

2025 IV/4

Auszug aus dem Urteil der Abteilung II
i.S. M. AG gegen Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
B-5992/2022 vom 25. März 2025

Finanzmarktaufsicht. Vermögensverwalter. Unterstellungspflicht.**Art. 2, Art. 17 Abs. 1 FINIG. Art. 3 Bst. c Ziff. 1–4 FIDLEG.**

1. Art. 17 Abs. 1 FINIG ist so auszulegen, dass der Begriff des Vermögensverwalters das gewerbmässige Handeln im Vertretermodell (im Namen und für Rechnung Dritter) umfasst und dasjenige im Treuhandmodell (im eigenen Namen für Rechnung Dritter) ausschliesst (E. 3, insb. E. 3.6).
2. Jede gewerbliche Verwaltung von fremden Vermögenswerten, welche nicht bloss Hilfsdienstleistungen betrifft, fällt grundsätzlich unter das FINIG, soweit kein Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 vorliegt, und ist somit bewilligungspflichtig. Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 Bst. a mangels Beherrschungsverhältnisses nicht erfüllt (E. 4).

Surveillance des marchés financiers. Gestionnaire de fortune. Obligation d'assujettissement.**Art. 2, art. 17 al. 1 LEFin. Art. 3 let. c ch. 1–4 LSFIn**

1. L'art. 17 al. 1 LEFin doit être interprété en ce sens que le terme de gestionnaire de fortune comprend l'activité à titre professionnel selon le modèle de la représentation (au nom et pour le compte de tiers) et exclut l'activité à titre fiduciaire (en son propre nom et pour le compte de tiers; consid. 3, en particulier consid. 3.6).
2. Toute gestion à titre professionnel de valeurs patrimoniales appartenant à des tiers qui ne relève pas d'un simple service entre principalement dans le champ d'application de la LEFin, dans la mesure où elle ne constitue pas une exception selon l'art. 2 al. 2, et est dès lors soumise à autorisation. Exception de l'art. 2 al. 2 let. a non réalisée à défaut d'un rapport de contrôle (consid. 4).

Vigilanza sui mercati finanziari. Gestore patrimoniale. Obbligo di assoggettamento.

Art. 2, Art. 17 cpv. 1 LISFi. Art. 3 lett. c cifre 1-4 LSerFi.

- 1. L'art. 17 cpv. 1 LISFi va interpretato nel senso per cui la nozione di gestore patrimoniale comprende l'attività a titolo professionale secondo il modello della rappresentanza (in nome e per conto di terzi) ed esclude quella svolta secondo il modello fiduciario (in nome proprio e per conto di terzi; consid. 3, in particolare consid. 3.6).**
- 2. Ogni gestione professionale di valori patrimoniali appartenenti a terzi che non costituisce una semplice prestazione ausiliaria rientra, di principio, nel campo di applicazione della LISFi ed è pertanto soggetta ad autorizzazione, a meno che non ricorra un'eccezione ai sensi dell'art. 2 cpv. 2. L'eccezione di cui all'art. 2 cpv. 2 lett. a non è adempiuta per assenza di un rapporto di controllo (consid. 4).**

Am 11. März 2022 ersuchte die M. AG die Finanzmarktaufsicht (nachfolgend: FINMA) um die Ausstellung einer « Nichtunterstellungsbestätigung (No-Action Letter) » hinsichtlich geplanter Co-Investment-Syndikate.

Mit Schreiben vom 17. November 2022 unterbreitete die FINMA eine « finanzmarktrechtliche Beurteilung ». Darin schloss die FINMA eine Unterstellung unter das Kollektivanlagengesetz vom 26. Juni 2006 (KAG, SR 951.31), als Vermögensverwalter nach Art. 17 Abs. 1 des Finanzinstitutsgesetzes vom 15. Juni 2018 (FINIG, SR 954.1) sowie allenfalls als Verwalter von Kollektivvermögen nach Art. 24 Abs. 1 FINIG nicht aus. Das Schreiben schloss mit einer Rechtsmittelbelehrung. Hiergegen erhob die M. AG Beschwerde und beantragte, es sei festzustellen, dass kein Unterstellungstatbestand gegeben sei.

Zusammen mit ihrer Stellungnahme reichte die FINMA eine Verfügung vom 14. April 2023 zur « Feststellung betreffend Bewilligungspflicht gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG, Art. 24 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 1 FINIG » ein. Darin stellte die FINMA fest, dass die M. AG für das geplante Geschäftsmodell keine Bewilligung als kollektive Kapitalanlage nach Art. 7 Abs. 1 KAG und Verwalterin von Kollektivvermögen nach Art. 24 Abs. 1 FINIG benötige. Hingegen benötige die M. AG gegebenenfalls eine Bewilligung als Vermögensverwalterin nach Art. 17 Abs. 1 FINIG.

Die M. AG (nachfolgend: Beschwerdeführerin) passte ihre Anträge dahingehend an, dass festzustellen sei, dass kein Unterstellungstatbestand im Sinne des FINIG, insbesondere gemäss Art. 17 Abs. 1 FINIG, vorliege.

Das Bundesverwaltungsgericht heisst die Beschwerde teilweise gut.

Aus den Erwägungen:

2.

Nach übereinstimmenden Darstellungen bildet Kern des geplanten Geschäftsmodells der Beschwerdeführerin eine Co-Investment-Plattform. Interessierte professionelle Anleger im Sinne von Art. 4 Abs. 3 und Abs. 5 des Finanzdienstleistungsgesetzes vom 15. Juni 2018 (FIDLEG, SR 950.1) sollen zu einem Syndikat in der Rechtsform einer einfachen Gesellschaft zusammenfinden und im Rahmen von Co-Investments (direkt in Zielgesellschaften – vorwiegend Start-ups im Technologie- und Biotech- beziehungsweise Medizinalbereich (primär mit Sitz in der Schweiz) – investieren können. Die Co-Investments in die Zielgesellschaften sollen im Rahmen von Finanzierungsrunden und damit primär in Aktien oder Wandeldarlehen (Convertible Loans) erfolgen.

Geplant ist, dass die Beschwerdeführerin nach potenziellen Zielgesellschaften sucht (« Deal Sourcing »), diese den auf der Plattform registrierten professionellen Investoren präsentiert (« Match Making ») und so regelmässig Anlagemöglichkeiten generiert (« Deal Flow »). Bei den professionellen Anlegern soll es sich in erster Linie um Aktionäre der Beschwerdeführerin handeln. In Zukunft sollen zudem auch « High-Net-Worth-Individuals » aus dem persönlichen Beziehungsnetz der Aktionäre der Beschwerdeführerin beziehungsweise der Gesellschafter der Syndikate als Anleger in weiteren Syndikaten infrage kommen. Pro Syndikat sollen maximal zwanzig Personen Gesellschafter einer einfachen Gesellschaft werden dürfen.

Das Geschäftsmodell sieht weiter vor, dass die Beschwerdeführerin bei den Syndikaten jeweils als « Service Provider » auftritt. Der « Service Provider » erbringt ausgewählte Dienstleistungen an die einfache Gesellschaft (z.B. Koordination von Meetings und administratives Transaktions- und Prozessmanagement). Um gegenüber den Zielgesellschaften « geschlossen » auftreten zu können, soll der « Service Provider » (d.h. die Beschwerdeführerin) als indirekter Stellvertreter in eigenem Namen und auf Rechnung der einfachen Gesellschaft den Beteiligungs- beziehungsweise

Finanzierungsvertrag mit der Zielgesellschaft abschliessen (Aussenverhältnis). Sodann soll gemäss dem Syndikatsvertrag (Simple Partnership Agreement) jeder Gesellschafter Miteigentum an den Forderungen beziehungsweise Aktien seines Co-Investments erwerben, sofern er sich daran beteiligt hat (Innenverhältnis).

3.

3.1 Die FINMA beaufsichtigt den Finanzmarkt (Art. 4 Abs. 1 f. FINMAG [SR 956.1]). Der Finanzmarktaufsicht unterstehen die Personen, die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung der FINMA benötigen (Art. 3 Bst. a FINMAG). Das FINIG regelt die Bewilligung von Finanzinstituten (weiterführend E. 4.2 hiernach; vgl. Urteil des BVGer B-344/2024 vom 17. Oktober 2024 E. 3 m.H.).

3.2 Zunächst ist zu prüfen, ob die Beschwerdeführerin unter Art. 2 Abs. 1 Bst. a in Verbindung mit Art. 17 ff. FINIG fällt, was sie verneint, erfülle doch das Geschäftsmodell die Tatbestandsvoraussetzungen (s. E. 3.4 f. hiernach) nicht ([...]). Die Vorinstanz gehe bloss selektiv und in allgemeiner Weise einzig auf gewisse Tatbestandsvoraussetzungen ein. Art. 17 Abs. 1 FINIG sei vorliegend nicht auf Co-Investment-Syndikate beziehungsweise deren Gesellschafter und insbesondere nicht auf die Beschwerdeführerin anwendbar.

3.3 Die Vorinstanz führt in ([...]) der Verfügung vom 14. April 2023 aus, der Begriff des Vermögensverwalters im Sinne des FINIG sei weit zu fassen. Ein Vermögensverwaltungsverhältnis könne nicht nur gestützt auf eine Vollmacht, sondern auch infolge eines Treuhandverhältnisses (« in eigenem Namen, auf fremde Rechnung ») zum Kunden etabliert werden. Auch decke die Vermögensverwaltung im Sinne des FINIG nicht nur die diskretionäre (eigentliche) Vermögensverwaltung ab, sondern unter anderem auch die rein technische Verwaltung in Form von « execution only ». Überdies setze Art. 17 Abs. 1 FINIG bei der Vermögensverwaltung nicht einen Entscheidungsspielraum des Vermögensverwalters voraus. Nach dem geplanten Geschäftsmodell handle der « Service Provider » (d.h. die Beschwerdeführerin) treuhänderisch für die Investoren. Es handle sich um eine rein technische Verwaltung im Sinne von « execution only ».

3.4 Gemäss Art. 17 Abs. 1 FINIG gilt als Vermögensverwalter, wer gestützt auf einen Auftrag gewerbsmässig im Namen und für Rechnung der Kundinnen und Kunden über deren Vermögenswerte im Sinne von

Art. 3 Bst. c Ziff. 1 bis 4 FIDLEG verfügen kann. Art. 17 Abs. 1 FINIG ist eine Legaldefinition der Vermögensverwalter, welcher die Funktion zukommt, den Begriff so zu definieren, dass er im ganzen Erlass einheitlich verwendet werden kann (vgl. BGE 143 II 297 E. 5.4.2). Die Tatbestandselemente von Art. 17 Abs. 1 FINIG stellen – zusammen mit den allgemeinen Voraussetzungen von Art. 3 und Art. 5 ff. und den besonderen Voraussetzungen von Art. 18 ff. FINIG – Bewilligungsvoraussetzungen dar (Art. 7 Abs. 1 FINIG; vgl. Botschaft vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz [FIDLEG] und zum Finanzinstitutsgesetz [FINIG], BBl 2015 8901, 8926 ff. und 9021; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, in: Basler Kommentar Finanzdienstleistungsgesetz, Finanzinstitutsgesetz, 2023, Art. 17 FINIG N. 2, nachfolgend: BSK FIDLEG/FINIG; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, FIDLEG/FINIG Kommentar, 2020, Art. 17 FINIG N. 2; SCHOTT/WINKLER, in: Kommentar zum Finanzinstitutsgesetz FINIG, 2021, Art. 19 N. 1, je m.H., nachfolgend: FINIG Komm).

3.5

3.5.1 Das Gesetz ist nach den anerkannten Auslegungsmethoden auszulegen. Der Normwortlaut (« im Namen [...] der Kundinnen und Kunden ») legt nahe, dass Art. 17 Abs. 1 FINIG bloss die direkte Stellvertretung (Tätigwerden im Vertretermodell) umfasst. Bereits die BBl 2015 8901, 9025 hielt fest: « Massgeblich [für Vermögensverwalter gemäss Art. 17 Abs. 1 FINIG] sind die Gewerbsmässigkeit und die Ausübung der Tätigkeit im Namen und für Rechnung der Anlegerinnen und Anleger ». Der Begriff des Vermögensverwalters ist im Übrigen nicht neu (s. E. 3.5.3 hiernach). Ein Teil der Lehre bezeichnet die legislatorische Umschreibung als direkten Stellvertreter denn auch als redundant, weil sich jene Stellung bereits aus dem zivilrechtlichen Auftragsverhältnis ergebe (vgl. VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, a.a.O., Art. 17 FINIG N. 14 ff. m.H.). Immerhin schränkt die Umschreibung in grammatikalischer Hinsicht die Möglichkeiten des allgemeinen Auftragsrechts (Art. 401 OR) auf die direkte Stellvertretung nach Art. 32 Abs. 1 OR ein (vgl. SCHOTT/WINKLER, in: FINIG Komm, a.a.O., Art. 17 N. 21).

Dementgegen führt die Vorinstanz zur Begründung für eine Erstreckung von Art. 17 Abs. 1 FINIG auf Treuhandverhältnisse (Tätigwerden im Treuhandmodell) in (...) der Verfügung vom 14. April 2023 die Erläuterungen des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD) vom 6. November 2019 zur Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV), S. 92 f.,

(nachfolgend: Erläuterungen des EFD) an. Ein Vermögensverwaltungsverhältnis könne aufgrund des Verweises auf Art. 3 Bst. c Ziff. 1 bis 4 FIDLEG – insbesondere Ziff. 3 (Verwaltung von Finanzinstrumenten als Finanzdienstleistungen) – auch treuhänderisch autonom vereinbart werden ([...]). Die eigentliche Begründung ist darin zu ersehen, dass Art. 3 Bst. c Ziff. 3 FIDLEG nach herrschender Lehre das Vertreter- und Treuhandmodell als vermögensverwaltende Finanzdienstleistung definiert.

Allerdings gibt die Vorinstanz die vermeintliche Belegstelle unvollständig wieder. Das EFD hält auf S. 93 1. Lemma Fn. 35 ausdrücklich fest (und verweist darauf in der Folge wiederholt in Fn. 37 f.):

« Vermögensverwalter vereinbaren mit dem Kunden Anlageziele und Anlagestrategie zu deren Erreichung und nehmen dann die einzelnen Anlagen in Finanzinstrumente gestützt auf die ihnen erteilte Vollmacht oder treuhänderisch autonom und mit Ermessensspielraum (diskretionär) vor (Art. 3 Bst. c Ziff. 3 FIDLEG). [Treuhandmodell autonome Anlagen erfolgen in den Fällen, in denen der Vermögensverwalter das Kundenvermögen in eigenem Namen aber für Nutzen und Gefahr des Kunden hält. Überschreitet der Vermögensverwalter bei dieser Tätigkeit die Schwellenwerte von Art. 65 [der Finanzinstitutsverordnung vom 6. November 2019 (FINIV, SR 954.11)], bedarf es dazu allerdings einer Bewilligung als Wertpapierhaus im Sinne von Art. 41 ff. FINIG. »

Art. 65 der Finanzinstitutsverordnung vom 6. November 2019 (FINIV, SR 954.11) konkretisiert die Gewerbsmässigkeit nach Art. 3 FINIG als Bewilligungsvoraussetzung. Bloss die gewerbsmässige Vermögensverwaltung ist überhaupt bewilligungspflichtig (Art. 17 Abs. 1 i.V.m. Art. 3 FINIG). In dieser Hinsicht stellt das EFD klar, dass eine gewerbsmässige Vermögensverwaltung im Treuhandmodell nicht bewilligungsfähig ist beziehungsweise einer Bewilligung als Wertpapierhaus nach Art. 41 ff. FINIG bedarf. Nichts anderes ergibt sich aus der von der Vorinstanz zusätzlich angeführten Literaturstelle (ARTER/TSCHERRIG, Vermögensverwalter und Trustees unter dem FIDLEG und FINIG, Expert Focus 8/2020 S. 499 f.). In semantischer Hinsicht beschränkt der Normwortlaut von Art. 17 Abs. 1 FINIG (« im Namen [...] der Kundinnen und Kunden ») die zulässigen Dienstleistungen eines Vermögensverwalters nach Art. 3 Bst. c Ziff. 3 FIDLEG damit auf das gewerbsmässige Tätigwerden im Vertretermodell (vgl. ROLF SETHE, in: Handbuch der Vermögensverwaltung: in Deutschland, der Schweiz, Österreich und Liechtenstein, 3. Aufl. 2022, § 24 N. 42 und 133).

3.5.2 In systematischer Hinsicht spricht gegen eine Bewilligungsfähigkeit als Vermögensverwalter, dass mit dem Wertpapierhaus im selben Erlass ein Institut für das Tätigwerden im Treuhandmodell zur Verfügung steht. Art. 41 FINIG normiert den Begriff des Wertpapierhauses. Nach dessen Bst. a gilt als Wertpapierhaus, wer gewerbsmässig « in eigenem Namen für Rechnung der Kundinnen und Kunden Effekten handelt » (Art. 41 Bst. b und c FINIG betreffend Eigenhändler und Market Maker sind vorliegend nicht einschlägig). Unter Verweis auf das FINMA-Rundschreiben 2008/5 vom 20. November 2008, Effektenhändler, Rz. 52, nachfolgend: FINMA-RS 2008/5, führt die BBl 2015 8901, 9025 zudem aus: « Vermögensverwalter, die über ihr eigenes Konto oder Depot für ihre Kunden Effekten kaufen oder verkaufen, fallen unter die Bestimmungen für Wertpapierhäuser und benötigen eine entsprechende Bewilligung » (vgl. AMADÒ/MOLO, Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen [...], Praxiskommentar, 2022, Art. 17 FINIG N. 2). Deshalb hält die Doktrin wiederum dafür, dass das schweizerische Finanzmarktrecht für ein Tätigwerden im Treuhandmodell eine Bewilligung als Wertpapierhaus voraussetzt; « der Vermögensverwalter [...] darf nur im Vertretermodell tätig werden » (vgl. SETHE, a.a.O., § 24 N. 42; SETHE/AGGTELEKY, in: Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG, 2021, Art. 3 Bst. c N. 109 und 132, je mit Verweis). « Vermögenswerte, welche ein Vermögensverwalter im Rahmen seines Mandats zu verwalten hat, [sind] bei einer Bank oder einem Wertpapierhaus im Namen des betreffenden Kunden aufzubewahren » (SCHLEIFFER/SCHÄRLI, in: BSK FIDLEG/FINIG, a.a.O., Art. 19 FINIG N. 9).

Auch die gesetzliche Aufgabenordnung beziehungsweise deren Konkretisierung in der FINIV verlangen eine eindeutige Trennung von Vermögensverwalter- und Kundenvermögen: Der Vermögensverwalter verwaltet individuelle Portfolios (Art. 19 Abs. 1 FINIG). « Der Vermögensverwalter sorgt dafür, dass die ihm zur Verwaltung anvertrauten Vermögenswerte gesondert für jede Kundin und jeden Kunden bei einer Bank nach dem [BankG, SR 952.0], bei einem Wertpapierhaus nach dem FINIG, einem Handelssystem für Distributed Ledger Technology-Effekten (DLT-Handelssystem) nach dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz vom 19. Juni 2015 (FinfraG, SR 958.1) oder einem sonstigen Institut, das einer Aufsicht untersteht, die derjenigen in der Schweiz gleichwertig ist, aufbewahrt werden » (Art. 24 FINIV). Auch innersystematische Gründe sprechen dafür, dass Art. 17 Abs. 1 FINIG nur die direkte Stellvertretung erfasst. Wenn

nämlich der Gesetzgeber der Auffassung gewesen wäre, dass mit dem Verweis auf das FIDLEG auch die verschiedenen Stellvertretungen miterfasst seien, hätte er nicht noch ausdrücklich « im Namen » verwenden müssen. Kommt hinzu, dass mit einer Verweisung nicht Teile der verweisenden Norm geändert, sondern zusätzliche Elemente hinzugefügt werden sollen (zum Ganzen Bundesamt für Justiz, Gesetzgebungsleitfaden 2025, Rz. 721 ff., insb. 724; s. auch MÜLLER/UHLMANN/HÖFLER, Elemente einer Rechtssetzungslehre, 4. Aufl. 2024, Rz. 350; MÜLLER/UHLMANN, Elemente einer Rechtssetzungslehre, 3. Aufl. 2013, Rz. 369 ff.).

3.5.3 In historischer Hinsicht hielt sodann bereits das FINMA-Rundschreiben 2009/1 vom 18. Dezember 2008, Eckwerte der Vermögensverwaltung, Rz. 19, als Mindeststandard für eine Anerkennung der Selbstregulierung einer Organisation der Vermögensverwaltungsbranche fest: « Sofern [der Vermögensverwalter] nicht durch die FINMA als Bank oder Effektenhändler bewilligt ist, nimmt der Vermögensverwalter keine Vermögenswerte von Kunden entgegen und führt auch keine Abwicklungskonti. » Auch das FINMA-RS 2008/5, Rz. 52, führte aus: « Vermögensverwalter oder Anlageberater, die Vermögenswerte Dritter allein aufgrund von Vollmachten betreuen, fallen nicht unter das Börsengesetz. Kauft oder verkauft der Vermögensverwalter oder Anlageberater aber zusätzlich Effekten über sein eigenes Konto oder Depot an seine Kunden, ist er Kundenhändler », das heisst ein Wertpapierhaus in der Terminologie von Art. 41 Bst. a FINIG (s. E. 3.5.2 hier vor). Bereits vor Inkrafttreten des FINIG beziehungsweise der Bewilligungspflicht lag der Tätigkeit von Vermögensverwaltern also das Vertretermodell zugrunde.

Eine Legaldefinition des Finanzinstituts « Vermögensverwalter » erfolgte erst mit dem FINIG. Der Gesetzesentwurf (BBl 2015 9139, 9144) lautete dabei noch wie folgt:

« Als Vermögensverwalter gilt, wer gestützt auf einen Auftrag gewerbmässig im Namen und für Rechnung der Kundinnen und Kunden Vermögenswerte verwaltet oder auf andere Weise über Vermögenswerte von Kundinnen und Kunden verfügen kann. »

Die ständerätliche Kommission strich den zweiten Teilnebensatz « oder auf andere Weise über Vermögenswerte von Kundinnen und Kunden verfügen kann » und ergänzte den ersten Teilnebensatz « wer gestützt auf einen Auftrag gewerbmässig im Namen und für Rechnung der Kundinnen und Kunden [Vermögenswerte verwaltet] » mit « über deren Vermögenswerte im Sinne von Artikel 3 Buchstabe c Ziffern 1–4 FIDLEG verfügen

kann » (s. E. 3.1 hiervor). Das Tatbestandselement « im Namen [...] der Kundinnen und Kunden » blieb im Gesetzgebungsprozess unumstritten. Vielmehr sollte mit der Umformulierung die Legaldefinition der Vermögensverwalter weiter eingeschränkt werden. Insbesondere sollten Anwälte, Treuhänder und andere dem Geldwäschereigesetz unterstellte Intermediäre nur noch (sehr) reduziert erfasst werden (vgl. Votum Schmid Martin, für die Kommission, AB 2016 S 1177; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, in: BSK FIDLEG/FINIG, a.a.O., Art. 17 FINIG N. 4). Dieses Bestreben fand die Zustimmung beider Räte und wurde geltendes Gesetz.

3.5.4 Es bleibt zu prüfen, was Art. 17 Abs. 1 FINIG – insbesondere die darin enthaltene Stellvertreterregelung – bezweckt. Der Handel im eigenen Namen für Rechnung Dritter (Tätigwerden im Treuhandmodell) stellt eine qualifizierte Form der Vermögensverwaltung mit erhöhten Risiken für die Anlegerinnen und Kunden dar (vgl. BBl 2015 8901, 8926 f., 9017, 9032 und 9034). Das Missbrauchspotenzial ist beim Tätigwerden im Treuhandmodell grösser, denn nimmt jemand Verfügungen im eigenen Namen vor, darf sein Vertragspartner davon ausgehen, dass das Geschäft keinen Beschränkungen durch Dritte unterliegt (vgl. ROLF SETHE, Die funktionale Auslegung des Bankaufsichtsrechts am Beispiel der Vermögensverwaltung im Treuhandmodell, in: Festschrift für Uwe Schneider, Köln 2011, S. 1239 ff., 1243). In der vorliegenden Konstellation ist überdies beachtenswert, dass die Beschwerdeführerin ungleich gerichtete vertragliche Treuepflichten sowohl gegenüber den Zielgesellschaften als auch den investierenden Syndikatsmitgliedern hätte (s. E. 2 hiervor und E. 3.7 hier-nach).

Das FINIG regelt die Anforderungen an die Tätigkeit der Finanzinstitute und bezweckt, Anlegerinnen sowie Kunden von Finanzinstituten zu schützen und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts zu gewährleisten (Art. 1 FINIG). Es sieht eine nach Risiken differenzierte Bewilligungskaskade vor, wobei die Vermögensverwalter nach Art. 17 ff. FINIG die unterste Stufe darstellen (Art. 6 FINIG). Die institutsspezifischen Bewilligungs- und Aufsichtsanforderungen sind dementsprechend eher tief. Demgegenüber darf das (höher angesiedelte) Finanzinstitut « Wertpapierhaus » gewerbsmässig im Treuhandmodell tätig sein, muss dafür im Gegenzug aber höhere Anforderungen betreffend Mindestkapital und Sicherheiten sowie Eigenmittel, Liquidität und Risikoverteilung erfüllen (Art. 45 f. FINIG; vgl. BORENS/FAVRE, in: FINIG Komm, a.a.O., Art. 41 N. 3). Folglich ist

es sachgerecht, gewerbsmässige Finanzdienstleistungen beim Finanzinstitut « Vermögensverwalter » auf das Vertretermodell zu begrenzen. Letztlich schützt eine gesetzesgetreue und einheitliche Umsetzung der Stellvertretervorgaben zugleich das Vertrauen in die Branche der (unabhängigen) Vermögensverwalter.

3.6 Im Ergebnis zeichnet die Normauslegung von Art. 17 Abs. 1 FINIG ein klares Bild: Vermögensverwalter dürfen nicht gewerbsmässig im eigenen Namen für Rechnung der Kundinnen und Kunden über deren Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Bst. c Ziff. 1 bis 4 FIDLEG verfügen. Ein solches Geschäftsmodell ist nach Art. 17 ff. FINIG nicht bewilligungsfähig; allerdings würde sich vorliegend – entgegen der Ansicht der Vorinstanz – vielmehr die Frage aufdrängen, ob allenfalls Art. 41 Bst. a FINIG einschlägig wäre. Jedenfalls kann hier aber offenbleiben, ob Art. 17 Abs. 1 FINIG bei der Vermögensverwaltung keinen Entscheidungsspielraum des Vermögensverwalters voraussetzt.

3.7 Die Beschwerdeführerin beabsichtigt, aktiv nach Zielgesellschaften zu suchen und Investoren Anlageopportunitäten zu unterbreiten (s. E. 2 hiavor). Dabei möchte sie als einseitig integrierter Intermediär auf einem mehrseitigen Plattformmarkt agieren und zugleich Dienstleister der Marktgegenseite sein: Gemäss Unterstellungsanfrage vom 11. März 2022 ([...]) erbringt die Beschwerdeführerin einerseits Corporate-Finance-Beratung sowie Beratung betreffend Privatplatzierung von Beteiligungen an kapitalsuchende Gesellschaften, das heisst die Zielgesellschaften. Andererseits hält sie in eigenem Namen und auf Rechnung der einfachen Gesellschaft Anteile an den Zielgesellschaften. Das Geschäftsmodell der Beschwerdeführerin kommt damit allenfalls in die Nähe einer Emissionstätigkeit auf Kommissionsbasis (vgl. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG). Man könnte sich dahingehend fragen, ob mit Blick auf die Öffentlichkeit des Angebots nicht eher die Zahl der Plattform-registrierten Investoren als der schlussendlichen Syndikatsteilnehmer massgeblich wäre ([...]). Weitere Erwägungen sind hierzu indes nicht angezeigt, und insbesondere sind der Beschwerdeführerin ohnehin keine bedingten Verhaltenspflichten aufzuerlegen. Denn sie beantragt eine negative Feststellung ([...]; Dispositionsmaxime; vgl. TSCHANNEN/MÜLLER/KERN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl. 2022, Rz. 779; AUER/BINDER, in: Kommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, 2. Aufl. 2019, Art. 12 N. 9). Das hätte im Übrigen bereits die Vorinstanz berücksichtigen müssen, weshalb die Auferlegung bedingter Verhaltenspflichten in der (teilweisen

Wiedererwägungs-)Verfügung vom 14. April 2023 ohnehin zu beanstanden wäre. Sowieso stellte die (teilweise Wiedererwägungs-)Verfügung mit Bezug auf die Unterstellungspflicht als Vermögensverwalter eine unzulässige Anpassung der ursprünglichen Verfügung zu Ungunsten der Beschwerdeführerin *lite pendente* durch die Vorinstanz dar (vgl. Urteil des BVGer A-1736/2016 vom 21. Juni 2016 E. 1.4.3; ANDREA PLEIDERER, in: Praxiskommentar VwVG, 3. Aufl. 2023, Art. 58 N. 39, je m.H.). Diese verfahrenstechnischen Unzulänglichkeiten erweisen sich nach dem Gesagten aber nicht als (sach-)entscheiderheblich.

4.

4.1 Die Beschwerdeführerin beantragt überdies, dass ihr geplantes Geschäftsmodell gesamthaft als nicht unterstellungspflichtig im Sinne des FINIG zu qualifizieren sei ([...]). Sie führt zur Begründung (ergänzend zu ihren Einwänden gegen eine Unterstellung nach Art. 17 ff. FINIG) an, dass der Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 Bst. a FINIG vorliegend erfüllt sei. Die einzelnen Gesellschafter der einfachen Gesellschaft würden untereinander als wirtschaftlich verbundene Personen gelten ([...]).

4.2 Das FINIG unterstellt Finanzinstitute gemäss Art. 2 Abs. 1 einer differenzierten Bewilligungspflicht (Art. 5 f. FINIG), welche als Polizeierlaubnis ausgestaltet ist (Art. 7 Abs. 1 FINIG). Es implementiert eine einheitliche und sektorübergreifende Regelung der Anforderungen an Nichtbank-Finanzinstitute, die gewerblich Vermögenswerte von Drittpersonen anlegen und verwalten, das heisst das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben (vgl. BBI 2015 8901, 8903, 8926 f.; MARKUS WINKLER, in: FINIG Komm, a.a.O., Art. 1 N. 2; DU PASQUIER/POSKRIAKOV, in: BSK FIDLEG/FINIG, a.a.O., Art. 2 FINIG N. 1; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, a.a.O., Art. 2 FINIG N. 2). Das FINIG soll also grundsätzlich alle Personen, die fremdes Vermögen verwalten, erfassen sowie einer Bewilligungspflicht und einer prudenziellen Aufsicht unterstellen (vgl. BBI 2015 8901, 9017). Ausgenommen sind lediglich Banken und andere in Art. 2 Abs. 2 FINIG genannte Rechtssubjekte. Unter den weiten Begriff des Verwaltens fällt jede denkbare Form der Betreuung von (fremden) Vermögenswerten, soweit es nicht bloss Hilfsdienstleistungen sind. Ein Vermögenswert gilt als fremd, wenn darüber vereinbarungsgemäss kein unbeschränktes Verfügungsrecht besteht (vgl. BEAT BRÄNDLI, in: FINIG Komm, a.a.O., Art. 2 N. 14, 19 f. und 24; DU PASQUIER/POSKRIAKOV, in: BSK FIDLEG/FINIG, a.a.O., Art. 2 N. 8 f., je m.H.).

4.3 Vorliegend haben die fraglichen Vermögenswerte fremden Charakter und eine reine Hilfsdienstleistung ist zu verneinen. Dies ist auch unstrittig. Die Beschwerdeführerin sieht sich selbst als Verwalterin von verfügungsbeschränkten Vermögenswerten, ruft sie doch den Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 Bst. a FINIG an. Ob sie diesen erfüllt, ist nachfolgend zu prüfen: Als wirtschaftlich verbunden im Sinne von Art. 2 Abs. 2 Bst. a FINIG gelten sodann Gesellschaften oder Einheiten eines Konzerns (vgl. Art. 963 Abs. 2 OR; Art. 21 Abs. 1 der Bankenverordnung vom 30. April 2014 [BankV, SR 952.02]), insoweit sie für andere Gesellschaften oder Einheiten desselben Konzerns Finanzdienstleistungen oder Dienstleistungen als Trustee erbringen (Art. 3 FINIV; vgl. BBI 2015 8901, 9018). Gemäss den Erläuterungen des EFD, S. 85 f., auf welche die Beschwerdeführerin Bezug nimmt, gehören zum Konzern im hier verstandenen Sinn « bspw. aber auch mit dem Konzern verbundene Vorsorgeeinrichtungen, patronale Wohlfahrtfonds, Stiftungen und gemeinnützige Organisationen sowie deren Anlagevehikel ». Ausschlaggebend ist jedenfalls, dass ein tatsächliches oder zumindest mögliches Beherrschungsverhältnis vorliegt (vgl. DU PASQUIER/POSKRIAKOV, in: BSK FIDLEG/FINIG, a.a.O., Art. 2 N. 29). Die Beschwerdeführerin vermag nicht darzulegen, dass dies bei ihr im Rahmen der beabsichtigten Syndikate gegeben wäre. Jegliche gesellschaftsrechtliche Verbindung, gerade auch in Form einer einfachen Gesellschaft, wie sie insinuiert ([...]), genügt nicht. Die Beschwerdeführerin verwaltet – wie bereits eingangs erwähnt – fremde Vermögenswerte (und erbringt nicht bloss Hilfsdienstleistungen). Andere Ausnahmetatbestände wurden nicht geltend gemacht und sind auch nicht ersichtlich. Das Begehren (...) ist folglich abzuweisen.