

# **BGer 2C\_597/2024 vom 16. September 2025**

Bundesgericht, 2025-09-16, DE

Quelle: [https://mcp.opencaselaw.ch/entscheid/bger\\_2C\\_597\\_2024](https://mcp.opencaselaw.ch/entscheid/bger_2C_597_2024)

FR: TF 2C\_597/2024 du 16 septembre 2025

IT: TF 2C\_597/2024 del 16 settembre 2025

## **Erwägungen**

### **E. 1**

Die frist- ( Art. 100 Abs. 1 BGG ) und formgerecht ( Art. 42 BGG ) eingereichte Eingabe betrifft eine Angelegenheit des öffentlichen Rechts ( Art. 82 lit. a BGG ) auf dem Gebiet des Finanzmarktrechts ( Art. 83 BGG ) und richtet sich gegen ein verfahrensabschliessendes ( Art. 90 BGG ) Urteil des Bundesverwaltungsgerichts ( Art. 86 Abs. 1 lit. a BGG ). Die Beschwerdeführerin 1 ist bereits im bundesverwaltungsgerichtlichen Verfahren als Partei beteiligt gewesen und dort mit ihren Anträgen nicht durchgedrungen. Ausserdem ist sie durch das angefochtene Urteil in ihren schutzwürdigen Interessen besonders berührt, zumal damit ihre von der FINMA angeordnete Liquidation bestätigt wird. Sie ist somit zur Erhebung des Rechtsmittels legitimiert ( Art. 89 Abs. 1 BGG ). Mit der Beschwerde wird lediglich die Aufhebung des angefochtenen Urteils und eventualiter die Rückweisung der Angelegenheit zur Neubeurteilung beantragt. Dies ist bei belastenden Entscheiden trotz der reformatorischen Natur der Rechtsmittel grundsätzlich zulässig (vgl. Urteile 2C\_283/2023 vom 20. November 2024 E. 1, zur Publikation vorgesehen; 2C\_561/2022 vom 23. April 2024 E. 1.3). Auf die Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten ist einzutreten.

### **E. 2**

Während des hängigen bundesgerichtlichen Verfahrens 2C\_597/2024 ist mit Eintrag vom xxx die B.\_\_\_\_\_ AG ins Handelsregister des Kantons Zürich eingetragen worden. Die B.\_\_\_\_\_ AG ist aus der Beschwerdeführerin 1 entstanden, indem sie von Letzterer gemäss Spaltungsplan vom 12. Februar 2025 Aktiven und Passiven übernommen hat. Vor diesem Hintergrund ist die FINMA mit Gesuch um vorsorgliche Massnahmen vom 21. Juli 2025 an das Bundesgericht gelangt und hat im Wesentlichen beantragt, die B.\_\_\_\_\_ AG in das bundesgerichtliche Verfahren 2C\_597/2024 neben der Beschwerdeführerin 1 einzubeziehen.

#### **E. 2.1**

Die Rechtsprechung hat sich bereits verschiedentlich mit den prozessualen Konsequenzen der Anpassung der rechtlichen Strukturen im Zusammenhang mit dem Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG; SR 221.301) befasst. Dabei gilt für das bundesgerichtliche Verfahren die Regelung von Art. 17 Abs. 3 BZP, wonach die Rechtsnachfolge aufgrund von Gesamtnachfolge sowie kraft besonderer gesetzlicher Bestimmungen nicht als Parteiwechsel gilt (vgl. Art. 71 BGG).

##### **E. 2.1.1**

Wandelt sich beispielsweise ein Verein während des hängigen bundesgerichtlichen Verfahrens nach den Regeln des Fusionsgesetzes in eine Aktiengesellschaft um (vgl. Art.

54 Abs. 5 FusG ), so liegt eine Rechtsnachfolge kraft besonderer gesetzlicher Bestimmungen vor, die keinen Parteiwechsel zur Folge hat. Als neue Trägerin der eingeklagten Ansprüche ist die Aktiengesellschaft somit die beschwerdeführende Partei (vgl. Urteil 5A\_56/2024 vom 14. Januar 2025 E. 1.1; vgl. auch Urteil 4A\_139/2020 vom 7. Juli 2020 E. 3.1). Im Falle einer Übernahme durch Fusion wird die übernehmende Gesellschaft anstelle der übernommenen Gesellschaft Verfahrensbeteiligte und tritt verfahrensrechtlich an deren Stelle, ohne dass ein Parteiwechsel erfolgt. Die Rechtsnachfolge aufgrund von Gesamtnachfolge gilt von Gesetzes wegen und ist von Amtes wegen zu berücksichtigen (vgl. Urteile 2C\_244/2022 vom 23. Januar 2025 E. 6.3.1, zur Publikation vorgesehen; 2C\_895/2008 vom 9. Juni 2009 E. 1.1; 4C.385/2005 vom 31. Januar 2006 E. 1.2.1).

### **E. 2.1.2**

Die Umstrukturierungstatbestände, bei denen die übernommene oder übertragende Gesellschaft aufgelöst und gelöscht wird, sind aus prozessrechtlicher Sicht im Lichte von Art. 17 Abs. 3 BZP klar geregelt (vgl. auch Art. 83 ZPO [SR 272]). Das gilt namentlich für die Absorptions- und Kombinationsfusion (vgl. Art. 3 FusG ) und die Aufspaltung (vgl. Art. 29 lit. a FusG ). Bei der Abspaltung (vgl. Art. 29 lit. b FusG ) bleibt die übertragende Gesellschaft indes bestehen (vgl. auch Urteil 2C\_255/2020 vom 18. August 2020 Bst. A und E. 5; Urteil des BVGer B-5130/2019 vom 9. August 2021 E. 8.1.3). Erfolgt eine Abspaltung im Sinne von Art. 29 lit. b FusG , stellt sich bei hängigen Gerichtsverfahren daher die Frage, welche der beiden Gesellschaften Partei des hängigen Verfahrens ist oder ob, wie die FINMA das verlangt, die übernehmende respektive abgespaltene Gesellschaft als zweite Partei in das Verfahren eintritt und daran teilnimmt (vgl. auch Urteil des BVGer B-3097/2018 vom 28. November 2023 E. 2 f.). Als Grundsatz hat das Bundesgericht festgehalten, dass der während des Rechtsmittelverfahrens erfolgten Umstrukturierung der Parteien aus prozessökonomischen Gründen noch vor Bundesgericht Rechnung zu tragen ist. Als Folge des Devolutiveffekts kann sich in der Folge auch der Adressat oder die Adressatin der zugrunde liegenden Verfügung ändern (vgl. Urteil 2C\_244/2022 vom 23. Januar 2025 E. 6.3.1, zur Publikation vorgesehen; zum Devolutiveffekt siehe BGE 151 II 120 E. 5.3.1; 146 II 335 E. 1.1.2; 134 II 142 E. 1.4).

### **E. 2.1.3**

Will eine Gesellschaft durch Spaltung Vermögensteile auf neu zu gründende Gesellschaften übertragen, so erstellt ihr oberstes Leitungs- oder Verwaltungsorgan einen Spaltungsplan (vgl. Art. 36 Abs. 2 FusG ). Der Spaltungsplan enthält unter anderem ein Inventar mit der eindeutigen Bezeichnung, der Aufteilung und der Zuordnung der Gegenstände des Aktiv- und des Passivvermögens sowie der Zuordnung der Betriebsteile; Grundstücke, Wertpapiere und immaterielle Werte sind einzeln aufzuführen (vgl. Art. 37 lit. b FusG ). Ein Gegenstand des Aktivvermögens, der sich aufgrund des Spaltungsvertrags oder des Spaltungsplans nicht zuordnen lässt, verbleibt bei der Abspaltung bei der übertragenden Gesellschaft (vgl. Art. 38 Abs. 1 lit. b FusG ). Gemäss Art. 52 FusG wird die Spaltung mit der Eintragung ins Handelsregister rechtswirksam. Es gehen in diesem Zeitpunkt alle im Inventar aufgeführten Aktiven und Passiven von Gesetzes wegen auf die übernehmende Gesellschaft über. Bei diesem Vorgang, der auch als

Übertragung gemäss Inventar bezeichnet wird, gehen die betreffenden Vermögenswerte mittels quantitativ beschränkter und insofern partieller Universalsukzession über (vgl.

Watter/Naegeli, in: Watter/Daeniker/Gaberthüel [Hrsg.], Basler Kommentar, Fusionsgesetz, 3. Aufl. 2025, Art. 52 N. 3).

#### **E. 2.1.4**

Dabei ist

partiell nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung dahingehend zu verstehen, dass es sich qualitativ um eine

vollwertige Universalsukzession handelt, die aber quantitativ auf die im Inventar genannten Vermögenswerte beschränkt ist.

Partiell bezieht sich mithin nur auf den Umfang der Universalsukzession, nicht auf deren Rechtswirkungen. Demzufolge ist die Spaltung als Gesamtnachfolge im Sinne von Art. 17 Abs. 3 BZP zu betrachten (vgl. Urteil 4C.385/2005 vom 31. Januar 2006 E. 1.2.2; vgl. auch Urteil des BVGer A-2487/2012 vom 7. Oktober 2013 E. 1.3.2 f.). Falls ein Aktivum oder Passivum in einem den gesetzlichen Anforderungen genügenden Inventar aufgeführt wird, geht es im Zeitpunkt der Eintragung ins Handelsregister auf die übernehmende Gesellschaft über (vgl. Art. 52 FusG ; vgl. auch Urteil des BVGer B-3097/2018 vom 28. November 2023 E. 2, wo keine hinreichende Inventarisierung des Passivums "Rückstellung WEKO" vorgenommen wurde). In ein hängiges Verfahren, welches das inventarisierte Aktivum oder Passivum zum Streitgegenstand hat, tritt die übernehmende Gesellschaft somit zufolge vollwertiger Universalsukzession anstelle der übertragenden Gesellschaft ein, ohne dass es zu einem Parteiwechsel kommt (vgl. Art. 17 Abs. 3 BZP ). Aus dem Gesagten folgt, dass die Parteistellung bei einer Abspaltung im Sinne von Art. 29 lit. b FusG im Grundsatz dem im Streit liegenden Vermögenswert folgt.

#### **E. 2.2**

Die vorliegende Angelegenheit zeichnet sich indes dadurch aus, dass die von der FINMA verfügte und durch die Vorinstanz bestätigte Liquidation der Beschwerdeführerin 1 nicht ein bestimmtes im Inventar aufgeführtes Aktivum oder Passivum betrifft. Vielmehr erstreckt sich die Verfügung der FINMA auf sämtliche Vermögenswerte der Beschwerdeführerin 1, weshalb sämtliche Aktiven und Passiven der Beschwerdeführerin 1 von der aufsichtsrechtlichen Anordnung betroffen sind.

##### **E. 2.2.1**

Die B.\_\_\_\_\_ AG hat im Rahmen der Spaltung zur Neugründung einzig Aktiven und Passiven der Beschwerdeführerin 1 übernommen, während die Aktionäre der übertragenden Beschwerdeführerin 1 Aktien der B.\_\_\_\_\_ AG im Wert von Fr. 100'761.354 (11'195'706 Aktien zu Fr. 0.009) erhalten haben. Die Aktiven und Passiven der Beschwerdeführerin 1 und der B.\_\_\_\_\_ AG entsprechen somit unmittelbar nach der Abspaltung im Sinne von Art. 29 lit. b FusG in der Summe den Aktiven und Passiven der Beschwerdeführerin 1 vor der Abspaltung. Die von der FINMA verfügte Liquidationsanordnung adressiert zwar formal die Beschwerdeführerin 1. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht steht aber nicht in erster Linie die formale Liquidation dieser juristischen Person, sondern die Einstellung der von ihr (gruppenweise) ausgeübten (allenfalls) unerlaubten Tätigkeit als Emissionshaus respektive Wertpapierhaus im Vordergrund. Mit dieser Tätigkeit untrennbar verbunden sind sämtliche Aktiven und Passiven der Beschwerdeführerin 1, welche die B.\_\_\_\_\_ AG im Rahmen der Abspaltung teilweise übernommen hat. Die Liquidationsanordnung richtet sich in

materieller Hinsicht somit gegen die der unerlaubten Tätigkeit dienenden Mittel (Aktiven und Passiven). Deshalb beschränkt sich die Anordnung der aufsichtsrechtlichen Liquidation nicht nur auf die betroffene juristische Person, sondern schlägt direkt auf sämtliche Aktiven und Passiven durch.

#### **E. 2.2.2**

Aufgrund dieses öffentlich-rechtlichen respektive aufsichtsrechtlichen Verständnisses des Abspaltungsvorgangs ist die B. \_\_\_\_\_ AG von der durch die FINMA angeordneten und durch die Vorinstanz bestätigten Liquidation im Umfang sämtlicher Aktiven und Passiven der Beschwerdeführerin 1 nach der Abspaltung somit unmittelbar betroffen. Sie hat einen Teil der Aktiven und Passiven von der Beschwerdeführerin 1 mitsamt der aufsichtsrechtlichen Liquidationsanordnung übernommen. Soweit die Beschwerdeführerin 1 in ihrer Gesuchsantwort vom 31. Juli 2025 geltend macht, die B. \_\_\_\_\_ AG könne mangels formeller Beschwerde nicht Partei des bundesgerichtlichen Verfahrens sein, ist ihr nicht zu folgen. Formell beschwert im Sinne von Art. 89 Abs. 1 lit. a BGG sind nicht nur Personen, die vor der Vorinstanz am Verfahren teilgenommen haben, sondern auch solche, die keine Möglichkeit zur Teilnahme erhalten haben. Da die B. \_\_\_\_\_ AG im Zeitpunkt der Beschwerdeeinreichung durch die Beschwerdeführerin 1 noch nicht gegründet gewesen war, hatte sie auch nicht die Möglichkeit zur Teilnahme am vorinstanzlichen Verfahren. Im Übrigen ist die B. \_\_\_\_\_ AG nach dem Ausgeführten durch die Liquidationsanordnung im Umfang der von ihr übernommenen Aktiven und Passiven durch das angefochtene Urteil materiell beschwert, sodass ihre Beschwerdelegitimation - entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin 1 - nicht verneint werden könnte.

#### **E. 2.3**

Nach dem Dargelegten bedarf es keines "Einbezugs" oder einer "Beiladung" der B. \_\_\_\_\_ AG, wie die FINMA dies verlangt. Diese ist von der Verfügung der FINMA vom 21. November 2023 respektive vom angefochtenen Urteil vom 17. Oktober 2024 im Umfang der auf sie von der Beschwerdeführerin 1 übertragenen Aktiven und Passiven unmittelbar betroffen. Die B. \_\_\_\_\_ AG (nachfolgend auch: Beschwerdeführerin 2) ist vor diesem Hintergrund im Zeitpunkt der Eintragung der Abspaltung ins Handelsregister am xxx von Gesetzes wegen in das hängige bundesgerichtliche Verfahren 2C\_597/2024 eingetreten.

#### **E. 3**

Mit der Beschwerde kann namentlich die Verletzung von Bundesrecht gerügt werden ( Art. 95 lit. a BGG ). Das Bundesgericht wendet das Recht von Amtes wegen an ( Art. 106 Abs. 1 BGG ), wobei es - unter Berücksichtigung der allgemeinen Rüge- und Begründungspflicht ( Art. 42 Abs. 2 BGG ) - grundsätzlich nur die geltend gemachten Vorbringen prüft, sofern allfällige weitere rechtliche Mängel nicht geradezu offensichtlich sind (vgl. BGE 147 I 73 E. 2.1 ; 142 I 135 E. 1.5). Der Verletzung von verfassungsmässigen Rechten geht das Bundesgericht nur nach, falls eine solche Rüge in der Beschwerde vorgebracht und ausreichend begründet worden ist ( Art. 106 Abs. 2 BGG ; vgl. BGE 147 II 44 E. 1.2; 143 II 283 E. 1.2.2). Diese qualifizierte Rüge- und Begründungsobliegenheit nach Art. 106 Abs. 2 BGG verlangt, dass in der Beschwerde klar und detailliert anhand der Erwägungen des angefochtenen Urteils dargelegt wird, inwiefern verfassungsmässige Rechte verletzt worden sein sollen (vgl. BGE 149 I 105 E. 2.1 ; 143 I 1 E. 1.4).

#### **E. 4**

Der Beschwerdeführerin 1 wird vorgeworfen, an der Tätigkeit als Emissionshaus respektive Wertpapierhaus einer Gruppe ohne die erforderliche Bewilligung beteiligt gewesen zu sein. Dem Vorwurf liegt ein Sachverhalt zugrunde, der sich im Wesentlichen zwischen dem Jahr 2015 und März 2022 zugetragen hat, wobei sich der zu beurteilende Sachverhalt insbesondere auf Erkenntnisse aus dem Zeitraum zwischen dem Jahr 2016 und dem 2. November 2017 - dem Zeitpunkt der Einsetzung der Untersuchungsbeauftragten - abstützt.

#### **E. 4.1**

In diesem Zeitraum war noch das Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; AS 1997 68 ff.; in Kraft bis zum 31. Dezember 2019) in Kraft. Es wurde zwar bereits zuvor teilweise in das neue Bundesgesetz vom 19. Juni 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG; SR 958.1; in Kraft seit dem 1. Januar 2016) überführt. Auch die Verordnung vom 25. November 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV; SR 958.11) trat am 1. Januar 2016 in Kraft. Jedoch wurden die verbleibenden Bestimmungen zu den Effekthändlern - neu als Wertpapierhäuser bezeichnet - erst im Bundesgesetz vom 15. Juni 2018 über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz, FINIG; SR 954.1) geregelt. Das Finanzinstitutsgesetz trat am 1. Januar 2020 vollständig in Kraft und das Börsengesetz wurde auf diesen Zeitpunkt aufgehoben (vgl. AS 2019 4631; Ziffer I Anhang FINIG). Auch die Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung, BEHV; AS 1997 85 ff.; in Kraft bis zum 31. Dezember 2019) wurde aufgehoben und per 1. Januar 2020 durch die Verordnung vom 6. November 2019 über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsverordnung, FINIV; SR 954.11) ersetzt (vgl. AS 2019 4633 ff., S. 4673 f.).

#### **E. 4.2**

Vorbehältlich besonderer übergangsrechtlicher Regelungen sind in zeitlicher Hinsicht grundsätzlich diejenigen Rechtssätze massgeblich, die bei der Erfüllung des rechtlich zu ordnenden oder zu Rechtsfolgen führenden Tatbestands Geltung haben (vgl. BGE 150 II 390 E. 4.3; 149 II 187 E. 4.4). Soweit sich der zu beurteilende Sachverhalt vor dem Inkrafttreten der Bestimmungen des Finanzinstitutsgesetzes respektive der Finanzinstitutsverordnung am 1. Januar 2020 ereignet hat, finden in der vorliegenden Angelegenheit demnach noch das Börsengesetz und die Börsenverordnung Anwendung (vgl. auch E. 2 des angefochtenen Urteils). Für den Zeitraum ab dem 1. Januar 2020 ist massgebend, dass die Tätigkeit als Emissionshaus im Sinne der Terminologie der Börsenverordnung im neuen Recht der Tätigkeit von Wertpapierhäusern zugeordnet wird, ohne dass sich an der materiellen Definition dieser weiterhin bewilligungspflichtigen Tätigkeit etwas geändert hat (vgl. Art. 3 Abs. 2 BEHV ; Art. 44 Abs. 1 lit. c FINIG ; Botschaft vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz [FIDLEG] und zum Finanzinstitutsgesetz [FINIG], BBl 2015 8901 ff., S. 9032).

#### **E. 4.3**

Als Aufsichtsbehörde über den Finanzmarkt trifft die FINMA die zum Vollzug des Finanzmarktrechts notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften (vgl. Art. 6 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG; SR 956.1]). Erhält die FINMA von Verstössen

gegen die Gesetze des Finanzmarktrechts oder von sonstigen Missständen Kenntnis, sorgt sie für deren Beseitigung und für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands (vgl. Art 31 FINMAG ). Zum Aufgabenbereich der FINMA gehören auch die Abklärung der finanzmarktrechtlichen Bewilligungspflicht und die Ermittlung von Finanzintermediären, die in Verletzung der gesetzlichen Bestimmungen bewilligungslos tätig sind (vgl. BGE 132 II 382 E. 4.1). Sie ist deshalb berechtigt, die im Gesetz vorgesehenen Mittel (vgl. Art. 29 ff. FINMAG ) auch gegenüber Instituten (oder Personen) einzusetzen, deren Unterstellungs- oder Bewilligungspflicht (noch) umstritten ist (vgl. Art. 37 Abs. 3 FINMAG ; BGE 136 II 43 E. 3.1; 135 II 356 E. 3.1; Urteile 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 3.2; 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 4.2).

#### **E. 4.4**

Wer als Effektenhändler tätig werden will, bedarf einer Bewilligung der FINMA (vgl. Art. 10 Abs. 1 BEHG ). Effektenhändler im Sinne des Börsengesetzes sind Eigenhändler, Emissionshäuser und Derivathäuser, sofern sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind (vgl. Art. 2 Abs. 1 BEHV ). Emissionshäuser sind Effektenhändler, die gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernehmen und öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten (vgl. Art. 3 Abs. 2 BEHV ; zum Begriff des Emissionshauses siehe BGE 137 II 383 E. 9; zum Begriff der Effekten siehe Urteil 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E. 2.2). Die Effektenhändlerbewilligung für Emissions- und Derivathäuser im Börsengesetz ist die Ausnahme vom Grundsatz, wonach das Börsengesetz den Sekundärmarkt und nicht den Primärmarkt regelt (vgl. Urteile 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 3.3; 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 4.3; 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E. 2.2.1). Als Primärmarkt wird der Markt bezeichnet, in dem Kapitalmarktpapiere wie Aktien und Obligationen erstmals ausgegeben (emittiert) werden. Auf dem Sekundärmarkt werden die emittierten Kapitalmarktpapiere börslich oder ausserbörslich gehandelt (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; zur ausführlichen Abgrenzung des Primärmarkts vom Sekundärmarkt siehe Urteile 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E. 2.2.1; 2C\_1068/2017 und 2C\_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.1 f.). Effektenhändler gehen nur dann einer bewilligungspflichtigen Tätigkeit als Emissionshaus nach, wenn sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind (vgl. Art. 2 Abs. 1 BEHV ). Ihre geschäftlichen Aktivitäten im Finanzbereich müssen gegenüber allfälligen anderen Zwecken (industrieller oder gewerblicher Natur) aufgrund der Würdigung aller Umstände deutlich überwiegen. Gewerbsmässig im Sinne von Art. 3 Abs. 2 BEHV handelt, wer das Effektenhandelsgeschäft wirtschaftlich selbständig und unabhängig betreibt. Die Aktivität muss darauf ausgerichtet sein, regelmässige Erträge aus diesem zu erzielen. Das Angebot ist öffentlich, wenn es sich an unbestimmt viele Personen richtet - d. h. insbesondere durch Inserate, Prospekte, Rundschreiben oder elektronische Medien verbreitet wird (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1).

#### **E. 5**

Die Beschwerdeführerinnen rügen eine offensichtlich unrichtige Sachverhaltsermittlung.

##### **E. 5.1**

Die Beschwerdeführerinnen machen geltend, die Vorinstanz habe den Sachverhalt im Zusammenhang mit der Gruppenbildung widersprüchlich festgestellt. Es sei unverständlich, dass zur aufsichtsrechtlichen Gruppe, bestehend aus E. \_\_\_\_\_, D. \_\_\_\_\_ und C. \_\_\_\_\_ sowie aus der Beschwerdeführerin 1, nicht auch die G. \_\_\_\_\_ AG gehöre.

Die G. \_\_\_\_\_ AG sei von C. \_\_\_\_\_ gegründet und beherrscht worden und habe als Vermittlerin in Bezug auf den Aktienverkauf gehandelt. Eine weitere willkürliche Sachverhaltsermittlung ergebe sich aus dem Umstand, dass die Beschwerdeführerin 1 bei der Emission der Aktien als unabhängige Emittentin ausserhalb der aufsichtsrechtlichen Gruppe stehe, während sie daraufhin - d. h. bei der Veräusserung der Aktien an Drittpersonen - aber als Gruppenmitglied einbezogen werde. Es sei insbesondere willkürlich, so die Beschwerdeführerinnen weiter, dass die Beschwerdeführerin 1 bei der Veräusserung der Aktien an das Publikum als "Durchlaufvehikel" betrachtet werde, obwohl sie ihre eigenen Aktien tatsächlich zu Eigentum erworben habe. Die Eigentumsverhältnisse würden von der Vorinstanz ausser Acht gelassen.

### **E. 5.2**

Seinem Urteil legt das Bundesgericht den Sachverhalt zugrunde, den die Vorinstanz festgestellt hat ( Art. 105 Abs. 1 BGG ). Der festgestellte Sachverhalt kann nur erfolgreich gerügt sowie berichtigt oder ergänzt werden, wenn er offensichtlich unrichtig ist oder auf einer Rechtsverletzung im Sinne von Art. 95 BGG beruht und die Behebung des Mangels für den Ausgang des Verfahrens entscheidend sein kann ( Art. 97 Abs. 1 BGG ; Art. 105 Abs. 2 BGG ; vgl. BGE 149 II 337 E. 2.3 ; 142 I 135 E. 1.6). Rügt die beschwerdeführende Partei eine offensichtlich unrichtige Sachverhaltsfeststellung, haben ihre Vorbringen den Anforderungen von Art. 106 Abs. 2 BGG zu genügen (vgl. BGE 148 V 366 E. 3.3 ; 147 I 73 E. 2.2).

### **E. 5.3**

Die Beschwerdeführerinnen lassen ausser Acht, dass die von ihnen als Sachverhaltsrügen vorgetragene Beanstandungen im Wesentlichen auf die rechtlichen Erwägungen der Vorinstanz zur aufsichtsrechtlichen Gruppenbildung abzielen. Die vorinstanzlichen Feststellungen zur wirtschaftlichen, organisatorischen und personellen Verflechtung zwischen E. \_\_\_\_\_, D. \_\_\_\_\_ und C. \_\_\_\_\_ sowie der Beschwerdeführerin 1 und zu deren Zusammenwirken in tatsächlicher Hinsicht bleiben im Kern unbestritten. Sie sind für das Bundesgericht verbindlich (vgl. Art. 105 Abs. 1 BGG ) und werden im Folgenden dargestellt (vgl. E. 5.3.1 ff. hiernach). Die Fragen, ob sich gestützt auf die vorinstanzlichen Feststellungen eine aufsichtsrechtliche Gruppe ableiten lässt und deren Tätigkeit als bewilligungspflichtig zu beurteilen ist, bilden hingegen Gegenstand der darauffolgenden rechtlichen Würdigung (vgl. E. 6 hiernach). Soweit die Beschwerdeführerinnen der Vorinstanz vorwerfen, diese lasse ausser Acht, dass die Beschwerdeführerin 1 mit dem Kauf ihrer eigenen Aktien zunächst deren Eigentümerin geworden sei, bevor sie diese selbst an Drittpersonen veräussert habe, ist ihnen nicht zu folgen: Die Vorinstanz berücksichtigt diese Transaktionen (vgl. insb. E. 5.3.4 des angefochtenen Urteils). Vielmehr betrifft die Kritik der Beschwerdeführerinnen, die Vorinstanz hätte die Beschwerdeführerin 1 nicht als "Durchlaufvehikel" betrachten dürfe, ebenso eine Rechtsfrage.

#### **E. 5.3.1**

Die Vorinstanz berücksichtigt, dass nach der Gründung der Beschwerdeführerin 1 am yyy durch C. \_\_\_\_\_ dieser Alleinaktionär gewesen sei. Am 2. September 2015 habe er 55 % seiner Aktien zum Preis von Fr. 55'000.-- (5'500'000 Namenaktien à Fr. 0.01) an E. \_\_\_\_\_ und 25 % der Aktien zum Preis von Fr. 25'000.-- (2'500'000 Namenaktien à Fr. 0.01) an D. \_\_\_\_\_ verkauft. Diese drei Personen (nachfolgend auch: Ankeraktionäre) seien die einzigen Aktionäre gewesen, welche die Aktien zum Nennwert von Fr. 0.01

erworben hätten. Sie hätten die Aktien daraufhin direkt oder indirekt über die Beschwerdeführerin 1 mit einem bis zum 550-fachen Wert an Drittpersonen veräussert (vgl. E. 5.3.2 hiernach). C.\_\_\_\_\_ sei seit der Gründung der Beschwerdeführerin 1 im Juli 2015 bis September 2018 alleiniger Verwaltungsrat gewesen. Direkt anschliessend sei D.\_\_\_\_\_ als Präsident eingesetzt, zwei weitere "externe" Verwaltungsräte gewählt und ein "externer" CEO angestellt worden. Die "externen" Verwaltungsräte seien nur zur Kollektivunterschrift zu zweien mit dem Präsidenten (D.\_\_\_\_\_) berechtigt gewesen. Am 5. November 2019 habe E.\_\_\_\_\_ das Amt als Verwaltungsratspräsident übernommen und halte dieses bis heute inne. Die drei Ankeraktionäre hätten somit immer Schlüsselpositionen bei der Beschwerdeführerin 1 besetzt und die unternehmerischen Entscheide gemeinsam massgeblich beeinflussen können (vgl. E. 4.6 des angefochtenen Urteils).

### **E. 5.3.2**

Die Vorinstanz stellt sodann unbestrittenermassen fest, dass die drei Ankeraktionäre eine Zielvorgabe vereinbart haben, der zufolge die von Drittpersonen nachgefragten Aktien der Beschwerdeführerin 1 zu gleichen Teilen zunächst an die Beschwerdeführerin 1 verkauft würden, bevor Letztere die Aktien an die Drittpersonen weiterverkaufe. Bei zeitlicher Dringlichkeit zusammen mit dem Unvermögen eines Ankeraktionärs zur sofortigen Einlieferung der Aktien, sei jeweils ein anderer Ankeraktionär eingesprungen (vgl. E. 4.6 des angefochtenen Urteils). An dieses vereinbarte Vorgehen hätten sich die Gruppenmitglieder auch gehalten: Zwischen dem 2. Mai 2017 und 2. November 2020 hätten die Ankeraktionäre insgesamt 3'506'617 Aktien zu jeweils Fr. 1.-- an die Beschwerdeführerin 1 verkauft. E.\_\_\_\_\_ habe der Beschwerdeführerin 1 zwischen dem 20. Januar 2021 und 10. Dezember 2021 weitere 783'000 Aktien zu Fr. 527'580.-- verkauft, wobei 258'000 der Aktien zum Nennwert veräussert worden seien. Insgesamt seien auf diese Art durch die Ankeraktionäre 4'289'617 Aktien zu Fr. 4'034'197.-- an die Beschwerdeführerin 1 verkauft worden. Die Beschwerdeführerin 1 habe ihre eigenen Aktien von den Ankeraktionären ausschliesslich dann erworben, wenn diese mit entsprechendem Kaufvertrag bereits an Publikumsaktionäre für typischerweise Fr. 4.-- je Aktie weiterverkauft gewesen seien (vgl. E. 5.3.4 des angefochtenen Urteils).

### **E. 5.3.3**

Ein weiteres Indiz für das Vorliegen von wirtschaftlichen und personellen Verflechtungen, so die Vorinstanz weiter, sei die Vermittlertätigkeit der G.\_\_\_\_\_ AG für die Beschwerdeführerin 1. Die G.\_\_\_\_\_ AG sei von C.\_\_\_\_\_ während seiner Tätigkeit für die Beschwerdeführerin 1 gegründet und von diesem als Alleinaktionär vollständig beherrscht worden. Die Gesellschaft habe die Vermittlung von Aktien bezweckt. So habe sie mit der Beschwerdeführerin 1 einen Vermittlungsvertrag abgeschlossen, welcher für beide Vertragsparteien von C.\_\_\_\_\_ (mit) unterzeichnet worden sei und die G.\_\_\_\_\_ AG zur klar bedeutendsten Vermittlerin der Aktien der Beschwerdeführerin 1 gemacht habe. Auch die Rechnungen für die Vermittlungsprovision habe C.\_\_\_\_\_ (Verwaltungsratspräsident der G.\_\_\_\_\_ AG) direkt an sich selbst in seiner damaligen Position als Verwaltungsratspräsident der Beschwerdeführerin 1 adressiert. Die Erlöse aus dem Verkauf der Aktien der Beschwerdeführerin 1 seien allen Ankeraktionären zugeflossen (vgl. E. 4.6 des angefochtenen Urteils).

### **E. 5.4**

Die Vorinstanz gelangt aufgrund der Akten zum Schluss, dass zwischen E. \_\_\_\_\_, D. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_, der Beschwerdeführerin 1 und der G. \_\_\_\_\_ AG enge wirtschaftliche, organisatorische und personelle Verflechtungen bestünden respektive jedenfalls im Untersuchungszeitraum bestanden hätten. Die vorinstanzliche Feststellung, die Beschwerdeführerin 1 habe gemeinsam mit den Ankeraktionären sowie der G. \_\_\_\_\_ AG in koordinierter Weise ein Geschäft mit dem Verkauf von Aktien der Beschwerdeführerin 1 durchgeführt, ist nicht als offensichtlich unrichtig zu beanstanden.

## **E. 6**

Die Beschwerdeführerinnen beanstanden in rechtlicher Hinsicht, die Vorinstanz bestätige zu Unrecht das Vorliegen einer bewilligungspflichtigen gruppenweisen Tätigkeit als Emissionshaus respektive Wertpapierhaus.

### **E. 6.1**

Die Beschwerdeführerinnen bringen vor, die Vorinstanz gehe zunächst in rechtswidriger Weise davon aus, dass E. \_\_\_\_\_, D. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und die Beschwerdeführerin 1 eine aufsichtsrechtliche Gruppe bildeten. Alsdann nehme die Vorinstanz eine unzulässige Sachverhaltsfiktion vor, indem sie die Beschwerdeführerin 1 zwar als Gruppenmitglied betrachte, aber die Käufe der Aktien durch die Beschwerdeführerin 1 vor deren Veräusserung an Drittpersonen als blosse "Durchlauftransaktionen" würdige. Eine Sachverhaltsfiktion komme lediglich im Bereich der Steuerumgehung zur Anwendung. Nur aufgrund des Umstands, dass die Beschwerdeführerin 1 bei der Veräusserung der Aktien an Drittpersonen als "Durchlaufvehikel" betrachtet werde, könne die Vorinstanz zum Schluss gelangen, dass die Aktien auf dem Primärmarkt angeboten worden seien. Würde die Beschwerdeführerin 1 in die Betrachtung miteinbezogen, so hätten die Verkäufe der Aktien auf dem Sekundärmarkt stattgefunden. Während die Beschwerdeführerin 1 für das Kriterium der Platzierung auf dem Primärmarkt unbeachtet bleibe, werde sie hingegen für das Kriterium der Gewerbsmässigkeit berücksichtigt und die von ihr erwirtschafteten Erträge angerechnet. Es sei widersprüchlich, davon auszugehen, dass die Beschwerdeführerin 1 selber Aktienplatzierungen vorgenommen habe, um Erlöse zu erzielen, sie aber gleichzeitig als "Durchlaufvehikel" zu betrachten.

### **E. 6.2**

Die FINMA stellt sich in der bundesgerichtlichen Vernehmlassung auf den Standpunkt, dass keine widersprüchliche Argumentation vorliege. Es gehe nicht um die Frage, ob die Beschwerdeführerin 1 als solche ein rechtsmissbräuchliches Gebilde darstelle, sondern nur darum, ob sich das Verhalten der an der Gruppe beteiligten Mitglieder in Bezug auf den erfolgten Aktienhandel als rechtswidrig erweise. Auch die Annahme einer Sachverhaltsfiktion ändere daran nichts: Unabhängig davon, ob nun eine formalistische Sichtweise (d. h. Aktienverkäufe während einer logischen Sekunde über die dazwischengeschaltete Beschwerdeführerin 1) oder eine wirtschaftliche Betrachtungsweise (d. h. Aktienverkäufe direkt zwischen den Ankeraktionären und den Drittpersonen) angewendet werde, habe die Beschwerdeführerin 1 am Effektenhandel teilgenommen und davon gewerbsmässig profitiert. Indem die Beschwerdeführerinnen aus einer Gruppenbetrachtung eine bewilligungsfreie Selbstemission ableiten wollten, verkehrten sie den Zweck der aufsichtsrechtlichen Gruppe ins Gegenteil. Es sei ohne Weiteres ersichtlich, dass vorliegend mit dem System der "Durchlauftransaktionen" über die Beschwerdeführerin 1 versucht worden sei, die Bewilligungspflicht zu umgehen. Der Grossteil der von der

Beschwerdeführerin 1 einvernahmten Gelder sei umgehend zum Schaden der Anlegerinnen und Anleger an die anderen Gruppenmitglieder abgeflossen.

### **E. 6.3**

In rechtlicher Hinsicht ist nicht zu beanstanden, dass die Vorinstanz das Zusammenwirken zwischen E. \_\_\_\_\_, D. \_\_\_\_\_, C. \_\_\_\_\_ und der Beschwerdeführerin 1 als aufsichtsrechtliche Gruppe erfasst hat.

#### **E. 6.3.1**

Die Bewilligungspflicht des Emissionshauses soll nicht dadurch umgangen werden können, dass jedes einzelne Unternehmen oder die dahinterstehenden Personen für sich alleine nicht alle vorgenannten Voraussetzungen für die Bewilligungspflicht erfüllen, im Resultat gemeinsam aber dennoch eine bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit ausüben. Der Schutz des Markts sowie der Anlegerinnen und Anleger (vgl. Art. 5 FINMAG ) rechtfertigt trotz formaljuristischer Trennung der Strukturen finanzmarktrechtlich eine einheitliche (wirtschaftliche) Betrachtungsweise, wenn zwischen den einzelnen Personen und Gesellschaften enge wirtschaftliche, organisatorische und personelle Verbindungen bestehen und vernünftigerweise einzig eine Gesamtbetrachtung den faktischen Gegebenheiten und der Zielsetzung der Finanzmarktaufsicht gerecht wird (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.3.1; 135 II 356 E. 3.2; Urteile 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 3.3.2; 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 4.3.2).

#### **E. 6.3.2**

Ein gruppenweises Handeln kann insbesondere dann gegeben sein, wenn die beteiligten Personen und Gesellschaften gegen aussen als Einheit auftreten oder aufgrund der Umstände davon auszugehen ist, dass koordiniert - ausdrücklich oder stillschweigend arbeitsteilig und zielgerichtet - eine gemeinsame Aktivität im aufsichtsrechtlichen Sinn wahrgenommen wird. Ein gruppenweises Vorgehen wird namentlich bei einer Verwischung der rechtlichen und buchhalterischen Grenzen zwischen den beteiligten Personen und Gesellschaften, bei faktisch gleichem Geschäftssitz, bei wirtschaftlich unbegründeten, verschachtelten Beteiligungsverhältnissen sowie bei zwischengeschalteten Treuhandstrukturen angenommen (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.3.1; 135 II 356 E. 3.2; Urteile 2C\_1068/2017 und 2C\_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.3; 2C\_89/2010 und 2C\_106/2010 vom 10. Februar 2011 E. 3.2). Ein blosses Parallelverhalten genügt nicht für die Annahme, es werde gruppenweise gehandelt. Umgekehrt ist nicht vorausgesetzt, dass eine gemeinsame Umgehungsabsicht besteht, da die von der Gruppe ausgehende Gefahr nicht von den Absichten der einzelnen Gruppenmitglieder abhängt (vgl. Urteile 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 3.3.2; 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 4.3.2; 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.2 i.f.).

#### **E. 6.3.3**

Die festgestellten wirtschaftlichen, organisatorischen und personellen Verflechtungen sind hinreichend eng. Gestützt auf diese Feststellungen lässt sich ohne Weiteres auf ein innerhalb der aufsichtsrechtlichen Gruppe koordiniertes Geschäft schliessen, das den Verkauf von Aktien der Beschwerdeführerin 1 zum Gegenstand hatte. Die festgestellte Koordination - namentlich der Umstand, dass die Beschwerdeführerin 1 ihre eigenen Aktien von den Ankeraktionären ausschliesslich dann erwarb, wenn diese bereits an Publikumsaktionäre weiterverkauft waren (vgl. E. 5.3.2 i.f. hiervor) - geht klar über ein blosses Parallelverhalten hinaus. Die Beanstandung der Beschwerdeführerinnen, es sei

widersprüchlich, dass das Enforcementverfahren nicht auch auf die G.\_\_\_\_\_ AG ausgeweitet wurde, vermag daran nichts zu ändern. Das Vorliegen einer aufsichtsrechtlichen Gruppe setzt nicht voraus, dass gegen alle Gruppenmitglieder ein Enforcementverfahren eröffnet wird. Vielmehr liegt es im pflichtgemäss auszuübenden Ermessen der FINMA, zu bestimmen, ob und gegen welche Personen sie ein Verfahren zur Ermittlung von Finanzintermediären einleitet, die in Verletzung der gesetzlichen Bestimmungen bewilligungslos tätig sind (vgl. E. 4.3 hiavor; vgl. auch BGE 135 II 60 E. 3.1.2; Urteil 2C\_561/2022 vom 23. April 2024 E. 7.4.1 f.). Dass die FINMA ihr Ermessen nicht pflichtgemäss ausgeübt hat, ist indes weder offensichtlich noch wird dies von den Beschwerdeführerinnen begründet geltend gemacht.

#### **E. 6.3.4**

Die Annahme, dass juristische oder natürliche Personen im Rahmen einer aufsichtsrechtlich als Gruppe zu erfassenden Einheit gehandelt haben, hat zur Konsequenz, dass die gesetzlichen Folgen die Gruppenmitglieder unabhängig davon treffen, ob sie selber alle Tatbestandselemente erfüllen oder ob sie überhaupt keine finanzmarktrechtlich relevante Tätigkeit ausgeübt haben, solange sie in einem Gesamtplan koordiniert und wesentlich zu einer solchen beigetragen haben. In dieser Situation ist die wirtschaftlich tatsächlich bezweckte und ausgeübte Gesamtaktivität entscheidend (vgl. Urteile 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 5.4.3; 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 4.4.4; 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.3.3; 2C\_929/2010 vom 13. April 2011 E. 3.2.3). Im Folgenden ist daher zu prüfen, ob die aufsichtsrechtliche Gruppe, bestehend aus E.\_\_\_\_\_, D.\_\_\_\_\_, C.\_\_\_\_\_ und der Beschwerdeführerin 1, hauptsächlich im Finanzbereich tätig gewesen ist und gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernommen und öffentlich auf dem Primärmarkt angeboten hat (vgl. Art. 3 Abs. 2 BEHV ; vgl. auch Art. 44 Abs. 1 lit. c FINIG ).

#### **E. 6.3.5**

Es ist offenkundig und wird in tatsächlicher Hinsicht auch nicht hinreichend infrage gestellt, dass die Ankeraktionäre die Aktien der Beschwerdeführerin 1 in eigenem Namen und unter dem Einsatz eigener Mittel in einem ersten Schritt fest übernommen haben, bevor es zu einer Veräusserung an Drittpersonen gekommen ist (vgl. E. 5.3.1 hiavor). Die entsprechende vorinstanzliche Würdigung ist nicht zu beanstanden (vgl. E. 5.3.5 des angefochtenen Urteils). Unter den Verfahrensbeteiligten ist im Weiteren zu Recht unbestritten, dass der Verkauf der Aktien der Beschwerdeführerin 1 öffentlich gewesen ist - d. h. sich an unbestimmt viele Personen gerichtet hat (vgl. E. 5.2 des angefochtenen Urteils). Die Beschwerdeführerinnen beanstanden demgegenüber, dass es sich beim Verkauf nicht um Effekten einer Drittpersonen gehandelt habe (vgl. E. 6.4 hiernach). Ausserdem sei der Verkauf der Aktien nicht auf dem Primär-, sondern auf dem Sekundärmarkt erfolgt (vgl. E. 6.5 hiernach). Die Beschwerdeführerinnen stellen überdies in Abrede, dass die Beschwerdeführerin 1 gewerbsmässig und hauptsächlich im Finanzbereich tätig gewesen sei (vgl. E. 6.6 hiernach).

#### **E. 6.4**

Bewilligungspflichtig ist die Tätigkeit als Emissionshaus nur, wenn die Effekten einer Drittperson übernommen werden. Die Emission eigener Effekten ist nicht bewilligungspflichtig (vgl. Art. 3 Abs. 2 BEHV ; vgl. auch Art. 44 Abs. 1 lit. c FINIG ). Wie die Vorinstanz zutreffend erwägt, gilt die Beschwerdeführerin 1 bei der Emission der

Aktien im Zuge ihrer Gründung zunächst als Drittperson (vgl. E. 4.6.3 des angefochtenen Urteils). Der relevante Zeitpunkt für die Bestimmung des Vorliegens einer (bewilligungspflichtigen) Tätigkeit als Emissionshaus ist das erstmalige Angebot an die Öffentlichkeit. Werden Aktien im Vorfeld 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 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 5.4.1; 2C\_726/2020 vom 5. August 2021 E. 4.4.1).

Solche Vorbereitungshandlungen sind vorliegend insbesondere in den nach der Emission der Aktien der Beschwerdeführerin 1 erfolgten Übertragungen der Aktien zum Nennwert unter den Ankeraktionären zu erkennen. Dass die Beschwerdeführerin 1 als emittierende Drittperson nach diesen Vorbereitungshandlungen im Rahmen des öffentlichen Angebots später zur aufsichtsrechtlichen Gruppe hinzutritt, führt indes nicht dazu, dass der gesamte Vorgang als (bewilligungsfreie) Selbstemission einzustufen wäre. Dies muss insbesondere in der vorliegenden Angelegenheit gelten, in der die Emittentin (Beschwerdeführerin 1) ihre eigenen Aktien mehrheitlich für Fr. 1.-- gekauft hat, obwohl sie die Aktien zuvor zum Nennwert von Fr. 0.01 emittiert und auch zu diesem Wert übertragen hat (vgl. E. 5.3.1 f. hiervor). Die formaljuristisch unabhängige Emittentin (Beschwerdeführerin 1) ist folglich ungeachtet ihrer späteren Gruppenzugehörigkeit zunächst als Drittperson im Sinne von Art. 3 Abs. 2 BEHV einzustufen. Es liegt keine Emission (gruppen-) eigener Beteiligungspapiere im Sinne einer bewilligungsfreien Selbstemission vor.

## **E. 6.5**

Im Weiteren kritisieren die Beschwerdeführerinnen die vorinstanzliche Auffassung, dass der Verkauf der Aktien auf dem Primärmarkt erfolgt sei. Die Beschwerdeführerinnen machen dabei geltend, die Übertragungen der Aktien unter den Ankeraktionären, spätestens aber der Kauf der Aktien durch die Beschwerdeführerin 1 (zum Preis von Fr. 1.--) müsse als Transaktion auf dem Primärmarkt gelten, sodass der Aktienverkauf an die Drittpersonen durch die Beschwerdeführerin 1 in der Folge auf dem Sekundärmarkt stattgefunden habe und der Tatbestand von Art. 3 Abs. 2 BEHV nicht mehr erfüllt sein könne.

Den Beschwerdeführerinnen ist nicht zu folgen: Wie bereits dargelegt, sind die Transaktionen zwischen den Ankeraktionären als blosse Vorbereitungshandlungen zu verstehen, die dem öffentlichen Angebot vorausgegangen sind. Gleiches gilt für den Kauf der Aktien durch die Beschwerdeführerin 1 zum Preis von Fr. 1.-- respektive zum Nennwert innerhalb der Gruppe, soweit die Beschwerdeführerinnen verlangen, es sei auf die formalen Eigentumsverhältnisse abzustellen. Entsprechend macht die FINMA in der Vernehmlassung zu Recht geltend, dass es nicht von Bedeutung sei, ob die (gruppeninternen) Eigentumsverhältnisse an den Aktien im Rahmen einer formalen Betrachtungsweise berücksichtigt würden oder ob die Beschwerdeführerin 1 als blosses "Durchlaufvehikel" im Sinne einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise ausser Acht gelassen werden dürfe. Wie bereits ausgeführt (vgl. E. 6.4 hiervor), ist das erstmalige Angebot an die Öffentlichkeit für das Vorliegen einer Tätigkeit als Emissionshaus und damit auch für die Bestimmung des Primärmarkts massgebend. Werden die Eigentumsverhältnisse berücksichtigt, gilt der Kauf der Aktien durch die Beschwerdeführerin 1 als Vorbereitungshandlung und der darauffolgende Weiterverkauf an Drittpersonen als (erstmaliges) Angebot auf dem Primärmarkt. Wird der Kauf der Aktien durch die Beschwerdeführerin 1 als "Durchlauftransaktion" verstanden, so erfolgt der

Verkauf der Aktien direkt durch die Ankeraktionäre, womit ebenfalls ein (erstmaliges) Angebot auf dem Primärmarkt vorliegt. Im Ergebnis ist daher nicht zu beanstanden, dass die Vorinstanz ein öffentliches Angebot von Effekten auf dem Primärmarkt erkannt hat.

## **E. 6.6**

Mit Blick auf die Tatbestandsmerkmale der Gewerbsmässigkeit und der Tätigkeit im Finanzbereich (vgl. E. 4.4 hiervor) ist zunächst nochmals darauf hinzuweisen, dass das Vorliegen einer aufsichtsrechtlichen Gruppe zur Konsequenz hat, dass die gesetzlichen Folgen die Gruppenmitglieder unabhängig davon treffen, ob sie selber alle Tatbestandselemente erfüllen (vgl. E. 6.3.4 hiervor).

### **E. 6.6.1**

Angesichts der unbestritten gebliebenen vorinstanzlichen Feststellungen ist erstellt, dass der Verkauf der Aktien der Beschwerdeführerin 1 durch die Gruppe gewerbsmässig gewesen ist (vgl. E. 5.5.3 des angefochtenen Urteils) : Die Beschwerdeführerin 1 zusammen mit den Ankeraktionären, der G. \_\_\_\_\_ AG sowie weiteren Vermittlern verkauften zwischen Januar 2017 und April 2022 Aktien an über 100 Privatanlegerinnen und Privatanleger. Damit generierte die Beschwerdeführerin 1 Erlöse im Umfang von Fr. 12'642'156.51, wovon 46 % vordergründig den übrigen Gruppenmitgliedern zuflossen. Fr. 3'581'628.22 flossen über den davor stattgefundenen Kauf eigener Aktien durch die Beschwerdeführerin 1 an die Ankeraktionäre und Fr. 5'685'887.34 gingen für Provisionszahlungen unter anderem an die G. \_\_\_\_\_ AG. Verglichen mit den Einnahmen der Beschwerdeführerin 1 aus den Recycling-Abonnements von Fr. 4'665'300.77 im gleichen Zeitraum handelte es sich um die mit Abstand bedeutendste, regelmässige Ertragsquelle der Beschwerdeführerin 1. Diese Effektingeschäfte wurden systematisch über Jahre hinweg ausgeführt, womit regelmässige Einnahmen generiert wurden. Die vorinstanzliche Würdigung, dass die Beschwerdeführerin 1 zusammen mit den anderen Gruppenmitgliedern das streitgegenständliche Effektingeschäft gewerbsmässig führte, um regelmässig Erträge zu erzielen, ist nicht zu beanstanden.

### **E. 6.6.2**

Mit Blick auf die hauptsächliche Tätigkeit reicht es ebenfalls aus, dass ein Mitglied der Gruppe dieses Tatbestandsmerkmal erfüllt, da die Bewilligungspflicht des Emissionshauses nicht dadurch umgangen werden kann, dass jedes Gruppenmitglied für sich alleine nicht alle Voraussetzungen für die Bewilligungspflicht erfüllt, die Gruppe im Resultat gemeinsam aber dennoch eine bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit ausübt (vgl. E. 6.3.1 hiervor). Diesbezüglich werden in tatsächlicher Hinsicht die finanziellen Verhältnisse bei C. \_\_\_\_\_, dem Gründer der Beschwerdeführerin 1 nicht hinreichend bestritten (vgl. Art. 105 Abs. 1 BGG ). Die Vorinstanz stellt fest, dass aus der Einnahmeübersicht von C. \_\_\_\_\_ hervorgehe, dass dieser zwischen August 2015 und Ende 2021 auch unter Berücksichtigung der Forderungsverzichte und unter der Annahme, dass die entlohnte Tätigkeit für die Beschwerdeführerin 1 nicht als Tätigkeit im Finanzbereich qualifiziert werde, deutlich mehr Einnahmen aus Tätigkeiten im Finanzbereich erzielt habe: C. \_\_\_\_\_ habe Fr. 886'340.35 aus den Verkäufen der Aktien der Beschwerdeführerin 1 und Fr. 902'334.10 Lohn von der G. \_\_\_\_\_ AG, die aus dem Verkauf der Aktien der Beschwerdeführerin 1 Provisionen erhalten habe, erzielt. Demgegenüber habe er einen Lohn von Fr. 174'000.-- für die Tätigkeit bei der Beschwerdeführerin 1 bezogen (vgl. E. 5.5.4 des angefochtenen Urteils). Vor diesem Hintergrund durfte die Vorinstanz bei

sämtlichen Gruppenmitgliedern auf eine hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich schliessen.

### **E. 6.7**

Nach dem Dargelegten übte die Beschwerdeführerin 1 gemeinsam mit weiteren Beteiligten als Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinne eine bewilligungspflichtige Tätigkeit als Emissionshaus respektive Wertpapierhaus im Sinne von Art. 3 Abs. 2 BEHV aus, ohne dass sie oder andere Beteiligte hierzu über die erforderliche Bewilligung verfügt hätten (vgl. auch Art. 5 Abs. 1 FINIG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. e FINIG ; Art. 44 Abs. 1 lit. c FINIG ). Dadurch wurden über 100 Privatanlegerinnen und Privatanleger dazu verleitet, mehrere Millionen Franken auf die Gruppe zu übertragen. Die Ausübung dieser Tätigkeit während mehreren Jahren stellt eine schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen durch die Beschwerdeführerinnen dar, zumal das unbewilligte Ausüben einer bewilligungspflichtigen Tätigkeit bereits für sich als schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorgaben gilt (vgl. Urteile 2C\_729/2020 vom 5. August 2021 E. 6.3; 2C\_318/2020 vom 7. Oktober 2020 E. 8.3.2; 2C\_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.5; 2C\_571/2018 vom 30. April 2019 E. 5.3.2).

### **E. 7**

Die Beschwerdeführerinnen kritisieren die Verhältnismässigkeit der angeordneten Liquidation.

#### **E. 7.1**

Die Beschwerdeführerinnen tragen vor, die Vorinstanz könne ihnen die schwere Verletzung von aufsichtsrechtlichen Pflichten nur deswegen vorwerfen, da sie die objektive zivilrechtliche Realität ausblende und den Sachverhalt willkürlich feststelle. Angesichts dieser Unzulänglichkeiten erweise sich die angeordnete Liquidation von vornherein als nicht verhältnismässig. Darüber hinaus sei eine Liquidation weder geeignet noch erforderlich, um das angestrebte Ziel zu erreichen, zumal es durchaus mildere Mittel wie eine Teilliquidation gebe. Es liege eine Verletzung des Grundsatzes der Verhältnismässigkeit vor.

#### **E. 7.2**

Entzieht die FINMA einem Effekthändler die Bewilligung zur Geschäftstätigkeit, so bewirkt dies bei juristischen Personen und Kollektiv- und Kommanditgesellschaften gemäss Art. 36 Satz 1 BEHG die Auflösung und bei Einzelfirmen die Löschung im Handelsregister. Die FINMA bezeichnet den Liquidator und überwacht seine Tätigkeit (vgl. Art. 36 Satz 2 BEHG ). Als Rechtsfolge schwerer Verletzungen aufsichtsrechtlicher Pflichten durch unerlaubt als Emissionshaus tätige Gesellschaften schreibt das Gesetz folglich die Liquidation vor, soweit keine nachträgliche Bewilligung erteilt werden kann (vgl. Art. 37 Abs. 2 und Abs. 3 FINMAG i.V.m. Art. 36 BEHG ; vgl. auch Art. 66 FINIG ).

##### **E. 7.2.1**

Gemäss Art. 5 Abs. 2 BV muss staatliches Handeln verhältnismässig sein, d. h. sich im Hinblick auf das im öffentlichen Interesse angestrebte Ziel geeignet, erforderlich und zumutbar erweisen (vgl. BGE 148 II 475 E. 5 ; 146 I 157 E. 5.4). Beim in Art. 5 Abs. 2 BV verankerten Verhältnismässigkeitsgrundsatz handelt es sich nicht um ein verfassungsmässiges Recht, sondern um einen Verfassungsgrundsatz. Dieser Grundsatz kann im Rahmen der Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten direkt und

unabhängig von einem Grundrecht angerufen werden (vgl. BGE 148 II 475 E. 5 ; 141 I 1 E. 5.3.2; 139 II 7 E. 7.3).

Die Finanzmarktgesetzgebung ordnet die exekutorische Massnahme der Liquidation als zwingende und einzige Folge des Bewilligungsentzugs respektive der Verweigerung einer nachträglichen Bewilligung in Art. 36 BEHG spezialgesetzlich an. Die Rechtsfolge der Liquidation ergibt sich somit unmittelbar aus dem Gesetz. Der rechtsanwendenden Behörde bleibt bei der Wahl der (Teil-) Liquidation als Rechtsfolge kein Ermessen (vgl. Urteil 2C\_97/2015 vom 28. April 2015 E. 2.3). Geht eine Gesellschaft unbewilligt einer Finanzmarktstätigkeit nach und ist eine nachträgliche Erteilung der hierfür erforderlichen Bewilligung ausgeschlossen, ist sie folglich, soweit dies verhältnismässig erscheint, aufsichtsrechtlich zu liquidieren (vgl. BGE 131 II 306 E. 4.1.3).

### **E. 7.2.2**

Eine Ausnahme von der vollständigen Liquidation muss angesichts des Wortlauts von Art. 36 BEHG aus Gründen der Verhältnismässigkeit eindeutig geboten erscheinen. Das Bundesgericht hält mit Bezug auf eine analoge geldwäschereirechtliche Konstellation einen Verzicht auf die vollständige Liquidation aus Verhältnismässigkeitsgründen lediglich dann für möglich, wenn die betroffene Gesellschaft seit längerer Zeit keine bewilligungspflichtige Tätigkeit mehr ausgeübt hat oder wenn diese Tätigkeit von rein untergeordneter Bedeutung gewesen ist (vgl. Urteile 2C\_894/2014 vom 18. Februar 2016 E. 6.7.2 f.; 2C\_97/2015 vom 28. April 2015 E. 3.1). Eine blosser Teilliquidation kommt somit infrage, wenn die Gesellschaft parallel auch eine erlaubte Tätigkeit von nicht untergeordneter Bedeutung ausübt.

Es dürfen sodann 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 gesetzeswidrig bewilligungspflichtige Aktivitäten entfaltet werden (vgl. BGE 131 II 306 E. 3.3; Urteil 2C\_860/2017 vom 5. März 2018 E. 3.4). Nur unter der Voraussetzung, dass die einwandfreie Fortführung der zulässigen Geschäftstätigkeit gewährleistet ist, erweist sich die vollständige Liquidation in der Regel als unnötig und unzumutbar.

### **E. 7.3**

Durch die unerlaubte Tätigkeit als Emissionshaus respektive Wertpapierhaus, an der die Beschwerdeführerin 1 massgeblich beteiligt war, kam es zu einer umfassenden und von 2017 bis 2020 andauernden Gefährdung von Anleger- und Marktinteressen. Eine nachträgliche Bewilligung dieser Tätigkeit kommt, wie die Vorinstanz zutreffend erwägt, nicht infrage, da die Voraussetzungen hierfür nicht gegeben sind. Die Beschwerdeführerinnen verlangen denn auch keine nachträgliche Bewilligung. Im Übrigen bringen sie auch keine Gründe vor, die gegen eine Liquidation sprächen, zumal sie in der bundesgerichtlichen Beschwerde nur dartun, keine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausgeübt zu haben. Im Lichte der gesetzlichen Regelung und der dazu ergangenen bundesgerichtlichen Rechtsprechung kann von einer Liquidation der Beschwerdeführerin 1 und 2 gemäss Art. 36 BEHG (vgl. auch Art. 66 FINIG ) nicht abgesehen werden.

### **E. 7.4**

Unter dem Gesichtspunkt der Verhältnismässigkeit stellt sich lediglich die Frage, ob die Beschwerdeführerinnen, die mit dem Verkauf von Recycling-Abonnements auch einer nicht bewilligungspflichtigen Tätigkeit nachgehen, im Sinne eines milderen Mittels lediglich teilweise zu liquidieren sind. Die Vorinstanz hat die Voraussetzungen einer Teilliquidation ausführlich geprüft. Mit der entsprechenden Würdigung setzen sich die Beschwerdeführerinnen in der bundesgerichtlichen Beschwerde nicht auseinander. Sie machen bloss pauschal geltend, bei der Teilliquidation handle es sich um das mildere Mittel.

#### **E. 7.4.1**

Die vorinstanzliche Beurteilung ist nicht zu beanstanden: Über Jahre hinweg habe bei der Beschwerdeführerin 1 ein Chaos in der Buchhaltung geherrscht, sodass den Ankeraktionären beispielsweise Aktienkäufe gutgeschrieben worden seien, welche so nie stattgefunden hätten. Weiter seien die durch die gruppenweise Emissionshaustätigkeit unrechtmässig erzielten Mittel, die der Beschwerdeführerin 1 zugeflossen seien, auf dem regulären Geschäftskonto vereinnahmt und somit mit den übrigen Einnahmen vermischt und für den Aufbau der Recyclingtätigkeit verwendet worden. Damit seien die Zuflüsse aus der bewilligungspflichtigen Tätigkeit in das nicht bewilligungspflichtige Geschäft geflossen und könnten nicht mehr von den übrigen Mitteln abgegrenzt werden (vgl. E. 6.5 des angefochtenen Urteils). Eine getrennte Behandlung im Rahmen eines Teilliquidationsverfahren fällt, wie die Vorinstanz zutreffend erwägt, somit ausser Betracht. Ausserdem überstiegen die Erträge und Aufwände aus der Aktienverkaufstätigkeit der Beschwerdeführerin 1 diejenigen Erträge und Aufwände des Vertriebs von Recycling-Abonnements deutlich (vgl. E. 6.6.1 hiervor), sodass der Vertrieb von Aktien keinesfalls von untergeordneter Bedeutung war.

#### **E. 7.4.2**

Weiter kann bei einem Fortbestehen der Beschwerdeführerin 1 nicht davon ausgegangen werden, dass künftig kein relevantes Risiko mehr besteht, dass wiederum gesetzeswidrige bewilligungspflichtige Aktivitäten entfaltet werden. E. \_\_\_\_\_ besetzt nach wie vor die Position des Verwaltungsratspräsidenten der Beschwerdeführerin 1 und ist letzter verbleibender Mehrheitsaktionär der Beschwerdeführerin 1, womit ihm immer noch eine Schlüsselrolle in der Gesellschaft zukommt. Auch die Beschwerdeführerin 2 hat denselben Verwaltungsratspräsidenten sowie dieselben Verwaltungsratsmitglieder und aufgrund der symmetrischen Abspaltung dasselbe Aktionariat (vgl. E. 2 hiervor). Da die Voraussetzungen der Teilliquidation nicht erfüllt sind, ist die Liquidation der Beschwerdeführerinnen zur Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands gemäss Art. 31 Abs. 1 FINMAG erforderlich und verhältnismässig.

#### **E. 7.5**

Nach dem Gesagten liegt keine Verletzung des Grundsatzes der Verhältnismässigkeit vor. Es ist nicht zu beanstanden, dass die Vorinstanz die angeordnete vollständige Liquidation bestätigt hat.

#### **E. 8**

Im Ergebnis erweist sich die Beschwerde als unbegründet, weshalb sie abzuweisen ist. Die angeordnete Liquidation ist der Vorinstanz folgend zu bestätigen, wobei sich die Wirkung der Verfügung der FINMA vom 21. November 2023 respektive des angefochtenen Urteils vom 17. Oktober 2024 nicht nur auf die Beschwerdeführerin 1 beschränkt, sondern

aufgrund des Eintritts der Beschwerdeführerin 2 in das bundesgerichtliche Verfahren 2C\_597/2024 zufolge Universalsukzession auf beide Beschwerdeführerinnen erstreckt (vgl. E. 2 hiavor).

Bei diesem Verfahrensausgang tragen die Beschwerdeführerinnen die Gerichtskosten zu gleichen Teilen und unter solidarischer Haftung ( Art. 66 Abs. 1 und Abs. 5 BGG ). Parteienschädigungen sind nicht geschuldet ( Art. 68 Abs. 1 und Abs. 3 BGG ).

Export aus OpenCaseLaw (CC0). Verbindlich ist allein der vom erlassenden Gericht veröffentlichte Originaltext. Quellen-URL siehe oben.