 000910, S. 199, 208 und 220 für das 1. Quartal 2022). Selbst die durch die Beschwerdeführerin beauftragte PRÜFGESELLSCHAFT stellte in ihrem «Geschäftsmodell Review» ein Missverhältnis zwischen den beschäftigten Personen im Bereich Logistik & Fullfilment (angebliches Kerngeschäft der X.\_\_\_\_\_ AG) und denjenigen Stellen im Bereich Administration/Verwaltung und Marketing fest (BSF-Beilage 14, S. 3). Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin ist es bei der Beurteilung der hauptsächlichen Tätigkeit im Finanzbereich nicht von Bedeutung, in welchem Verhältnis die genehmigten Kapitalerhöhungen (Eigenkapital) und das Fremdkapital (Aktionärsdarlehen) zu den Erträgen aus der Geschäftstätigkeit stehen. Hierfür ist – wie die Vorinstanz ausführt – lediglich relevant, wie die eingenommenen Mittel verwendet und welche Erträge operativ erwirtschaftet werden.

Die Annahme des Bestehens einer Gruppe hat zur Folge, dass die aufsichtsrechtlichen Konsequenzen alle Mitglieder treffen, selbst wenn in Bezug auf einzelne davon – isoliert betrachtet – nicht alle Tatbestandsmerkmale erfüllt sind (Urteil des BVGer B-2579/2017 vom 28. Oktober 2019 E. 5). Es kann dementsprechend offengelassen werden, ob A.\_\_\_\_\_ und C.\_\_\_\_\_ hauptsächlich im Finanzbereich tätig waren. Die hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich ist für mehrere Gruppenmitglieder

erwiesen und auch für die ganze Gruppe als solche anzunehmen, fand sich diese doch erst zwecks Ausübung dieser Tätigkeit zusammen.

**5.6** Die Beschwerdeführerin hat damit gemeinsam mit weiteren Beteiligten als Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn eine bewilligungspflichtige Emissionshaus- bzw. Wertpapierhaustätigkeit nach Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 lit. d aBEHG und Art. 3 Abs. 2 aBEHV bzw. gemäss Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 FINIG ausgeübt, ohne dass sie oder andere Beteiligte hierzu über die erforderliche Bewilligung verfügt hätten. Dadurch wurden über 100 Privatanleger dazu verleitet, mehrere Millionen Franken auf die Gruppe zu übertragen. Die Ausübung dieser Tätigkeit während mindestens fünf Jahren stellt eine schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen durch die Beschwerdeführerin dar (vgl. Urteile des BGer 2C\_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.5 und 2C\_303/2016 vom 24. November 2016 E. 3.3).

## **6.**

**6.1** Es bleibt zu prüfen, ob die angeordnete Liquidation, wie von der Beschwerdeführerin gerügt, unverhältnismässig sind.

**6.2** Aus Sicht der Beschwerdeführerin ist die Anordnung der Liquidation unverhältnismässig. Die Vorinstanz habe nicht aufgezeigt, weshalb allein die Liquidation in Frage komme, um den Schutz des Finanzmarktes durchzusetzen. Die angeordnete Massnahme sei weder geeignet noch erforderlich, das angestrebte Ziel zu verfolgen, zumal es mildere Mittel gebe, um dieses zu erreichen. Die unmittelbare Liquidation stehe in einem Missverhältnis zwischen den privaten Interessen der überwiegenden Mehrheit der Drittaktionäre und Gläubiger der Beschwerdeführerin an einem möglichst optimalen Werterhalt und jenem der Anwendung der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, insbesondere weil vorliegend höchstens ein (leichtes) Fehlverhalten der Beschwerdeführerin im Rahmen einer bewilligungspflichtig tätigen Gruppe zur Diskussion stehen. Entscheidend sei, dass die Beschwerdeführerin auch einer erlaubten Geschäftstätigkeit nachging und weiterhin nachgehe, deren Beendigung nicht erforderlich ist und deren getrennte Behandlung (im Rahmen des Teilliquidationsverfahrens) ohne weiteres realisierbar sei. Die Beschwerdeführerin stehe nicht kurz vor der Überschuldung und den Investoren sei noch kein Schaden entstanden.

**6.3** Die Vorinstanz macht geltend, dass die aufsichtsrechtliche Liquidation die vom Gesetzgeber zwingend vorgesehene Rechtsfolge bei einer unbewilligten Emissionshaustätigkeit sei. Dem Grundsatz der

Verhältnismässigkeit werde insofern Genüge getan, als die Beschwerdeführerin die Gelegenheit erhalten habe, die Bewilligungsvoraussetzungen zumindest nachträglich zu erfüllen. Diese seien vorliegend unbestrittenermassen nicht erfüllt. Daher stelle sich die Frage nach der Verhältnismässigkeit nur noch nach dem Umfang der Liquidation, nicht aber nach der Liquidation an sich. Die Voraussetzungen der Teilliquidation seien nicht erfüllt. In der Buchhaltung der X. \_\_\_\_\_ AG bestehe ein nie vollständig berichtetes Chaos, sodass sich die tatsächlich vereinnahmten finanziellen Mittel aus dem Aktienkauf und der Aktienverkaufstätigkeit buchhalterisch nicht rechtsgenügend abgrenzen lassen würden. Um der Verhältnismässigkeit Genüge zu tun, habe man der Beschwerdeführerin Hand geboten, den ordnungsgemässen Zustand durch die Rückabwicklung aller Käufe bzw. Verkäufe wiederherzustellen. Die Beschwerdeführerin habe davon aber nicht Gebrauch machen wollen. Im Weiteren könne bei einem Fortbestehen der X. \_\_\_\_\_ AG nicht davon ausgegangen werden, dass künftig keine weiteren Verstösse gegen das Finanzmarktrecht erfolgten.

**6.4** Als Rechtsfolge schwerer Verletzungen aufsichtsrechtlicher Pflichten durch unerlaubt als Effektenhändler tätige Gesellschaften schreibt das Gesetz die Liquidation vor, soweit keine nachträgliche Bewilligung erteilt werden kann (Art. 37 Abs. 2 und 3 FINMAG i.V.m. Art. 36 aBEHG bzw. Art. 66 FINIG). Eine nachträgliche Bewilligungserteilung ist möglich, wenn die Gesellschaft über die adäquate interne Organisation (Art. 10 Abs. 2 lit. a aBEHG i.V.m. Art. 19 aBEHV bzw. Art. 9 f. FINIG i.V.m. Art. 66 FINIV) und das erforderliche Mindestkapital (Art. 10 Abs. 2 lit. b aBEHG i.V.m. Art. 22 Abs. 1 aBEHV bzw. Art. 45 FINIG i.V.m. Art. 69 FINIV) verfügt, wenn sie den Nachweis der erforderlichen Fachkenntnisse für sich selbst und ihre Mitarbeiter erbringt (Art. 10 Abs. 2 lit. c aBEHG) und wenn ihre Fortführung im Rahmen einer finanzmarktrechtlich einwandfreien Geschäftstätigkeit gewährleistet ist (vgl. Art. 10 Abs. 2 lit. d aBEHG bzw. Art. 11 FINIG i.V.m. Art. 13 FINIV; vgl. auch Urteil des BVGer B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 9.2; BGE 132 II 382 E. 7.1).

Kommt die nachträgliche Bewilligung nicht in Frage, ist die Liquidation prinzipiell zwingend (Art. 36 aBEHG bzw. Art. 66 FINIG; vgl. BGE 131 II 306 E. 4.1.3 S. 321; 98 Ib 269 E. 4 S. 272 ff.; Urteil des BGer 2C\_97/2015 vom 28. April 2015 E. 2.3); die Fortführung der illegalen Tätigkeit ist ausgeschlossen (BGE 132 II 382 E. 7.2; vgl. Urteil des BGer 2C\_303/2016 vom 24. November 2016 E. 2.6). Da die Sanktion der Liquidation dem effektiven Schutz der Marktteilnehmer dient (vgl. TOMAS POLEDNA/DAVIDE JERMINI, in: Watter et al. [Hrsg.], Basler Kommentar zum Bankengesetz, 2. Aufl. 2013,

N. 15 zu Art. 23<sup>quinquies</sup> BankG; Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung über die Revision des Bankengesetzes vom 13. Mai 1970 [Botschaft BankG 1970], BBl 1970 I 1179) und das Gesetz selbst in Art. 36 aBEHG eine einzige Ausnahme vorsieht (für Effekthändler, die erlaubterweise auch als Bank tätig waren), kann von der Liquidation nicht leichtfertig abgesehen werden. Eine Ausnahme muss angesichts des strikten Wortlauts aus Gründen der Verhältnismässigkeit eindeutig geboten erscheinen. In teleologischer Reduktion der gesetzlichen Sanktionsgrundlage hält das Bundesgericht mit Bezug auf eine analoge geldwäschereirechtliche Konstellation einen Verzicht auf die volle Liquidation aus Verhältnismässigkeitsgründen für möglich, wo die betroffene Gesellschaft seit längerer Zeit keine unterstellungspflichtige Tätigkeit mehr ausübt oder wo diese von untergeordneter Bedeutung war (vgl. Urteil des BGer 2C\_894/2014 vom 18. Februar 2016 E. 6.7.2 f.; ferner Urteil des BGer 2C\_97/2015 vom 28. April 2015 E. 3.1.). Weiter dürfen keine buchhalterisch nicht abgrenzbare finanzielle Mittel, die in Verletzung finanzmarktrechtlicher Bestimmungen generiert wurden, in die nicht bewilligungspflichtige Tätigkeit geflossen sein; zudem muss – etwa aufgrund eines Wechsels in der Geschäftsleitung oder dem Verwaltungsrat – davon ausgegangen werden können, dass künftig kein relevantes Risiko mehr besteht, dass wiederum gesetzwidrig bewilligungspflichtige Aktivitäten entfaltet werden (BGE 131 II 306 E. 3.3; Urteil des BGer 2C\_860/2017 vom 5. März 2018 E. 3.4). Ist die einwandfreie Fortführung der zulässigen Geschäftstätigkeit gewährleistet, ist die Vollliquidation in der Regel unnötig und unzumutbar. Die blosse Teilliquidation kommt somit (weitgehend nur) dort in Frage, wo die Gesellschaft parallel auch eine erlaubte Tätigkeit von nicht untergeordneter Bedeutung ausübte.

**6.5** Durch die unerlaubte Emissionshaus- bzw. Wertpapierhaustätigkeit, an welcher die Beschwerdeführerin massgeblich beteiligt war, kam es zu einer umfassenden und von 2017 bis 2020 andauernden Gefährdung von Anleger- und Marktinteressen. Eine nachträgliche Bewilligung dieser Tätigkeit als Wertpapierhaus kommt nicht in Frage, da die Voraussetzungen hierfür nicht gegeben sind. Dies macht sodann auch die Beschwerdeführerin nicht geltend. Vor diesem Hintergrund kann von einer Liquidation der Beschwerdeführerin gemäss Art. 66 FINIG bzw. Art. 36 aBEHG nicht abgesehen werden. Diese wurde von der Vorinstanz zu Recht angeordnet.

Da die Beschwerdeführerin mit dem Verkauf von Recyclingabonnements auch einer nicht bewilligungspflichtigen Tätigkeit nachgeht, sind – wie von der Vorinstanz richtigerweise erkannt – die Voraussetzungen einer

Teilliquidation als milderer Mittel zu prüfen. Wie nachfolgend zu zeigen ist, sind diese nicht erfüllt.

Über Jahre hinweg herrschte ein Chaos in der Buchhaltung, sodass den Ankeraktionären beispielsweise Aktienkäufe gutgeschrieben, welche so nie stattgefunden haben (vi-act. 000646, S. 1 f.). Weiter wurde der Teil, der durch die gruppenweise Emissionshaustätigkeit illegal erzielten Mittel, welcher der Beschwerdeführerin zufloss, auf dem regulären Geschäftskonto vereinnahmt und somit mit den übrigen Einnahmen vermischt und für den Aufbau der Recyclingtätigkeit verwendet. Damit sind die Zuflüsse aus der unterstellungspflichtigen Tätigkeit in das nicht bewilligungspflichtige Geschäft geflossen und können eben nicht mehr von den übrigen Mitteln abgegrenzt werden. Eine getrennte Behandlung im Rahmen eines Teilliquidationsverfahren ist so nicht realisierbar. Wie bereits unter E. 5.5.4 aufgezeigt, überstiegen die Erträge und Aufwände aus dem Aktienkauf und der Aktienverkaufstätigkeit der X. \_\_\_\_\_ AG diejenigen Erträge und Aufwände des Vertriebs von Recyclingabonnements deutlich, sodass der Vertrieb von Aktien keinesfalls von untergeordneter Bedeutung war.

Weiter kann bei einem Fortbestehen der X. \_\_\_\_\_ AG nicht davon ausgegangen werden, dass künftig kein relevantes Risiko mehr besteht, dass wiederum gesetzwidrige bewilligungspflichtige Aktivitäten entfaltet werden. A. \_\_\_\_\_ besetzt nach wie vor die Position des Verwaltungsratspräsidenten und ist letzter verbleibender Mehrheitsaktionär der X. \_\_\_\_\_ AG, womit ihm immer noch eine Schlüsselrolle in der Gesellschaft zukommt. Er war auch einer derjenigen Ankeraktionäre, welcher durch die Beteiligung an weiteren Unternehmen, spätestens seit der Verfügung der Vorinstanz vom 20. Dezember 2018 wusste, dass der gewerbsmässige Effektenhandel bewilligungspflichtig ist und dass er und die weiteren Verfahrensbeteiligten Gefahr liefen, eine solche Tätigkeit auszuüben (BSF-Beilage 18, S. 11 f.). Dennoch setzten er und die anderen Gruppenmitglieder den Effektenhandel weiter fort. Die eingereichte Absichtserklärung vom 10. Januar 2024 reicht nicht aus, um zu belegen, dass kein Risiko mehr besteht, dass die X. \_\_\_\_\_ AG sich weiterhin an bewilligungspflichtigen Tätigkeiten beteiligt (BSF-Beilage 20). Wäre das Enforcementverfahren durch die Parteien ernst genommen worden, wäre ein solcher Wechsel des Verwaltungsratspräsidiums bereits vollzogen worden. Es ist darauf hinzuweisen, dass ein Rücktritt des Verwaltungsratspräsidenten allein eine Teilliquidation auch nicht möglich gemacht hätte, müssen doch die Voraussetzungen hierfür kumulativ erfüllt sein.

Da die Voraussetzungen der Teilliquidation nicht erfüllt sind, ist die Liquidation der Beschwerdeführerin zur Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes nach Art. 31 Abs. 1 FINMAG erforderlich und verhältnismässig. Die Beschwerde ist damit hinsichtlich der angeordneten Liquidation der Beschwerdeführerin sowie der damit verbundenen Massnahmen abzuweisen (vgl. Dispositiv-Ziff. 1-11).

**7.**

Aus diesen Erwägungen folgt, dass die Beschwerde als unbegründet abzuweisen ist, soweit darauf eingetreten werden kann.

**8.**

Bei diesem Verfahrensausgang gilt die Beschwerdeführerin als unterliegend, weshalb ihr die Verfahrenskosten aufzuerlegen sind (Art. 63 Abs. 1 VwVG). Die Spruchgebühr ist in Anwendung von Art. 63 Abs. 4<sup>bis</sup> VwVG und Art. 2 Abs. 1 des Reglements vom 21. Februar 2008 über die Kosten und Entschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht [VGKE, SR 173.320.2]) nach dem Verfahrensaufwand, der Schwierigkeit der Streitsache und dem Aktenumfang auf Fr. 5'000.– festzusetzen.

**9.**

Ausgangsgemäss ist der unterliegenden Beschwerdeführerin keine Parteientschädigung zuzusprechen (Art. 64 Abs. 1 VwVG, Art. 7 Abs. 1 VGKE).

**Demnach erkennt das Bundesverwaltungsgericht:**

**1.**

Die Beschwerde wird abgewiesen, soweit darauf eingetreten wird.

**2.**

Die Verfahrenskosten von Fr. 5'000.– werden der Beschwerdeführerin auferlegt und dem von ihr in gleicher Höhe geleisteten Kostenvorschuss entnommen.

**3.**

Es wird keine Parteientschädigung zugesprochen.

**4.**

Dieses Urteil geht an die Beschwerdeführerin und die Vorinstanz.

Für die Rechtsmittelbelehrung wird auf die nächste Seite verwiesen.

Der vorsitzende Richter:

Die Gerichtsschreiberin:

Daniel Willisegger

Jil Gehmann

**Rechtsmittelbelehrung:**

Gegen diesen Entscheid kann innert 30 Tagen nach Eröffnung beim Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten geführt werden (Art. 82 ff., 90 ff. und 100 BGG). Die Frist ist gewahrt, wenn die Beschwerde spätestens am letzten Tag der Frist beim Bundesgericht eingereicht oder zu dessen Händen der Schweizerischen Post oder einer schweizerischen diplomatischen oder konsularischen Vertretung übergeben worden ist (Art. 48 Abs. 1 BGG). Die Rechtsschrift ist in einer Amtssprache abzufassen und hat die Begehren, deren Begründung mit Angabe der Beweismittel und die Unterschrift zu enthalten. Der angefochtene Entscheid und die Beweismittel sind, soweit sie die beschwerdeführende Partei in Händen hat, beizulegen (Art. 42 BGG).

Versand: 25. Oktober 2024

Zustellung erfolgt an:

- die Beschwerdeführerin (Gerichtsurkunde)
- die Vorinstanz (Ref-Nr. [...]; Gerichtsurkunde)