



Urteil vom 4. Februar 2022

Besetzung

Richter Ronald Flury (Vorsitz),
Richterin Eva Schneeberger, Richter Jean-Luc Baechler,
Gerichtsschreiber Matthias Uffer.

Parteien

A. _____ AG,
(...)
vertreten durch die Rechtsanwälte
lic. iur. Thomas Keller und lic. iur. Thomas Schindler,
(...)
Beschwerdeführerin,
gegen

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA,
(...)
Vorinstanz.

Gegenstand

Unerlaubte Tätigkeit als Effekthändlerin / Liquidation /
Unterlassungsanweisung und Publikation.

Sachverhalt:**A.**

Die A. _____ AG (nachfolgend: (...) Beschwerdeführerin) wurde am (...) März 2000 ins Handelsregister des Kantons Zürich eingetragen. Sie bezweckt laut Statuten die Erbringung von Finanzdienstleistungen, insbesondere (...). Angaben auf ihrer Homepage (...) in den Jahren 2010 und 2011 zufolge bestand ihre Tätigkeit darin, kapitalsuchende Wachstumsunternehmen mit Eigenkapital zu versorgen sowie durch Beratung des Managements und bei der Ausarbeitung der Unternehmensstrategie zu unterstützen (siehe dazu G01160390 1/023 und die archivierten, über <<https://web.archive.org>> abrufbaren Fassungen der Homepage).

Die Beschwerdeführerin beschäftigte eigenen Angaben zufolge zwölf Mitarbeiter, darunter ein Sekretariat und Telefonverkäufer, die potenziellen Anlegern bestimmte Effekten anboten. In der hier massgeblichen Zeit führten B. _____ und C. _____ die Geschäfte der A. _____ AG, wobei ersterer seit der Gründung der Beschwerdeführerin im Jahr 2001 Verwaltungsratsmitglied ist und Einzelunterschrift hat. N. _____, bis Frühjahr 2018 formell als Geschäftsführer der A. _____ AG eingetragen, hatte gemäss Aussagen von B. _____ und C. _____ keine reale Führungsfunktion (vgl. SA 20501008; G01160390 2 S. 188 Rz. 7).

Von April 2008 bis Mai 2016 vermittelte die Beschwerdeführerin insbesondere durch Telefonmarketing an über 200 Anleger Effekten der D. _____ AG (DE), mit Sitz in Berlin (...). Damit nahm sie über EUR 66 Mio. auf. In Verträgen mit Anlegern zum Kauf der Effekten trat als Verkäuferin die E. _____ Ltd (BVI), britische Jungferninseln, auf (...). Die Anleger erhielten eine Zuteilungsbestätigung, welcher zufolge sie an einem Aktien-Globalzertifikat der E. _____ Ltd (BVI) beteiligt seien. Vom Geld, das die Anleger der E. _____ Ltd (BVI) überwiesen, zog die A. _____ AG Verkaufsprovisionen von durchschnittlich ca. 25 % des Verkaufspreises ab (vgl. SA 50301120).

Die D. _____ AG (DE) war per Umwandlungsbeschluss vom 28. August 2009 aus der im Jahr 2005 gegründeten D. _____ GmbH (DE) heraus entstanden. Am 21. Juli 2010 wurde sie als Aktiengesellschaft im Handelsregister eingetragen. Gemäss Registerbeschrieb bezweckte sie die industrielle Fertigung und den Vertrieb von innovativen, erstmalig wiederverwertbaren Medizinprodukten. Zum Zeitpunkt der Umwandlung zählte sie als Gesellschafter die F. _____ AG (DE), Berlin (...), die E. _____ Ltd (BVI), die H. _____ Ltd, London (...), die J. _____ Ltd, London (...), und

M._____ (angefochtene Verfügung Rz. 7). Laut Term-Sheets der Jahre 2010 bis 2014 setzte sich das Aktionariat der D._____AG (DE) wie folgt zusammen: 40 % der Aktien waren der E._____Ltd (BVI) zugeordnet, 25 % der F._____AG (DE), weitere 25 % einem «strategische[n] Investor aus Hong Kong» und restliche 10 % waren im Besitz von Personen aus dem Kreis von «Geschäftsleitung/Aufsichtsrat» (SA 50802127 ff.; 50802153, 50802165, 50802170 ff., 50802178). Es fanden im Laufe der Jahre mehrere Kapitalerhöhungen statt.

Im Januar 2018 ordnete das Amtsgericht Charlottenburg die vorläufige Insolvenzverwaltung über das Vermögen der D._____AG (DE) an. Das Insolvenzverfahren ist inzwischen abgeschlossen.

B.

B.a Wegen Verdachts auf Ausübung einer bewilligungspflichtigen Effektenhandelstätigkeit ohne entsprechende Bewilligung (Art. 10 Abs. 1 und Art. 2 lit. d des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995; Börsengesetz, BEHG, [AS 1997 68]) eröffnete die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (nachfolgend: «Vorinstanz») gegen die A._____AG, B._____ und C._____ ein Verfahren nach Art. 53 des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (FINMAG, SR 956.1). Am 23. Juni 2017 wurde der Beschwerdeführerin die Eröffnung des Verfahrens angezeigt und ihr der provisorische Sachverhalt zwecks Stellungnahme zugestellt. Die Vorinstanz warf ihr vor, im Rahmen der Platzierung von Effekten der D._____AG (DE) gemeinsam mit anderen, eng verflochtenen Akteuren gruppenweise eine bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit i.S.v. Art. 3 Abs. 2 der Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung, BEHV, [AS 1997 85]) ausgeübt zu haben.

Dem Enforcementverfahren der FINMA waren Ermittlungen der Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich gegen B._____ und C._____ u.a. wegen Verdachts auf Betrug, Geldwäscherei und eine Emissionshaustätigkeit ohne Bewilligung i.S.v. Art. 44 Abs. 1 FINMAG vorausgegangen, im Rahmen welcher es zur gegenseitigen Amtshilfe kam. Die angefochtene Verfügung der Vorinstanz stützt sich massgeblich auf Akten, die von der Staatsanwaltschaft übernommen wurden und damit Teil der Vorakten bilden (zit. jeweils mit «SA [...]»).

B.b Die Beschwerdeführerin bestritt in ihrer Stellungnahme die gruppenweise Ausübung einer Emissionshaustätigkeit im Zusammenhang mit dem Verkauf von Effekten der D._____AG (DE). Sie habe fast ausschliesslich Aktien des Sekundärmarktes weitervermittelt.

Die Vorinstanz hielt daraufhin im Wesentlichen am provisorisch erstellten Sachverhalt fest und schloss das vorinstanzliche Verfahren mit Endverfügung vom 22. März 2018 ab. Gemäss Dispositiv hätten die Parteien ohne die erforderliche Bewilligung gewerbsmässigen Effektenhandel betrieben und aufsichtsrechtliche Bestimmungen schwer verletzt (Ziff. 1); da die Beschwerdeführerin die Voraussetzungen für die Erteilung der Bewilligung nicht erfülle, sei eine nachträgliche Bewilligungserteilung ausgeschlossen (Ziff. 2). Die Vorinstanz verfügt gestützt hierauf: die Auflösung und Liquidation der Beschwerdeführerin (Ziff. 3), die Einsetzung einer Liquidatorin (Ziff. 4) und die Auferlegung der Liquidationskosten auf die Beschwerdeführerin (Ziff. 5); zudem den Entzug der Vertretungsbefugnis der bisherigen Organe (Ziff. 6); unter Strafandrohung nach Art. 48 FINMAG (Ziff. 7) das Verbot an die bisherigen Organen, ohne Zustimmung der Liquidatorin Rechtshandlungen für die Gesellschaft vorzunehmen (Ziff. 8a), sowie die Verpflichtung, der Liquidatorin alle Informationen und Unterlagen zu den Geschäftsaktivitäten zur Verfügung zu stellen und Zugang zu den Räumlichkeiten zu verschaffen (Ziff. 8b); die Anweisung an das Handelsregisteramt, die Einschränkungen zu vermerken (Ziff. 9); die Publikation der Liquidation auf der Internetseite der Vorinstanz (Ziff. 10); überdies die Sperrung von Kontoverbindungen und Depots (Ziff. 14). Ausserdem wurde gegenüber B._____ und C._____ eine Unterlassungsanweisung unter Strafandrohung nach Art. 48 FINMAG ausgesprochen (Ziff. 11, 12) und deren Publikation für die Dauer von fünf Jahren angeordnet (Ziff. 13). Die vorinstanzlichen Verfahrenskosten wurden auf CHF 45'000.- gesetzt, wegen der unentgeltlichen Rechtspflege von C._____ auf CHF 35'000.- reduziert und in dieser Höhe B._____ und der Beschwerdeführerin solidarisch auferlegt (Ziff. 15).

C.

Gegen die Verfügung vom 22. März 2018 erhob die A._____AG am 8. Mai 2018 Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht. B._____ und C._____ reichten ebenfalls je Beschwerde ein (Verfahren B-2683/2018 bzw. B-2713/2018). Es wurde ein doppelter Schriftenwechsel durchgeführt.

C.a In ihrer Beschwerde beantragt die Beschwerdeführerin die vollumfängliche Aufhebung der angefochtenen Verfügung. Sie rügt die unvollständige und unrichtige Sachverhaltserstellung: Die Verflechtungen zu anderen Akteuren der laut Vorinstanz bestehenden Gruppe beständen nicht respektive seien nicht eng im Sinne des aufsichtsrechtlichen Gruppenkonzepts. Die Vorinstanz habe zudem bei der Erstellung des Sachverhalts keine entlastenden Elemente berücksichtigt und dadurch Verfahrensrechte verletzt. In materieller Hinsicht rügt die Beschwerdeführerin eine Verletzung von Bundesrecht im Sinne einer falschen Auslegung und Anwendung der Bewilligungsvoraussetzungen gemäss Art. 10 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 2 BEHV. Anstoss nimmt die Beschwerdeführerin insbesondere an der Zuordnung ihrer Tätigkeit im Zusammenhang mit dem Verkauf von Effekten der D._____AG (DE) zum Primärmarkt. Zudem bestreitet sie teilweise die Annahme, die von ihr vermittelten Effekten seien zwecks öffentlicher Platzierung (fest) übernommen worden. Ausserdem rügt die Beschwerdeführerin, die verfügten Massnahmen seien unverhältnismässig und die Höhe der Verfahrenskosten ungerechtfertigt.

Die Beschwerdeführerin hält in ihrer Replik vom 21. Dezember 2018 und mit Stellungnahme vom 1. März 2019 zur Duplik der Vorinstanz an ihren Anträgen und Ausführungen fest. Sie argumentiert unter anderem, dass die Bestätigung der gegen B._____ verfügten Massnahmen zu ihrer absehbaren Handlungsunfähigkeit führen würde, weswegen sie ein Interesse an der Aufhebung der gegen ihre Organe gerichteten Massnahmen habe. In materieller Hinsicht widersetzt sie sich dabei der Zuordnung aller anlässlich der Formumwandlung der D._____AG (DE) entstandenen Aktien zum Primärmarkt. Sie argumentiert überdies, die Vorinstanz habe ungenügend begründet bzw. nicht bewiesen, inwiefern die F._____AG (DE) und die D._____AG (DE) eine Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn mit der Beschwerdeführerin (u.a.) bildeten. Belege einer Absprache mit diesen Gesellschaften hinsichtlich einer arbeitsteiligen Primärmarktplatzierung habe die Vorinstanz nicht vorgelegt.

C.b Mit Vernehmlassung vom 8. Oktober 2018 beantragt die Vorinstanz die Abweisung der Beschwerde, soweit auf sie einzutreten sei. Formell bestreitet sie die Beschwerdelegitimation der Beschwerdeführerin bezüglich der Massnahmen, die gegen C._____ und B._____ gerichtet sind; nicht einzutreten sei auf die Begehren der Beschwerdeführerin auf vollumfängliche Aufhebung der angefochtenen Verfügung oder auf Aufhebung der Dispositiv-Ziff. 8, 11, 12 und 16. Sie gibt an, sich mit den Einwänden der Beschwerdeführerin beschäftigt und deren Vorbringen widerlegt zu haben; sie

verweist dabei auf Anpassungen im Sachverhalt und merkt an, sie habe sich in ihrer Begründung überdies zulässigerweise auf die notwendigen und für den Entscheid wesentlichen Punkte beschränkt. Ferner vertieft sie die Darlegung der Gründe, die für die Anwendung des aufsichtsrechtlichen Gruppenkonzepts und, damit verbunden, für die Annahme der Ausübung einer bewilligungspflichtigen Tätigkeit der Gruppe auf dem Primärmarkt sprächen. Mit Duplik vom 11. Februar 2019 hält die Vorinstanz an ihren Anträgen fest und wiederholt ihre Einschätzung, wonach die A._____AG im Verbund mit anderen Akteuren einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn neu geschaffene Effekten auf dem Primärmarkt platziert habe. Sie führt dies unter anderem auf die Formumwandlung der D._____AG (DE) im August 2009 und Kapitalerhöhungen in diesem Kontext zurück.

Das Bundesverwaltungsgericht zieht in Erwägung:

1.

1.1 Das Bundesverwaltungsgericht ist zur Beurteilung der vorliegenden Beschwerde gegen eine Endverfügung auf dem Gebiet der Finanzmarktaufsicht zuständig (Art. 54 Abs. 1 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes vom 22. Juni 2007 [FINMAG, SR 956.1] i.V.m. Art. 31 f. sowie Art. 33 Bst. e des Bundesgesetzes über das Bundesverwaltungsgericht vom 17. Juni 2005 [VGG, SR 173.32]).

1.2 Die Beschwerdeführerin hat am vorinstanzlichen Verfahren teilgenommen, ist durch die sie unmittelbar als Gesellschaft betreffenden Feststellungen und Anordnungen der angefochtenen Verfügung besonders berührt und hat als Verfügungsadressatin insoweit ein schutzwürdiges Interesse an deren Aufhebung oder Änderung (Art. 48 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 20. Dezember 1968 über das Verwaltungsverfahren [VwVG, SR 172.021]; vgl. BGE 136 II 304 E. 2.3.1; Urteil des BGer 2A.230/1999 vom 2. Februar 2000 E. 1f; Urteil des BGer 2C_894/2014 vom 18. Februar 2016 E. 3; anders jedoch Urteile des BGer 2C_303/2016 vom 24. November 2016 E. 2.5.1, 2C_305/2016 vom 24. November 2016 E. 2.1 und 2C_352/2016 vom 9. Dezember 2016 E. 1.2.3).

1.3 Die Beschwerdeführerin beantragt die umfassende Aufhebung der angefochtenen Verfügung. Die Vorinstanz bestreitet die Beschwerdelegitimation hinsichtlich der Dispositiv-Ziffern, die C._____ und/oder B._____ betreffen.

1.4 Beschwerdelegitimiert ist die Beschwerdeführerin, soweit sie selbst betroffen ist, in Bezug auf die angefochtene Feststellung in Dispositiv-Ziff. 1, wonach sie, B._____ und C._____ «als Gruppe ohne Bewilligung gewerbmässig den Effektenhandel betrieben und damit aufsichtsrechtliche Bestimmungen schwer verletzt haben». Einzutreten ist zudem auf die Beschwerde in Bezug auf den Entzug der Vertretungsbefugnis der bisherigen Organe der Beschwerdeführerin (Dispositiv-Ziff. 6), auf das Verbot an diese, ohne Zustimmung der Liquidatorin Rechtshandlungen für die Gesellschaft vorzunehmen (Dispositiv-Ziff. 8a), und auf die Verpflichtung, der Liquidatorin alle Informationen und Unterlagen zu den Geschäftsaktivitäten zur Verfügung zu stellen und Zugang zu den Räumlichkeiten zu verschaffen (Dispositiv-Ziff. 8b). Dabei handelt es sich um Massnahmen, die sich akzessorisch zur angeordneten Liquidation verhalten und mit dieser eng zusammenhängen, sodass sie auch in diesem Zusammenhang zu prüfen sind. Ebenso verhält es sich betreffend den Hinweis auf die Strafandrohung nach Art. 48 FINMAG (Dispositiv-Ziff. 7). Unstrittig einzutreten ist im Übrigen auch auf die Anfechtung der Dispositiv-Ziff. 2, 3, 4, 5, 9, 10, 14, 15.

Nicht beschwerdelegitimiert i.S.v. Art. 48 VwVG ist die Beschwerdeführerin bezüglich der gegen B._____ und C._____ gerichteten Unterlassungsanweisung, der damit verbundenen Strafandrohung und der Anordnung ihrer Publikation (Dispositiv-Ziff. 11-13), da diese sie nicht besonders berühren und ihr ein schutzwürdiges Interesse an der Aufhebung oder Änderung dieser Anweisungen respektive Anordnungen fehlt. Auf die Begehren auf Aufhebung dieser Dispositiv-Ziffern ist damit nicht einzutreten. Ebenfalls nicht einzutreten ist auf das Rechtsbegehren auf «vollumfängliche» Aufhebung der angefochtenen Verfügung insoweit, als damit Dispositiv-Ziff. 16 mitangefochten ist, die die Vergütung des Honorars der unentgeltlichen Rechtsbeistände von C._____ betrifft. Diesbezüglich fehlt der Beschwerdeführerin die Beschwerdelegitimation.

Die Anforderungen an Frist und Form der Beschwerdeschrift sind gewahrt (vgl. Art. 50 Abs. 1 und 52 Abs. 1 VwVG), der Kostenvorschuss wurde geleistet (vgl. Art. 63 Abs. 4 VwVG). Mit den genannten Einschränkungen ist damit auf die Beschwerde einzutreten.

2.

Dem streitgegenständlichen Vorwurf der Vorinstanz, die Beschwerdeführerin habe sich an einer ohne die erforderliche Bewilligung ausgeübten Emissionshaustätigkeit einer Gruppe beteiligt, liegt ein Sachverhalt zugrunde, der sich im Wesentlichen zwischen dem Jahr 2008 und Mai 2016 ereignet

hat. Auf diesen Sachverhalt sind in intertemporaler Hinsicht grundsätzlich die in jenem Zeitraum geltenden Rechtssätze, nämlich insbesondere das FINMAG und das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, aBEHG; SR 954.1, in Kraft bis zum 31. Dezember 2019) anwendbar (Urteile des BVGer B-5540/2018 vom 17. August 2020 E. 2; B-8363/2007 vom 18. Dezember 2008 E. 3.2; Urteile des BGer 2C_136/2019 vom 14. Januar 2020 E. 2.1; 2C_122/2018 vom 2. April 2019 E. 3.1).

Per 1. Januar 2016 wurde das BEHG zum Grossteil in das neue Finanzmarktinfrastrukturgesetz vom 19. Juni 2015 (FinfraG, SR 958.1) überführt. Die verbleibenden Bestimmungen zu den Effektenhändlern, neu als Wertpapierhäuser bezeichnet, wurden im Finanzinstitutsgesetz vom 15. Juni 2018 (FINIG, SR 954.1; in Kraft seit 1. Januar 2020; insb. Art. 2, 41 ff. FINIG) geregelt und das BEHG vollständig aufgehoben (vgl. Botschaft vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz [FIDLEG] und zum Finanzinstitutsgesetz [FINIG] [nachfolgend: Botschaft FIDLEG/FINIG], BBI 2015 8901, 9032 und 9043). Auch die Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung, aBEHV; SR 954.11. in Kraft bis zum 31. Dezember 2019) wurde per 1. Januar 2020 aufgehoben (AS 2019 4633, 4674) und durch die Verordnung über die Finanzinstitute vom 6. November 2019 (Finanzinstitutsverordnung, FINIV, SR 954.11) ersetzt.

In der Botschaft wies der Bundesrat darauf hin, dass die in Art. 3 Abs. 2 und 3 aBEHV geregelten Effektenhändlerkategorien 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.

Weil die der angefochtenen Verfügung zugrundeliegende Tätigkeit der Beschwerdeführerin noch nach dem aBEHG und der aBEHV zu würdigen ist, wird im vorliegenden Entscheid auch die Terminologie jener Erlasse 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 sie Kenntnis von Verstössen gegen die Gesetze des Finanzmarktrechts oder von sonstigen Missständen, sorgt sie für deren Beseitigung und für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands (Art. 31 FINMAG). Ihre Aufsicht ist nicht auf unterstellte Betriebe beschränkt, sondern erstreckt sich auf die Abklärung der Bewilligungspflicht und die Ermittlung von Personen, die finanzmarktrechtswidrige Tätigkeiten ausüben. Im Falle hinreichend konkreter Anhaltspunkte für eine bewilligungspflichtige Geschäftstätigkeit trifft sie die notwendigen Anordnungen (Art. 37 Abs. 3 FINMAG; vgl. BGE 135 II 356 E. 3.1 und BGE 132 II 382 E. 4.2). 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 Aufsicht der Vorinstanz ist dabei nicht auf die ihr bereits unterstellten Betriebe beschränkt, sondern erfasst auch die Abklärung der finanzmarktrechtlichen Bewilligungspflicht und die Ermittlung von Finanzintermediären, die in Verletzung gesetzlicher Bestimmungen tätig sind. Sie ist berechtigt, die in den Finanzmarktgesetzen vorgesehenen Mittel auch gegenüber Instituten und 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 und BGE 132 II 382 E. 4.2, je m.w.H.).

4.

Streitgegenstand ist, ob die Beschwerdeführerin anlässlich der Vermittlung von D. _____ AG-Effekten an einer ohne Bewilligung ausgeübten, bewilligungspflichtigen Effektenhandelstätigkeit nach Art. 10 aBEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 aBEHV 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. 3 Abs. 2 aBEHV).

Die Beschwerdeführerin rügt zunächst in unterschiedlicher Hinsicht sinngemäss eine Verletzung des Rechts auf ein faires Verfahren und des rechtlichen Gehörs (Art. 29 Abs. 1 BV). Die Vorinstanz habe im Rahmen der Sachverhaltserstellung die Erklärungen und «entlastenden» Darlegungen der Beschwerdeführerin ohne jegliche Würdigung übergangen und die Beweise nicht unvoreingenommen gewürdigt.

Auf diese formelle Rüge ist vorab einzugehen:

4.1 Der Anspruch auf rechtliches Gehör im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BV und die damit verbundene Begründungspflicht bedeuten nicht, dass sich die verfügende Behörde mit allen Parteistandpunkten einlässlich auseinandersetzen und jedes einzelne Vorbringen in der Verfügung respektive im Entscheid zu widerlegen hätte. Sie kann sich vielmehr auf die notwendigen, für den Entscheid wesentlichen Punkte beschränken (BGE 140 II 262 E. 6.2; BGE 136 I 184 E. 2.2.1; Urteil des BVGer B-1048/2018 vom 19. Mai 2020 E. 4.1.1-4.1.3).

Vorliegend ist nicht ersichtlich, inwiefern die Vorinstanz das rechtliche Gehör der Beschwerdeführerin verletzt oder ihre Begründungspflicht missachtet haben sollte: Die detaillierte Sachverhaltsdarstellung und die Dichte der Belege zeugen vielmehr davon, dass sich die Vorinstanz pflichtgemäss mit dem Untersuchungsgegenstand und den Vorbringen der Beschwerdeführerin auseinandersetzte. Nach Eingang der Stellungnahme zum provisorischen Sachverhalt hat die Vorinstanz zudem gewisse Anpassungen am Sachverhalt vorgenommen und Belege ergänzt. Dass sich der Sachverhalt gemäss angefochtener Verfügung nur geringfügig vom provisorisch erstellten Sachverhalt unterscheidet, zu dem sich die Beschwerdeführerin im vorinstanzlichen Verfahren geäussert hatte, ist nicht als Indiz der Verletzung des rechtlichen Gehörs zu sehen, sondern spricht vielmehr dafür, dass bereits der provisorische Sachverhalt sorgfältig erstellt worden war und sich auf umfassende Belege stützte. Zudem hat die Beschwerdeführerin mit ihrer Stellungnahme zum provisorischen Sachverhalt nicht etwa neue rechtserhebliche Belege eingereicht, sondern vor allem ihre alternative Deutung der belegten Umstände offeriert. Dass die Sachverhaltsdarstellung der Vorinstanz in der Folge weitgehend unverändert blieb, ist unter dem Gesichtspunkt des rechtlichen Gehörs und der Begründungspflicht unproblematisch. In den Akten sind denn auch keine Belege ersichtlich,

deren Berücksichtigung zu einer anderen, aus Sicht der Beschwerdeführerin günstigen Sachverhaltsdarstellung führen müsste.

Die Beschwerdeführerin legt im Übrigen nicht substantiiert dar, welche entscheidungswesentlichen Sachverhaltselemente die Vorinstanz trotz Vorbringen der Beschwerdeführerin übergangen hätte. Gerade in Bezug auf die Annahme der Gruppenverbindung zur F._____AG (DE) und zur D._____AG (DE), welche die Beschwerdeführerin besonders beanstandet, sind die Überlegungen, von denen sich die Vorinstanz leiten liess, ohne weiteres erkennbar. Damit ist der angefochtene Entscheid auch so begründet, dass eine Anfechtung in Kenntnis der Entscheidungsgründe möglich ist.

Von einer Verletzung des rechtlichen Gehörs respektive der Begründungspflicht, wie sie die Beschwerdeführerin sinngemäss rügt, kann folglich nicht die Rede sein.

4.2 Soweit die Beschwerdeführerin dagegen sinngemäss eine Verletzung der Untersuchungsmaxime gemäss Art. 53 FINMAG i.V.m. Art. 12 VwVG oder eine Verletzung der Verfahrensfairness (Art. 29 Abs. 1 BV) dadurch rügen sollte, dass die Vorinstanz ihre Erklärungen und «entlastenden» Darlegungen ungenügend berücksichtigt habe, ist ihr ebenfalls nicht zu folgen. Dass die angefochtene Verfügung mehr belastende als entlastende Elemente aufführt, ist jedenfalls in casu nicht Ausdruck eines voreingenommenen Vorgehens. Es zeugt vielmehr davon, dass sich die von der Vorinstanz dargelegten Sachverhaltselemente und Belege plausibel zu einem Gesamtbild zusammenfügen, das der «entlastenden» Darlegung der Beschwerdeführerin weitgehend widerspricht. Es liefe der Untersuchungsmaxime zuwider, wenn sich die Vorinstanz in dieser Konstellation künstlich um ein Gleichgewicht entlastender und belastender Momente in der Sachverhaltsdarstellung bemühen würde. Der Vorwurf der Voreingenommenheit der Vorinstanz stösst sich überdies daran, dass diese keineswegs bei erster Gelegenheit, also etwa anlässlich ihrer Vorabklärungen im März 2010, ein Verfahren gegen die Beschwerdeführerin anstrebte, sondern erst im Jahr 2016 infolge der Eröffnung eines Strafverfahrens durch die Staatsanwaltschaft des Kantons Zürich.

Damit erweisen sich die sinngemässen Rügen der Beschwerdeführerin bezüglich einer Verletzung der Untersuchungsmaxime, des Ermessensmissbrauchs beim Erstellen des Sachverhalts, der Voreingenommenheit oder

einer Verletzung der Verfahrensfairness, soweit überhaupt genügend substantiiert, als unbegründet.

4.3 Soweit die Rügen auf die Sachverhaltswürdigung der Vorinstanz hinsichtlich der Verbindungen der Beschwerdeführerin zu anderen Beteiligten (dazu insb. E. 5.1) oder auf die Kriterien einer Emissionshaustätigkeit (dazu E. 5.2-5.6) zielen, welchen die Beschwerdeführerin ihre abweichende Deutung entgegenstellt, wird hierauf in den nachfolgenden Erwägungen einzugehen sein.

5.

Zu prüfen ist, ob die Beschwerdeführerin gemeinsam mit anderen Akteuren gruppenweise ohne die erforderliche Bewilligung eine unterstellungspflichtige Emissionshaustätigkeit ausgeübt hat.

5.1 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 das Geschäft mit D. _____ AG-Effekten gemeinsam mit anderen Beteiligten einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn in koordinierter Weise ausgeübt. Diese Feststellung ist in einem ersten Schritt (E. 5.1) zu überprüfen. Ist von einer gruppenweisen Tätigkeit auszugehen, wird bei Prüfung der Kriterien der Unterstellungspflicht für Emissionshäuser nach Art. 10 aBEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 aBEHV und Art. 3 Abs. 2 aBEHV eine Gesamtbetrachtung einzunehmen sein (E. 5.2-5.6):

5.1.1 Die Vorinstanz und die Beschwerdeführerin äussern sich wie folgt:

5.1.1.1 Die Vorinstanz zählt zur Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn, in deren Rahmen sich die Beschwerdeführerin an einer unerlaubten Emissionshaustätigkeit mit Effekten der D. _____ AG (DE) beteiligt haben soll, namentlich auch B. _____, C. _____, die E. _____ Ltd (BVI), die K. _____ Corp (BVI) (...), die F. _____ AG (DE) und die D. _____ AG (DE) sowie wohl G. _____ (vgl. angefochtene Verfügung Rz. 7, 8, 19-23, 27, 29 und 30). Als Beleg führt die Vorinstanz Auszüge aus der Korrespondenz der Beteiligten und andere Indizien einer koordinierten Gruppentätigkeit auf. Enge Verflechtungen der Beschwerdeführerin und ihrer Organe auch mit der F. _____ AG (DE) und der D. _____ AG (DE) begründet sie insbesondere mit Verweis auf mehrere Indizien einer koordinierten Mitwirkung dieser zwei Gesellschaften an der Vorbereitung des Verkaufs von

D._____AG-Effekten an unbeteiligte Anleger durch die Beschwerdeführerin respektive die E._____Ltd (BVI) in den Jahren 2008 bis 2016. Sie hebt hervor, dass die von B._____ und C._____ beherrschte E._____Ltd (BVI) zu gewissen Zeiten die anteilmässig grösste Aktionärin der D._____AG (DE) gewesen sei und mit der ebenfalls von den Organen der A._____AG beherrschten K._____Corp (BVI) über die Mehrheit der Aktien verfügt habe. Aufgrund der Beherrschung der E._____Ltd (BVI) durch die Verantwortlichen und hauptsächlichen Inhaber der Beschwerdeführerin rechnet die Vorinstanz auch Kontakte der E._____Ltd (BVI) zur F._____AG (DE) und zur D._____AG (DE) der Beschwerdeführerin zu. Sie betont, dass in der Korrespondenz der E._____Ltd (BVI) respektive ihrer Direktorin mit der F._____AG (DE) und der D._____AG (DE) in Bezug auf Entscheidungen betreffend das Geschäft mit D._____AG-Effekten wiederholt auf eine vorgängige Besprechung oder Abstimmung der F._____AG (DE) mit B._____ oder C._____ Bezug genommen werde (vgl. angefochtene Verfügung Rz. 22-33 und 50-52). Die Vorinstanz führt zudem folgende Indizien auf: ein Schreiben von G._____ vom 6. November 2009, wonach dieser mit den Verantwortlichen der A._____AG einen Pool-Vertrag zur gemeinsamen Kontrolle der D._____AG (DE) vereinbart habe; ein Fax der F._____AG (DE) an die E._____Ltd (BVI) mit Entwurf eines «Options-Aktienkaufvertrag[s]» vom Oktober 2009 zur Regelung der Übertragung von D._____AG-Effekten von der F._____AG (DE) auf die E._____Ltd (BVI), welcher bereits zwischen der A._____AG und der F._____AG (DE) einvernehmlich abgestimmt worden sei und den die Direktorin der E._____Ltd (BVI) daher nur gegenzeichnen sollte; die Korrespondenz betreffend den Rückgriff der F._____AG (DE) auf die E._____Ltd (BVI) im Zusammenhang mit Steuernachforderungen, zu welchen es infolge von Kapitalerhöhungen der D._____AG (DE) gekommen war. Auf eine Gruppenverbindung deuten aus Sicht der Vorinstanz ausserdem die hohen Provisionseinnahmen der A._____AG von 20-25 % und manchmal bis zu 30 % des Verkaufspreises für die D._____AG-Effekten und die übrigen Kapitalflüsse zugunsten der Organe der A._____AG aus dem Kapital der angeworbenen Anleger.

5.1.1.2 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. Die E._____Ltd (BVI), für welche die Beschwerdeführerin Effekten platzierte, sei mit ihr nicht unter einheitlicher Leitung gestanden. Für die E._____Ltd (BVI) habe sie auf vertraglicher Basis die

Effekten an Privatanleger vermittelt, den Abschluss der Kaufverträge begleitet und sich um Inkasso und Zuteilungsbestätigungen an die Käufer kümmert. Die Kontakte zur E._____Ltd (BVI) und zu ihrer Direktorin seien nicht über das geschäftlich Notwendige hinausgegangen; «allenfalls» habe eine Verbindung zwischen B._____ bzw. C._____ mit der E._____Ltd (BVI) bestanden. Dass sie oder ihre Organe im Rahmen von Verhandlungen mit der F._____AG (DE) oder Gesprächen mit Dritten für die E._____Ltd (BVI) auftrat und handelte, soll nicht ihre Kontrolle der E._____Ltd (BVI) belegen, sondern im Grundverhältnis zur E._____Ltd (BVI) als Verkäuferin der Effekten und den einzelnen Anlegern gründen.

Was die Verbindung zur F._____AG (DE) bzw. zur D._____AG (DE) angeht, argumentiert die Beschwerdeführerin, es fehle an der laut Gruppenpraxis erforderlichen Intensität und Qualität der Kontakte, da nicht koordiniert, arbeitsteilig und zielgerichtet eine der Finanzmarktaufsicht unterstellte Tätigkeit ausgeübt worden sei. Auch sei nicht versucht worden, durch arbeitsteiliges Vorgehen die Bewilligungspflicht zu umgehen. Im Verhältnis zur F._____AG (DE) und zur D._____AG (DE) sei zudem kein einheitliches Auftreten, keine Verwischung der rechtlichen und buchhalterischen Grenzen, kein faktisch gleicher Geschäftssitz gegeben; auch gäbe es keine undurchsichtigen Beteiligungsverhältnisse betreffend andere der Gruppe zugeordnete Akteure. Die E._____Ltd (BVI) habe zu gewissen Zeiten eine sehr wesentliche Beteiligung an der D._____AG (DE) gehalten, doch dies grösstenteils nur «treuhänderisch» für diverse (von der Beschwerdeführerin vermittelte) Anleger. Weil der Einfluss auf die D._____AG (DE) von der Willensbildung zahlreicher Treugeber abhing, könne nicht von einem wesentlichen Einfluss der E._____Ltd (BVI) auf die D._____AG (DE) ausgegangen werden. Die Zusammenrechnung der Beteiligung der K._____Corp (BVI) an der D._____AG (DE) mit den treuhänderisch gehaltenen Beständen der E._____Ltd (BVI) sei unzulässig. Den von G._____ erwähnten Poolvertrag, demzufolge die gemeinsame Kontrolle (der F._____AG (DE), der Beschwerdeführerin und der E._____Ltd (BVI)) über die D._____AG (DE) sichergestellt werden sollte, kenne die Beschwerdeführerin nicht.

Zu den Kontakten zur F._____AG (DE) und zur D._____AG (DE) wendet die Beschwerdeführerin insbesondere ein, sie habe im Sinne einer vertraglichen Nebenleistung jeweils aktuelle Unterlagen der D._____AG (DE) aus praktischen Gründen direkt bei der Geschäftsführung der

D._____AG (DE) eingeholt und den Anlegern zugestellt. In die Herstellung von Quartalsberichten und anderer Dokumente der D._____AG (DE) will sie nicht involviert gewesen sein. Ihr seien die Dokumente nicht zwecks vorgängiger Abstimmung, sondern bei Bedarf zur Information zur Verfügung gestellt worden. Ein massgeblicher Einfluss auf diese Unternehmen sei nicht belegt. Zwar habe die E._____Ltd (BVI) den Erwerb zwecks Haltens und Weiterveräusserns einer grösseren Beteiligung an der D._____AG (DE) bezweckt, doch hätten sich die E._____Ltd (BVI) einerseits und die D._____AG (DE) und F._____AG (DE) andererseits vollständig unabhängig voneinander bewegt und eigene Interessen verfolgt. Dass die Beschwerdeführerin im Auftrag der E._____Ltd (BVI) Verträge mit der F._____AG (DE) ausgehandelt habe, zeuge von der Unabhängigkeit dieser Unternehmen. Sähe man darin eine Abstimmung, belegte dies nur eine Verflechtung der F._____AG (DE) mit der E._____Ltd (BVI).

Auch in Bezug auf die H._____Ltd, die J._____Ltd und M._____bestreitet die Beschwerdeführerin die Existenz einer relevanten Verflechtung mit ihr und den übrigen Beteiligten. Es sei falsch, den Erwerb von D._____AG-Effekten durch diese Gesellschaften respektive M._____als wirtschaftlich nicht real einzustufen.

5.1.2 In Bezug auf das aufsichtsrechtliche Gruppenkonzept und auf die beweiswürdigungsrechtlichen Grundsätze bei der Erstellung des gruppenrelevanten Sachverhalts ist folgendes festzuhalten:

5.1.2.1 Der Unterstellung von Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn unter die Aufsicht der FINMA liegt die Überlegung zugrunde, 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; Urteile des BVGer

B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.4 und B-6736/2013 vom 22. Mai 2014 E. 4.2).

Ein gruppenweises Vorgehen liegt praxisgemäss 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 Indizien 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; BGer 2C_89/2010 vom 10. Februar 2011 E. 3.1 und 3.2; je m.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 BVGer B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.4; Urteile des BGer 2C_89/2010 vom 10. Februar 2011 E. 3.2; 2C_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.2 und 3.1 f., je 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 auch, dass diese Praxis nicht so zu verstehen ist, als wäre eine Umgehungsabsicht wenigstens *einzelner* Gruppenakteure erforderlich (vgl. Urteil des BVGer B-3776/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 4.1.2, wo es hiess, es sei «keine Umgehungsabsicht» erforderlich). Einem solchen Erfordernis fehlte letztlich die gesetzliche Grundlage. Denn während die Unterstellung aufsichtsrechtlicher Gruppen einer konstanten, teleologisch fundierten Praxis zu Art. 10 aBEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 aBEHV entspricht, ist keine Grundlage für eine richterliche Ergänzung der Voraussetzungen der Bewilligungspflicht um das subjektive Kriterium der Umgehungsabsicht ersichtlich. Damit ist auch für die einzelnen Beteiligten der Gruppe keine Umgehungsabsicht vorauszusetzen.

5.1.2.2 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 Beaufichtigten eine Auskunftspflicht (Art. 29 Abs. 1 FINMAG), die praxisgemäss im Zweifelsfall weit auszulegen ist (BGE 126 II 111 E. 3b; BGer-Urteil 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; ZULAUF/WYSS ET AL., Finanzmarktenforcement, 2. Aufl. 2014, S. 67), 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 (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; vgl. auch PIERRE TSCHANNEN, Systeme des Allgemeinen Verwaltungsrechts, 2008, S. 92 f.). 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 Urteile des BGer 2C_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.3.3 und 2A.324/1993 vom 2. März 1994 E. 3c; MÜLLER/HAAS/STAUBER, a.a.O., S. 394). Betroffene, die irreführend Auskunft erteilen, schaden letztlich der eigenen Kreditibilität. 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. BGer 2C_829/2013 vom 7. März 2014, E. 4.4.3; Urteile des BVGer B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 7.3.2; 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 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 dabei nament-

lich dort, wo von den Betroffenen mitverursachte Umstände die Sachverhaltserstellung notorisch erschweren. So ist bei ungewöhnlichen Geschäften (Kriterium des Drittvergleichs), komplexen internationalen Geschäfts- und Rechtsbeziehungen oder der Zwischenschaltung von betrieblich überflüssigen, ausländischen Sitzgesellschaften von einer aufsichtsrechtlichen Gruppe auszugehen, sofern die Indizienlage mangels fundierter Darlegungen der Partei keine andere plausible Erklärung nahelegt (vgl. analog dazu aus der Steuerrechtspraxis des Bundesgerichts: BGer 2C_16/2015 vom 6. August 2015, E.2.5.1-2.5.5, wonach bei Vorliegen ungewöhnlicher Geschäftsvorgänge von einer verdeckten Vergütung an den wirtschaftlich Berechtigten auszugehen ist, wenn es keine andere plausible Erklärung gibt; Urteile des BGer 2C_88/2011 vom 3. Oktober 2011 E. 2.1.2; 2C_199/2009 vom 14. September 2009 E.3.2 und 2C_524/2010 vom 16. Dezember 2010 E.2.4, betr. die umfassende Mitwirkungspflicht der Steuerpflichtigen bei internationalen Geschäfts- und Rechtsbeziehungen und die hiermit verbundenen Folgen der Beweiswürdigung; vgl. auch, betr. die Mitwirkungspflicht nach Art. 29 FINMAG, BGer 2C_829/2013 vom 7. März 2014, E. 4.4.3 f.).

5.1.3 Zu klären ist, ob die Vorinstanz im Zusammenhang mit ihrer Feststellung des Vorliegens der Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn und eines koordinierten Vorgehens beim Geschäft mit D._____AG-Effekten den rechtserheblichen Sachverhalt richtig und vollständig erstellte.

5.1.3.1 Die Beschwerdeführerin wurde in den Jahren 2008 bis 2016 während des Geschäfts mit dem Verkauf von D._____AG-Effekten von B._____ und C._____ geführt. Diese hielten zusammen ca. fünf Sechstel aller 3000 Namenaktien (B._____ hielt 1530 und ab 2015 dann 1999 Namenaktien, C._____ deren 1001). B._____ war Verwaltungsratsmitglied und hatte Einzelunterschrift; C._____ war ebenfalls in führender Weise beteiligt und ist daher ebenfalls als (faktisches) Organ einzustufen (vgl. SA 50301168, 50301182, 50301201, 50301203 f., 50802150 und 30601142: «Managing Partner» der A._____AG gemäss E-Mail-Signatur; SA 30601005; 30601087 ff.; 41101061 f.). In einer Auskunft der A._____AG zuhanden der FINMA vom April 2010 wird C._____ als Mitglied der Geschäftsleitung/Projektleiter bezeichnet und neben B._____ als Kontaktperson angegeben (G01160390 1 S. 041, Ziff. 4). Der im Handelsregister als Geschäftsführer fungierende N._____ hatte dagegen keine Führungsposition inne. B._____ und C._____ waren vielmehr die beiden faktisch geschäftsführenden Organe der A._____AG, wobei sie wohl hierarchisch auf gleicher Stufe standen (vgl. SA 41319030, 41319033, 41319039 f., 41319044 ff) und zueinander ein

gutes, freundschaftliches Verhältnis pflegten (vgl. Form und Inhalt der Korrespondenz der beiden: SA 50802207; 30701056; 50802189). Auf eine gleichrangige Beteiligung an der Führung der Beschwerdeführerin durch B._____ und C._____ deutet auch die Korrespondenz Dritter mit respektive zu den beiden (vgl. SA 50301202; 50301325; 50802219; 50301387; 50301189; vgl. auch SA 50301168) und die Aufteilung der Einnahmen (vgl. Tabelle der Geldflüsse in SA 31201039-31201086).

Die genannten beiden Organe der A._____AG, B._____ und C._____, waren überdies gemeinsam und zu gleichen Teilen an der E._____Ltd (BVI) wirtschaftlich berechtigt. Gegenüber Dritten gab die E._____Ltd (BVI) aber eine andere Person als wirtschaftlich berechtigt an, z.T. auch in beglaubigter Form (SA 40101012, betr. *Establishment of the Beneficial Owner's Identity* vom (...) Dezember 2010; vgl. SA 41305082, Falschangabe des wirtschaftlich Berechtigten mit Beglaubigung des Fürstlichen Landgerichts vom (...) Oktober 2013; vgl. überdies SA 41305338; 41307009; 41305037 ff. und 41305089; ferner SA 41305453). Die E._____Ltd (BVI) wurde dabei indirekt kontrolliert, mithilfe einer Treuhänderin aus dem Fürstentum Liechtenstein. Diese betätigte sich dabei als einziges Stiftungsratsmitglied zweier Stiftungen, deren Begünstigte B._____ und C._____ waren. Die Treuhänderin fungierte zudem als Direktorin der E._____Ltd (BVI). Sie führte die von B._____ oder C._____ angeordneten (Rechts-)Handlungen aus. Dabei korrespondierte sie auch mit der D._____AG (DE) und der F._____AG (DE) (vgl. SA 50802243 ff., 50802300, 50802311; 30601078, 30401001; 50802297 ff.; vgl. auch SA 41305383 ff.). Die wirtschaftliche Berechtigung von B._____ und C._____ zeigt sich vor allem daran, dass sie sich insgesamt knapp EUR 20 Mio. der von Anlegern zum Kauf der D._____AG-Effekten überwiesenen Gelder zufließen liessen (vgl. SA 31201039-31201086). Die Treuhänderin führte die entsprechenden Transaktionen aus (SA 50802218; 50802292; vgl. SA 50802228). Ein wesentlicher Teil der Gelder floss indirekt auf Konten der Organe der A._____AG, via Konten einer auf den britischen Jungferninseln domizilierten Gesellschaft der fraglichen Treuhänderin. Wesentliche Ausschüttungen erfolgten sodann über die Abhebung und Übergabe von Bargeld im Umfang von insgesamt über CHF 10 Mio. sowie über Kassentransaktionen (vgl. SA 31201020 ff.). C._____ und B._____ liessen sich aus den Geldern unter anderem Ferienrechnungen begleichen, wobei sie sich etwa je eine Luxusreise auf die Malediven (z.T. via Dubai) leisteten, für welche insgesamt eine Viertelmillion CHF an den Reiseveranstalter überwiesen wurde (vgl. SA

50802275 ff.). C._____ und B._____ kamen dabei zu gleichen Anteilen in den Genuss dieser Zahlungen (vgl. SA 31201023). Zudem ergibt sich aus den Akten, dass sie die Geschäfte der E._____ Ltd (BVI) gemeinsam führten, einerseits indem die Direktorin gemäss Weisungen der Organe der A._____ AG oder nach Rücksprache mit zumindest einem der beiden handelte (vgl. SA 41319029 f.; 41319073; 41319033; 41101061 f.; vgl. auch SA 50301177), andererseits indem sie sich von der Direktorin bevollmächtigen liessen, auch direkt für die Gesellschaft zu handeln (vgl. SA 50301175; 50301056; vgl. auch SA 50802028). Bereits deshalb ist die These, die Verbindung der Beschwerdeführerin zur E._____ Ltd (BVI) sei nicht übers geschäftlich Notwendige hinausgegangen, unhaltbar. Die E._____ Ltd (BVI) wurde von Zürich aus über eine Treuhänderin aus dem Fürstentum Liechtenstein geführt; sie hatte keine eigenen Räumlichkeiten und unterhielt kein Personal. Als «Kooperationsvereinbarung» betitelte Verträge der E._____ Ltd (BVI) mit der Beschwerdeführerin, welche einige Bedingungen der «Vermittlung» der D._____ AG-Effekten an Privatanleger regelten, wurden für die Beschwerdeführerin durch B._____ und für die E._____ Ltd (BVI) durch deren Direktorin bzw. die Treuhänderin unterzeichnet, die gemäss Weisungen der Organe der A._____ AG handelte. Die A._____ AG kümmerte sich mithilfe der Direktorin um Formulierung, Versand und Abwicklung der Beteiligungsverträge (Aktienkaufverträge) an die erfolgreich angeworbenen Anleger. Die von Anlegern daraufhin unterzeichneten Beteiligungsverträge leitete die A._____ AG an die Direktorin der E._____ Ltd (BVI) (formell der Verkäuferin der Effekten) zwecks Unterschrift weiter. Auch bei Verträgen mit der F._____ AG (DE) betreffend Übernahme von Aktien durch die E._____ Ltd (BVI) handelte die E._____ Ltd (BVI) nicht autonom, sondern als Instrument der A._____ AG. Die Schwelle des bei gewöhnlichen Geschäften Notwendigen wurde damit deutlich überschritten. Folglich ist in Bezug auf die A._____ AG und die E._____ Ltd (BVI) von einer einheitlichen Führung und letztlich von identischen Interessen auszugehen. Damit sind enge Verflechtungen der A._____ AG und ihrer Organe mit der E._____ Ltd (BVI) erwiesen. Die entsprechende Feststellung der Vorinstanz ist nicht zu beanstanden.

5.1.3.2 Die mit der Vermittlung der Effekten betrauten Angestellten der A._____ AG gingen bei der Anwerbung von «Kunden» (Anlegern) vor allem per Kaltakquise vor (SA 31201017; vgl. G01160390 2 S. 189 Rz. 18). Sie waren hierin intern unter der Führung von B._____ und C._____ geschult worden (SA 50201010). Zwar stellt die Beschwerdeführerin in Abrede, dass es Verkaufsschulungen gegeben habe. B._____ und

C._____ äusserten sich in Anhörungen jedoch dahingehend, dass es für neue Mitarbeiter ein Training-Programm respektive Verkaufsschulungen gab, die B._____ geleitet habe (vgl. SA 50301124, 50301126; 50201010; z.T. bestritten in G01160390 2 S. 190 Rz. 20). Die Verkaufstechnik wurde auch durch Imitation des Vorgehens erfahrener Mitarbeiter erlernt (vgl. SA 50401012). C._____ führte zudem selbst Verkaufsgespräche mit potenziellen Anlegern (SA 30101015; vgl. SA 30101003, 30101011; 50301177; vgl. auch SA 30601164 f.).

Das Verhalten der im Telefonverkauf tätigen Mitarbeiter ist der Beschwerdeführerin als Arbeitgeberin ohne weiteres zuzurechnen.

5.1.3.3 Die am Handel mit Aktien der D._____AG (DE) beteiligte K._____ Corp (BVI) wurde am 18. Juni 2010 auf den britischen Jungferninseln eingetragen. An ihr waren C._____ und B._____ wirtschaftlich berechtigt. Als Direktoren fungierten zwei im Fürstentum Liechtenstein domizilierte Personen, die gemäss Weisungen von C._____ und B._____ handelten. Analog zum bereits zur E._____ Ltd (BVI) Gesagten, ist damit von der Beteiligung der K._____ Corp (BVI) an der Gruppe auszugehen.

5.1.3.4 Einzugehen ist auf die Verbindung zwischen der F._____AG (DE) und der D._____AG (DE) und sodann auf die Verflechtungen dieser Gesellschaften mit der Beschwerdeführerin, B._____, C._____ und der E._____ Ltd (BVI). Die F._____AG (DE) war die grösste Gründungsgesellschafterin und bis zuletzt eine Hauptaktionärin der D._____AG (DE). Beherrscht wurde die F._____AG (DE) von G._____ (SA 50201163, 50301206 f.), dem Geschäftsführer der D._____AG (DE) (SA 50301003, 50301057). Dieser war in gleicher Funktion bereits an zwei anderen Unternehmen beteiligt, deren Effekten die A._____AG an Privatanleger vermittelt hatte (SA 31201017; vgl. SA 41101013; 41101056 ff.; vgl. auch SA 30101013). Die D._____AG (DE) und die F._____AG (DE) hatten zudem seit 2009 denselben Geschäftssitz. Gemäss dem «Update 10/2009» zur D._____AG (DE) sollte das Team der D._____AG (DE) in die Geschäftsräume der F._____AG (DE) integriert werden, um Synergiepotenzial zu nutzen und in den Bereichen Qualitätsmanagement, Forschung und Entwicklung und Finanz- und Rechnungswesen «Ressourcen» der F._____AG (DE) in Anspruch zu nehmen (G01160390 1 S. 222). Damit bestand zwischen diesen Gesellschaften eine offensichtlich enge Verflechtung.

5.1.3.5 Für das Verhältnis der E. _____ Ltd (BVI) und der A. _____ AG zur D. _____ AG (DE) und zur F. _____ AG (DE) ist zunächst von Bedeutung, dass die führenden Organe und Eigentümer der Beschwerdeführerin, B. _____ und C. _____, über die K. _____ Corp (BVI) und die E. _____ Ltd (BVI) an der D. _____ AG (DE) beteiligt waren. Zur Beurteilung des Einflusses der Beschwerdeführerin auf die D. _____ AG (DE) kann die Summe der Beteiligungen der fraglichen Gesellschaften berücksichtigt werden, die im Oktober 2010 mehr als 45 % und im August 2012 etwa 58 % betrug (vgl. SA 50301171 f., 50301275, 41305047, 50201186). Die A. _____ AG wurde damit von «Hauptaktionären» der D. _____ AG (DE), B. _____ und C. _____, beherrscht (vgl. SA 41305036). Dabei ist zudem zu beachten, dass ein grosser Teil der von der A. _____ AG angeworbenen Anleger über ein Globalzertifikat der E. _____ Ltd (BVI) an der D. _____ AG (DE) beteiligt waren und ihre Beteiligungsrechte nicht selbst ausübten, sondern «treuhänderisch» von der Beschwerdeführerin ausüben liessen. Da die Beschwerdeführerin und ihre Organe beachtliche Beträge vom von Anlegern einbezahlten Geld vereinnahmten, ist jedoch anzunehmen, dass die von der Beschwerdeführerin ausgeübten Stimmrechte im Einklang mit dem Ziel ausgeübt wurden, möglichst viele D. _____ AG-Effekten bei unabhängigen Dritten zu platzieren. So stimmten die Organe der Beschwerdeführerin jeweils für die Kapitalerhöhungen der D. _____ AG (DE) und bestätigten G. _____ als Geschäftsführer; letzteres obschon B. _____ und C. _____ offenbar erhebliche Zweifel ob seiner Zuverlässigkeit hegten (vgl. SA 30701054, Nachricht von C. _____ an B. _____, 30. Juli 2014: «*Wieso schicksch denn's ganze geld immer am (G. _____). ... Ohni vertrag??? Find ich absolut riskant*»; SA 50802026; 50401011; 50301360; SA 30601164 ff., E-Mail eines Anlegers an C. _____ mit kritischen Fragen zu G. _____; G01160390 2 S. 192 Rz. 33). Was hingegen die von der F. _____ AG (DE) auf die E. _____ Ltd (BVI) übertragenen, jedoch «treuhänderisch» von der F. _____ AG (DE) für die E. _____ Ltd (BVI) gehaltenen D. _____ AG-Aktien angeht, ist als Indiz der engen Verflechtung festzuhalten, dass die Treuhandvereinbarung mit einer Verpflichtung der F. _____ AG (DE) einherging, Weisungen der E. _____ Ltd (BVI) für die fraglichen Aktien zu befolgen (vgl. SA 41305229; 41305298).

Für die enge Verflechtung spricht sodann, dass die E. _____ Ltd (BVI) nur zwecks Handels mit D. _____ AG-Effekten geschaffen wurde und dass sie stets nur Beteiligungen an der D. _____ AG (DE) hielt (SA 41305341). Die Anleger erhielten nach mündlichem Vertragsabschluss einen Kauf- bzw. Beteiligungsvertrag, in welchem die E. _____ Ltd (BVI), nicht die

A. _____ AG, als Verkäuferin der Effekten figurierte (vgl. SA 41101013; 41101056; 41101062 f.). Ähnlicher Konstrukte mit Gesellschaften der britischen Jungferninseln bediente sich die A. _____ AG auch bei Geschäften mit Effekten anderer Gesellschaften, die nicht Gegenstand der angefochtenen Verfügung sind. Dies deutet ebenfalls darauf hin, dass die Gründung der E. _____ Ltd (BVI) ein Vorbereitungsschritt der Beschwerdeführerin im Hinblick auf die Platzierung von D. _____ AG-Effekten war (dazu ausführlich hinten, E. 5.5.3).

Die Ähnlichkeit der Aktienkauf- und -treuhandverträge zwischen der F. _____ AG (DE) und der E. _____ Ltd (BVI) einerseits (vgl. SA 41305105 ff.) mit analogen Verträgen der E. _____ Ltd (BVI) mit der K. _____ Corp (BVI) andererseits (vgl. SA 41305114 ff.) ist ebenfalls ein Indiz der Gruppenverbindung. Insbesondere erscheint vor dem Hintergrund der damit sehr ähnlich geregelten Aktienübertragung das Argument der Beschwerdeführerin wenig plausibel, wonach das Aushandeln der Verträge mit der F. _____ AG (DE) von der Unabhängigkeit dieser Gesellschaft von der A. _____ AG respektive der E. _____ Ltd (BVI) zeuge.

Schliesslich zeigt sich die enge Verflechtung und Koordination der beteiligten Akteure an der umfassenden Korrespondenz betreffend die Geschäftsführung der D. _____ AG (DE) und an der reibungslosen, fortlaufenden Bereitstellung der verkauften D. _____ AG-Effekten durch die F. _____ AG (DE). Von spätestens Februar 2008 bis Mai 2016 standen die Verantwortlichen der Beschwerdeführerin regelmässig in Kontakt mit der F. _____ AG (DE), der D. _____ AG (DE) und mit G. _____. In einem Schreiben vom 6. November 2009 an die Direktorin der E. _____ Ltd (BVI) nimmt G. _____ Bezug auf einen Pool-Vertrag zwischen der F. _____ AG (DE) und der E. _____ Ltd (BVI), den er mit den Organen der Beschwerdeführerin besprochen habe und der zum Zweck habe, «über die gemeinsame Stimmenzahl entsprechend der Stückaktien die Geschicke der [D. _____ AG (DE)] stets in die intendierte Richtung lenken zu können» (SA 41305274). Die Beschwerdeführerin will von einem solchen Vertrag keine Kenntnis haben. Den Akten lassen sich jedoch mehrere deutliche Indizien einer mit G. _____ koordinierten Kontrolle der D. _____ AG (DE) entnehmen. Hierfür spricht etwa, dass die Stimmrechte der von der Beschwerdeführerin angeworbenen Anleger in der Regel von der E. _____ Ltd (BVI) und damit gemäss Weisungen der Organe der A. _____ AG ausgeübt werden konnten. Dies war möglich, weil viele der Anleger nicht eine Eintragung als Aktionäre im eigenen Namen forderten und folglich entsprechend dem Vertrag mit der E. _____ Ltd (BVI) nur

über deren Globalzertifikat beteiligt waren; diese Aktionäre nahmen daher auch etwa nicht an Generalversammlungen teil (vgl. SA 30101023). Ein weiteres Indiz ist die Tatsache, dass in Options-Aktienkaufverträgen der E. _____ Ltd (BVI) mit der F. _____ AG (DE) von einer Aktionärsvereinbarung die Rede ist, aus der sich Einschränkungen hinsichtlich der Verfügung über die übertragenen Aktien ergeben könnten (SA 50802226, § 4 des Vertrags vom 14. Oktober 2009). Von koordinierter Führung der D. _____ AG (DE) zeugt sodann auch, dass die F. _____ AG (DE) einen Teil der von ihr an die E. _____ Ltd (BVI) verkauften Aktien dennoch «treuhänderisch» für diese hielt, wobei die F. _____ AG (DE) bevollmächtigt wurde, die E. _____ Ltd (BVI) in der Ausübung der mit den übertragenen Aktien verbundenen Beteiligungsrechte soweit gesetzlich zulässig zu vertreten (SA 41305085, Aktienkauf- und -treuhandvertrag vom 17. Juni 2013, § 2 Ziff. 1; vgl. SA 41305106; 41305175). Diese Regelung deutet auf gleichgelagerte Interessen und die Verfolgung eines gemeinsamen Zieles im Zusammenhang mit dem Handel mit D. _____ AG-Effekten hin. Hierfür spricht weiter, dass G. _____ von der wirtschaftlichen Berechtigung von C. _____ und B. _____ an der E. _____ Ltd (BVI) Kenntnis hatte, sich jedoch hütete, diese Tatsache Dritten mitzuteilen (SA 50301203 f.; vgl. SA 50301325; 50301118; 50802219; 50301387; 50301189; 50301168; 50301004; 50301116 ff.). Schliesslich wollten die E. _____ Ltd (BVI), die K. _____ Corp (BVI) und die F. _____ AG (DE) offenbar im Frühjahr 2016 eine Grossbank damit beauftragen, einen Käufer für einen *Trade Sale* der D. _____ AG (DE) zu finden. Dabei war vorgesehen, dass G. _____ alle Instruktionen dieser drei «Hauptaktionäre» an die Bank vornehmen sollte und die Bank dabei vom Einverständnis der E. _____ Ltd (BVI) und der K. _____ Corp (BVI) würde ausgehen dürfen (SA 41306013 f.).

Aus den dargelegten Indizien folgt, dass die Beschwerdeführerin und ihre führenden Organe zusammen mit G. _____ und der F. _____ AG (DE) in der für den Handel mit D. _____ AG-Effekten massgeblichen Zeit die «Geschicke» der D. _____ AG (DE) tatsächlich gemeinsam bestimmten.

Hinzu kommt, dass die E. _____ Ltd (BVI) die Effekten zu einem im Voraus festgelegten und in den Jahren 2008 bis 2016 fortlaufend steigenden Preis an die von der Beschwerdeführerin angeworbenen Anleger verkaufte (SA 31301001 ff. inkl. der Belegstellen). Sie bezahlte für die im Wesentlichen parallel zur Platzierung erfolgende Übernahme der Aktien im Durchschnitt ca. die Hälfte des Platzierungspreises. Scheinbar liess sich die F. _____ AG (DE) damit grosse Gewinne entgehen. Erklären lässt sich

die Übergabe zu vermeintlich zu tiefen Preisen nur dann, wenn die fortlaufende Übertragung der Aktien von der F._____AG (DE) auf die E._____Ltd (BVI) als Teil der Vorbereitung eines durch eine Gruppe koordinierten Verkaufs von Effekten begriffen wird (vgl. dazu hinten, E. 5.5.3.1).

Sodann ist der frühe Beginn der Koordination zwischen der Beschwerdeführerin und der F._____AG (DE) in Bezug auf die D._____AG (DE) und deren Aktien hervorzuheben: Ein Geschäftsanteil an der D._____AG (DE) von 33 %, den die F._____AG (DE) infolge einer Kapitalerhöhung im Februar 2008 neu zeichnete, wurde bereits im April 2008 auf die eben erst gegründete E._____Ltd (BVI) übertragen. Bei der Beurkundung der Übertragung wurde die E._____Ltd (BVI) durch G._____ vertreten. Ebenfalls anfangs April 2008 vermochte die Beschwerdeführerin erstmals D._____AG-Effekten, zu diesem Zeitpunkt also künftige Aktien, an Anleger zu verkaufen (angefochtene Verfügung Rz. 17 m.V.). An der Gesellschafterversammlung der D._____AG (DE) vom 28. August 2009, an der die schon 2008 angekündigte Formumwandlung der (GmbH) D._____AG (DE) in eine AG und die Erhöhung des Gesellschaftskapitals von EUR 100'000 auf EUR 5'190'000 beschlossen wurden, nahmen B._____ und C._____ teil – letzterer als Vertreter der E._____Ltd (BVI), B._____ als «Gast».

Die engen Kontakte und die intensive Zusammenarbeit der Organe der Beschwerdeführerin mit der F._____AG (DE) und G._____ in Bezug auf die D._____AG (DE) setzten sich in den Folgejahren fort. Auf einzelne Aspekte der Zusammenarbeit ist bereits hier exemplarisch einzugehen, da diese ein für Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn typisches Vorgehen nahelegen: G._____ besuchte mehrmals den Sitz der A._____AG, um sich mit C._____ und B._____ zu treffen und Besprechungen betreffend die D._____AG (DE) abzuhalten. Jedenfalls einmal nannte er eines dieser Treffen ein «Strategiemeeting» (SA 50301173). Als Indiz einer engen Koordination dieser Gesellschaften mit der A._____AG ist sodann auch die Korrespondenz der F._____AG (DE) und der D._____AG (DE) mit der Direktorin der E._____Ltd (BVI) einzustufen (vgl. SA 41305033 f., 41319050, 41305048 ff., 50301357, 41305473 f.). Dabei ging es unter anderem um die Übertragung von D._____AG-Aktien von der F._____AG (DE) auf die E._____Ltd (BVI), die mit einem «Aktienkauf- und -treuhandvertrag» geregelt wurde, den die Beschwerdeführerin vorgängig mit G._____ abgesprochen hatte (vgl. etwa SA 50301353; angefochtene Verfügung Rz. 19-21, 30 und 51 je m.V.). Zur Vermarktung der

Effekten leisteten ebenfalls beide Seiten einen wesentlichen, koordinierten Beitrag. Die Beschwerdeführerin gewährleistete die eigentliche Verkaufstätigkeit (siehe E. 5.1.3.2; vgl. hinten, E. 5.5.3.2) und bewarb die D._____AG (DE) überdies auf ihrer Internetseite (vgl. G01160390 1/018). Die Geschäftsführung der D._____AG (DE) trug zum Verkauf der Effekten bei, indem sie die Gesellschaft in ansprechend gestalteten, regelmässig in Absprache mit B._____ und C._____ erstellten Dokumenten als seriöses und innovatives Unternehmen mit grossem Wachstumspotenzial präsentierte (vgl. Argumentarium für Verkaufsgespräche, SA 50301324 Ziff. 5: «Volle Auftragsbücher, schreibt schwarze Zahlen, Expansion nach Asien und USA»; vgl. der Executive Summary der D._____AG (DE), G01160390 1 S. 133 ff., S. 135 ff. und S. 146 ff.; G01160390 1 S. 205). Auch Quartalsberichte respektive Versionen hiervon erstellte die D._____AG (DE) in Absprache mit den Organen der Beschwerdeführerin (angefochtene Verfügung Rz. 29 m.w.V. [Fn. 88]). Diese Zusammenarbeit lässt sich nicht überzeugend bestreiten; sie ergibt sich deutlich aus den Akten (s. SA 50301368 betr. Zustellung des «vorläufig letzten» Drafts des Quartalsberichts I/2014 an B._____ und C._____ im Hinblick auf dessen Finalisierung; vgl. SA 50301189 betr. «Endversion» des Quartalsberichts IV/2012; SA 50802199; vgl. auch SA 50301366 f. betr. Quartalsbericht I/2016). Dass die Erstellung der Quartalsberichte beiderseits als Chef-sache galt, zeigt, wie wichtig deren Inhalt aus Sicht der Beteiligten war; dies wiederum deutet auf eine enge Koordination im Rahmen einer Tätigkeit hin, deren aufsichtsrechtliche Einordnung vorliegend noch abzuklären sein wird (insb. hinten, E. 5.5.3). Vorab ist festzuhalten, dass auch dies dem Verkauf diente: Die Beschwerdeführerin stellte den Anlegern regelmässig Quartalsberichte wie auch weitere Dokumente zur D._____AG (DE) (z.B. Executive Summary, Term Sheets) zu. Dabei ging sie davon aus, dass die Zustellung der Dokumente verkaufsentscheidend war. Gemäss einer explizit bestätigten Aussage von C._____ gegenüber der Staatsanwaltschaft hätte ohne Zustellung der Dokumente niemand eine Investition getätigt (SA 50401012; 50802017). G._____ leistete seinerseits einen direkten Beitrag am Verkauf, indem er sich als Geschäftsführer der D._____AG (DE) mit einigen grösseren potenziellen Anlegern in Zürich und in Berlin traf und ihnen das Unternehmen präsentierte (vgl. SA 50301168, 50301204, 50401014; SA 30601089).

Der Kontakt der A._____AG mit G._____ respektive der F._____AG (DE) zwecks Koordination des Geschäfts mit D._____AG-Effekten dauerte bis im Mai 2016 an (vgl. E. 5.1.3.1). So sind für B._____ vom 18. Mai 2015 bis zum 11. Mai 2016 über 250 Anrufe mit G._____

nachgewiesen (SA 50802179 ff.; vgl. 50802208; vgl. auch SA 50802057 ff., 50802200-50802211; 50802208 ff.; 50802061 ff.; 30502066; 30701055).

Die dargelegten Indizien belegen die von der Vorinstanz angenommene enge Verflechtung zwischen der D._____AG (DE) und der F._____AG (DE) einerseits und der Beschwerdeführerin, ihren Organen und den von diesen kontrollierten Offshore-Entitäten andererseits; sie zeugen von der koordinierten gemeinsamen Aktivität dieser Akteure in Bezug auf den von der Vorinstanz als Emissionshaustätigkeit qualifizierten Handel mit D._____AG-Effekten (siehe dazu hinten, E. 5.2 bis 5.6). Ergänzend ist auf besondere Hintergründe betreffend G._____ und dessen Zusammenarbeit mit B._____, C._____ und der Beschwerdeführerin einzugehen, die diese Feststellung zusätzlich stützen:

5.1.3.6 G._____ war auch der Gründer und Geschäftsführer zweier Unternehmen, deren Effekten die Beschwerdeführerin ebenfalls Anlegern per Kaltakquise verkaufte (SA 50301007, 50301116 ff.; G01160390 1 S. 187). Auch in diesen beiden Fällen, die nicht dasselbe Volumen wie bei der D._____AG (DE) erreichten, kam es zu einer engen und ähnlich organisierten Kooperation von G._____s Gesellschaften mit der Beschwerdeführerin, was die enge Verbindung weiter verdeutlicht.

Bei einer dieser Gesellschaften, der L._____AG, wurden im Jahr 2009 schwerwiegende Probleme betreffend die Geschäftsführung durch G._____ publik. Im Zuge der Zuwahl eines neuen CFO wurden laut Medienberichten (vgl. SA 30601166 ff., (...)) anlässlich der Überprüfung der Bücher über (...) Scheinrechnungen für ein Gesamtvolumen von mehr als EUR (...) Mio. aufgedeckt. G._____ wurde dann als Vorstandsvorsitzender vom Aufsichtsrat mit sofortiger Wirkung abberufen und wegen Untreue und Betrug angezeigt. Von diesen Vorwürfen hatte die Beschwerdeführerin Kenntnis, doch beschrieb sie die fraglichen Vorgänge gegenüber Anlegern zum Teil als eine Art feindliche Übernahme, der G._____ zum Opfer gefallen sei (vgl. SA 50301168; 30601164; 50301004; 50301116 ff.). In den Akten finden sich dagegen keine Hinweise auf irgend eine kritische Beschäftigung der Beschwerdeführerin mit diesen Vorwürfen oder mit der Frage nach der Eignung von G._____ als Geschäftsführer der D._____AG (DE). Angesichts der Tatsache, dass die Beschwerdeführerin den Anlegern Effekten eines Unternehmens verkaufte, dessen Erfolg von G._____ offenbar vorgetäuscht worden war, zeugt der Umgang der Beschwerdeführerin mit diesen Vorwürfen ebenfalls von ihrer Gruppenverbindung zur F._____AG (DE), zur D._____AG (DE) und zu

G._____. Anders liesse es sich nicht nachvollziehen, dass die Beschwerdeführerin im grossen Umfang Effekten der L.____AG, der D.____AG (DE) und einer weiteren von G._____ kreierten Gesellschaft ohne kritische Auseinandersetzung mit der entscheidenden Personalie an Privatanleger vermittelte.

Inzwischen wurde G._____ im Zusammenhang mit seiner Rolle bei der D.____AG (DE) von einem deutschen Strafgericht wegen Insolvenzverschleppung, Bankrotts, Betrug und Untreue zu einer mehrjährigen Haftstrafe verurteilt (siehe (...)). Es habe bei der D.____AG (DE) wiederholt unterschiedliche Jahresabschlüsse für dasselbe Jahr gegeben, einmal mit geringerem und einmal mit viel höherem Gewinn. Die Abschlüsse mit den höheren Erfolgszahlen wurden in Präsentationen potenziellen Anlegern gezeigt, während die tieferen Gewinnbeträge offiziell im Bundesanzeiger auftauchten. Gemäss einer Sachverständigen war die D.____AG (DE) dabei seit Mitte 2016 überschuldet (siehe (...)).

Angesichts der Tatsache, dass das Anlegerinteresse an bestimmten Aktien stark von der Einschätzung des Werts des Unternehmens abhängt, und mit Blick darauf, dass G._____ in Absprache mit den Organen der Beschwerdeführerin Entwürfe von Quartalsberichten und andere Dokumente zur D.____AG (DE) erstellte, weist auch dies auf eine enge Kooperation bei der Vermarktung der D.____AG-Effekten hin.

5.1.3.7 Die Argumente der Beschwerdeführerin gegen die Feststellung des Gruppenverhältnisses und der engen Koordination namentlich mit der F.____AG (DE) und der D.____AG (DE) überzeugen nicht. Dass etwa die Kontakte der Organe der A.____AG mit G._____ und der D.____AG (DE) der Beschaffung von Informationen zuhanden der Anleger gedient haben sollen, entbehrt bei Betrachtung der gesamten Indizienlage aller Plausibilität. Dies würde voraussetzen, dass die Beschwerdeführerin sich ernsthaft für den tatsächlichen Wert der D.____AG (DE) und die Seriosität ihrer Geschäftsführung interessiert hätte. Dafür, dass dies der Fall gewesen wäre, finden sich in den umfangreichen Akten keine Anhaltspunkte. Es finden sich vielmehr Indizien des Gegenteils, wie etwa die sinngemässe Aussage eines ehemaligen Angestellten der A.____AG verrät, wonach die von der Beschwerdeführerin vermittelten Titel nicht ernsthaft angeschaut worden seien und es nur um die Akquise von Liquidität gegangen sei (SA 50401010 f.; vgl. die vorne besprochenen Indizien, E. 5.1.3.5, sowie hinten E. 5.5.3.1 f.). Die Abgabe von Dokumenten zur D.____AG (DE) an bestehende oder potentielle Anleger lässt

sich bei gegebener Indizienlage glaubwürdig nur als Teil der Bemühungen zum möglichst umfangreichen Verkauf von D._____AG-Effekten begreifen. Dafür spricht auch das regelmässige Bemühen, bestehende Anleger zum Kauf zusätzlicher Effekten zu bewegen (vgl. SA 50201146 ff.). Aus Telefonnotizen von Anlegern, Verkaufsleitfäden und anderem Material der Beschwerdeführerin geht hervor, dass diese stets bemüht war, die D._____AG (DE) als sehr erfolgreich zu präsentieren; auch dann, wenn Anlegern Zweifel aufkamen, weil sich beispielsweise der angeblich geplante Börsengang wiederholt hinauszögerte. Hierzu verbreitete sie falsche respektive irreführende Informationen zum Unternehmenswert, zum bestehenden Aktionariat oder zur internationalen Expansion (siehe dazu E. 5.1.3.2; E. 5.5.3.1 f.). Wenn die Beschwerdeführerin die Anleger stattdessen korrekt über die ihr bekannten Verhältnisse bei der D._____AG (DE) informiert hätte – inklusive über die wirtschaftliche Berechtigung von B._____ und C._____ an der E._____Ltd (BVI) und der K._____Corp (BVI) –, hätte sie ihre Umtriebe zur Einholung von Kapital sabotiert. Die Erklärung der Beschwerdeführerin für ihre Kontakte zur D._____AG (DE) steht mit anderen Worten nicht im Einklang mit ihrem Geschäftsgebaren; dieses bringt vielmehr eine Interessenlage zum Ausdruck, wie sie für Geschäfte von Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn typisch ist. Auf die rechtliche Einordnung dieses Geschäfts wird in den nachfolgenden Erwägungen (E. 5.2-5.6) einzugehen sein.

Nicht überzeugend ist auch das Argument, die Aushandlung gewisser Verträge zwischen der E._____Ltd (BVI) und der F._____AG (DE) spreche für die Unabhängigkeit dieser Unternehmen und gegen deren Zugehörigkeit zur selben Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn. Eine solche setzt nicht identische Interessen oder bedingungsloses Vertrauen in die Gruppenpartner voraus. Eine gewisse Unabhängigkeit der Akteure und teilweise divergierende Interessen dürften die Regel sein. Auch innerhalb gewöhnlicher Konzerne kommt es zu Vertragsverhandlungen. Dass zwischen der E._____Ltd (BVI) und der F._____AG (DE) offenbar verhandelt wurde, ist nicht erstaunlich, zumal es um hohe Geldbeträge im Rahmen eines Geschäfts mit erheblichen Risiken ging. Die Bemühung eng verflochtener Akteure, sich intern durch Verträge oder Leistungen Zug um Zug abzusichern, ist nichts Ungewöhnliches. Vorliegend ist die Verhandlung in Bezug auf die Konditionen der Übergabe der Effekten zwecks Verkauf durch die E._____Ltd (BVI) auch schlicht als Element der Koordination der Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn zu qualifizieren; dies hat denn auch die Vorinstanz richtig erkannt. In den entscheidenden Belangen bestanden im Übrigen gleichgelagerte Interessen: So lässt sich die Beteiligung der

unterschiedlichen Akteure am Geschäft mit D._____AG-Effekten nur dann schlüssig begreifen, wenn die D._____AG (DE) und die F._____AG (DE) einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn angehörten, im Rahmen welcher die Beschwerdeführerin in grosser Zahl D._____AG-Effekten für die ihren Organen gehörende E._____Ltd (BVI) platzierte. Ginge man nicht von einem Gruppenverhältnis unter Einschluss der F._____AG (DE) und von der Platzierung der Effekten zu fiktiven Preisen durch die E._____Ltd (BVI) aus (vgl. dazu E. 5.5.3.1), wäre nicht nachvollziehbar, warum die F._____AG (DE) mehrmals jährlich D._____AG-Effekten zu ungefähr der Hälfte der Preise auf die E._____Ltd (BVI) übertrug, welche die E._____Ltd (BVI) zur praktisch gleichen Zeit durch Platzierung dieser Effekten realisierte. Die F._____AG (DE) hätte damit trotz bester Kenntnis des Werts der verkauften Effekten der von ihrem Inhaber geführten D._____AG (DE) einen grossen Schaden in Form entgangener Gewinne erlitten, während sich die Organe der Beschwerdeführerin über Konten von BVI-Gesellschaften Einnahmen in zweistelliger Mio.-Höhe zuführen liessen.

Im Ergebnis ist damit aus den genannten Gründen (E. 5.1.3.5 bis 5.1.3.7) nicht zu beanstanden, dass die Vorinstanz sowohl die Beschwerdeführerin und ihre Organe als auch die F._____AG (DE) und die D._____AG (DE) einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn zuordnete, die gemeinsam und koordiniert mit Effekten der D._____AG (DE) handelte.

5.1.3.8 Ein Teil der von der E._____Ltd (BVI) mittels der Beschwerdeführerin an Anleger verkauften D._____AG-Effekten ist auf ursprüngliche Beteiligungen der H._____Ltd und der J._____Ltd zurückzuführen. Die Beschwerdeführerin bestreitet eine enge Verflechtung von ihr respektive der Gruppe mit diesen Gesellschaften. Die Vorinstanz hält zwar keine Gruppenzugehörigkeit der H._____Ltd und der J._____Ltd fest, spricht aber deren Geschäften mit D._____AG-Effekten die wirtschaftlich reale Bedeutung ab.

Die H._____Ltd ist eine Gründungsgesellschafterin der D._____AG (DE). Sie verfügte nach deren Formumwandlung über 492'737 D._____AG-Aktien, wovon sie 100'000 anfangs 2010 auf die E._____Ltd (BVI) und 392'737 im Dezember 2010 auf die F._____AG (DE) übertrug, wobei letztere die Effekten später ebenfalls der E._____Ltd (BVI) abtrat. Ein Indiz für eine Gruppenverbindung ist die Tatsache, dass die H._____Ltd (wie die F._____AG (DE)) an der Gesellschafterversammlung der D._____AG (DE) vom 28. August 2009

aufgrund von Bestimmungen des deutschen GmbH-Rechts nicht an der Abstimmung zur Entlastung von G. _____ als Geschäftsführer teilnehmen durfte (SA 50301056 ff.). Ein weiteres ist die Tatsache, dass gemäss Term-Sheet zur D. _____ AG (DE) aus dem Jahr 2010 eine Beteiligung von 10 % der «Geschäftsleitung/Aufsichtsrat» der D. _____ AG (DE) zugeordnet wird, womit die Beteiligung der H. _____ Ltd gemeint sein musste. Denn daneben waren nur Anteile von 25 % der F. _____ AG (DE), von 40 % der E. _____ Ltd (BVI) und von 25 % eines «strategischen Investors» aus Hong Kong aufgeführt. Noch deutlicher zeigt sich die enge Verflechtung mit der F. _____ AG (DE) und damit der Gruppe daran, dass die E. _____ Ltd (BVI) den Preis für die ihr von der H. _____ Ltd übertragenen Aktien nicht an die H. _____ Ltd überwies, sondern gemäss einem Vertrag vom 3. Februar 2010 auf ein Konto der F. _____ AG (DE) (SA 41305370 und 41305373 § 3). Überdies erhielt die H. _____ Ltd anders als die E. _____ Ltd (BVI), M. _____ und die J. _____ Ltd infolge der Kapitalerhöhung vom 28. August 2009 durch Sacheinlagen der F. _____ AG (DE) und der damit verbundenen Regelung des Verwässerungsschutzes keine neuen Aktien zugeteilt (SA 40801203 f.), sondern wurde gleich behandelt wie die sacheinlegende F. _____ AG (DE). Dies ergibt nur Sinn, wenn die H. _____ Ltd ebenfalls G. _____ zuzuordnen ist. Aufgrund dieser Umstände und des zur F. _____ AG (DE) und zu G. _____ Gesagten (E. 5.1.3.5-5.1.3.7) ist festzuhalten, dass die H. _____ Ltd ebenfalls zur Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn gehörte, mit welcher die Beschwerdeführerin und andere Akteure ein Geschäft mit D. _____ AG-Effekten betrieben (zur aufsichtsrechtlichen Einordnung dieses Geschäfts s. E. 5.2-5.7).

Auch die J. _____ Ltd ist Gründungsgesellschafterin der D. _____ AG (DE) (GmbH). Ihre Beteiligung von 25 % übertrug sie auf die von B. _____ und C. _____ beherrschte K. _____ Corp (BVI) (vgl. SA 50301171 f.). Die K. _____ Corp (BVI) übertrug die Beteiligung für EUR 8'693'250.- auf die ebenso B. _____ und C. _____ zugeordnete E. _____ Ltd (BVI), für welche die Beschwerdeführerin diese Effekten platzierte. Bereits dies ist ein Indiz auf die Gruppenzugehörigkeit. Weiter schrieb C. _____ in einer E-Mail an G. _____ im Juli 2014, er habe G. _____ mit der D. _____ AG (DE) einen Neuanfang ermöglicht; dies spielte auf die Probleme und die Abwahl G. _____s bei der L. _____ AG an (dazu E. 5.1.3.6). Das lässt darauf schliessen, dass C. _____ bereits vor der Beteiligung der E. _____ Ltd (BVI) an der D. _____ AG (DE) bei letzterer involviert war. Möglich ist dies nur über die Beteiligung der J. _____ Ltd; dies ist anzunehmen, zumal es sich bei der J. _____ Ltd

(oder zumindest den dahinter stehenden Personen) gemäss der im Wesentlichen unbestrittenen Behauptung der Vorinstanz um eine frühere Kundin von C._____ handelte und damit ein vorbestehendes Geschäftsverhältnis gegeben war. Die J._____ Ltd hielt als Gründungsgesellschafterin bis zu 25 % der D._____ AG (DE). Sie war beteiligt, als G._____ per ausserordentlicher Generalversammlung am 28. Februar 2008 als Geschäftsführer eingesetzt wurde (SA 40801144); über ihre Vertretung im Aufsichtsrat trug sie dazu bei, G._____ im Jahr 2009 zum alleinigen Vorstandsmitglied der D._____ AG (DE) zu ernennen. Auf die Gruppenzugehörigkeit weist auch hin, dass gegenüber den Anlegern irreführende Angaben zur Beteiligung der J._____ Ltd gemacht wurden: Auf Term-Sheets der D._____ AG (DE) war jahrelang ein «strategischer Investor aus Hong Kong» als Miteigentümer (25 %) der D._____ AG (DE) aufgeführt, womit die J._____ Ltd mit Sitz in London gemeint war, deren zeichnungsberechtigte Vertreter (...) über eine Geschäftsadresse in Hong Kong verfügten (vgl. SA 40802003; 40801458; 40801309 f.). Obwohl die Beteiligung der J._____ Ltd im Jahr 2011 der K._____ Corp (BVI) abgetreten wurde, war noch auf Term Sheets fürs Jahr 2014 die Beteiligung eines «strategischen Investors aus Hong Kong» angegeben (SA 50802170 ff.; 50802165; 50802153). Sodann ist der Preis für den Kauf der Beteiligung der J._____ Ltd durch die K._____ Corp (BVI) hervorzuheben: Gemäss handschriftlicher Notiz der Direktorin der E._____ Ltd (BVI) vom 31. Mai 2011 wurden die Aktien eines «Chinesen» zu EUR 3.60 gekauft, um sie dann mit Gewinn weiterzuverkaufen (SA 50802292). Zu dieser Zeit bot die Beschwerdeführerin Anlegern Aktien der D._____ AG (DE) zum Preis von EUR 9.10 an (vgl. SA 50802178). Da nicht davon ausgegangen werden kann, dass ein «strategischer» Investor (die J._____ Ltd), der im Aufsichtsrat der D._____ AG (DE) vertreten ist, seine Beteiligung anderen Miteigentümern zu wenig mehr als einem Drittel des von der Beschwerdeführerin bei Anlegern erzielten Preises (also klar nicht «at arm's length») übergibt, muss hieraus in Verbindung mit den anderen Indizien gefolgert werden, dass auch die J._____ Ltd der Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn angehörte.

Die dargelegte Zuordnung der H._____ Ltd und der J._____ Ltd zur Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn ergibt sich auch aus folgendem Grund: In beweiswürdigungsrechtlicher Hinsicht hat die Beschwerdeführerin die Folgen davon zu tragen, dass sie sich im Rahmen ungewöhnlicher Geschäfte höchst undurchsichtiger Strukturen mit diversen ausländischen Sitzgesellschaften und verschleierten Beteiligungsverhältnissen bediente (E. 5.1.2.2). Zudem hatte sie bei früherer Gelegenheit bloss unvollständig

Auskunft über die für die Prüfung eines Gruppensachverhalts und der Unterstellungspflicht relevanten Tatsachen erteilt, als sie im April 2010 auf Ersuchen der FINMA um Auskunft hin namentlich nicht offenlegte, dass ihre Organe die E. _____ Ltd (BVI) beherrschten. Vielmehr gab sie in irreführender Weise an, dass sie eine Vermittlungstätigkeit «für ausländische Beteiligungsinhaber» ausübe, welche die zu verkaufenden Effekten «in separaten, auf den British Virgin Islands domizilierten Gesellschaften» hielten (G01160390 1 S. 44 Ziff. 11; vgl. S. 42 Ziff. 8, S. 45 Ziff. 14). Auch die Koordination mit der D. _____ AG (DE) und der F. _____ AG (DE) blieb unerwähnt, ebenso die Zusatzeinnahmen der Organe der Beschwerdeführerin aus Konten der E. _____ Ltd (BVI) im zweistelligen Mio.-Bereich. Gerade angesichts dieses früheren Auskunftsverhaltens in Verbindung mit den komplexen Strukturen und den verschleierte[n] Beteiligungsverhältnissen der etablierten Gruppe (insb. E. 5.1.3.3 bis E. 5.1.3.7) oblag es der Beschwerdeführerin, den sich hierbei aufdrängenden Annahmen allenfalls geeignete Beweismittel und Darlegungen entgegenzusetzen. Sie hat jedoch keinerlei Indizien der Unabhängigkeit der H. _____ Ltd oder der J. _____ Ltd offeriert. Daher ist schon nach allgemeinen Regeln der Plausibilität im Rahmen der Beweiswürdigung nur der Schluss möglich, dass die H. _____ Ltd und die J. _____ Ltd zur von der Vorinstanz festgestellten Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn gehörten.

Nicht erwiesen und in beweiswürdigungsrechtlicher Hinsicht nicht annehmbar – und von der Vorinstanz auch nicht behauptet – ist hingegen eine enge Verflechtung von M. _____ mit der Gruppe. Er war früherer Geschäftsführer der D. _____ AG (DE) (GmbH), legte sein Amt jedoch am 18. August 2009, vor der Generalversammlung vom 28. August 2009, aus gesundheitlichen Gründen mit sofortiger Wirkung nieder (SA 40801183); wenig später wurde seine Beteiligung an der D. _____ AG (DE) im Umfang von 519'000 Aktien auf die F. _____ AG (DE) übertragen.

5.1.3.9 Am Vorliegen einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn ändert der Einwand der Beschwerdeführerin nichts, ihr und ihren Organen sei keine Umgehungsabsicht vorwerfbar. Eine solche Absicht ist typisch für Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn, aber kein Begriffsmerkmal (E. 5.1.2.1). Davon abgesehen wäre vorliegend wegen der verschleierte[n] Beteiligungsverhältnisse und der kaschierte[n] Kapitalflüsse an die Organe der Beschwerdeführerin ohnehin von einer gewissen Umgehungsabsicht bei der Durchführung des gemeinsamen Geschäfts – dessen Einstufung sogleich erfolgt (E. 5.2-5.7) – auszugehen.

5.1.4 Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Kritik der Beschwerdeführerin an der Sachverhaltserstellung der Vorinstanz nicht überzeugt. Der rechtserhebliche Sachverhalt ist weder unrichtig noch unvollständig erstellt worden; von einer geradezu willkürlichen Sachverhaltserstellung kann erst recht keine Rede sein. Die Feststellung, die Beschwerdeführerin habe gemeinsam mit den übrigen genannten Beteiligten eine Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn gebildet, die in koordinierter Weise ein Geschäft mit Effekten der D. _____ AG (DE) durchführte, ist nicht zu beanstanden.

Aufgrund der Gruppenkonstellation ist nachfolgend unter Einnahme einer Gesamtbetrachtung zu prüfen, ob das von der Gruppe betriebene Geschäft mit D. _____ AG-Effekten von der Vorinstanz zu Recht als bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit qualifiziert wurde. Eine solche Tätigkeit setzt voraus, dass eine Gesellschaft oder Gruppe, die hauptsächlich im Finanzbereich tätig ist (Art. 2 Abs. 1 aBEHV), gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernimmt und diese öffentlich auf dem Primärmarkt anbietet (Art. 10 Abs. 1 aBEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 2 aBEHV):

5.2 Ein öffentliches Anbieten von Effekten liegt vor, wenn ein unbestimmter Personenkreis angesprochen wird, der nicht im Vornherein begrenzt ist (vgl. Urteil des Bundesgerichts 2C_276/2009 vom 22. September 2009 E. 4.1; Urteil des BVGer B-4409/2008 vom 27. Januar 2010, E. 7.2; PETER BÖCKLI, Schweizerisches Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 2 N. 103). Eine grössere Zahl angesprochener Anleger oder eine breite Streuung der verkauften Effekten sind Indizien eines öffentlichen Angebots (vgl. BGer-Urteil 2C_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.2 [betr. Vermittlung von 58'000 Aktien an 32 bzw. 33 Käufer und von 8000 Aktien an fünf Käufer]; vgl. auch BGE 137 II 284 E. 5.3.2). Die E. _____ Ltd (BVI) hat durch die Vermittlungs- und Verkaufstätigkeit der Beschwerdeführerin zwischen dem 3. April 2008 und dem 6. Mai 2016 Effekten der D. _____ AG (DE) an mindestens 200 Anleger veräussert (vgl. SA 31301001 ff. m.V.). Dazu kontaktierten die hierin geschulten (vgl. E. 5.1.3.2), auf Provisionsbasis entschädigten Mitarbeiter der Beschwerdeführerin zumeist per Kaltanruf eine unbestimmte Anzahl potenzieller Anleger. Zudem hat die Beschwerdeführerin die D. _____ AG (DE) auf ihrer Webseite beworben. Dieses Vorgehen richtete sich folglich an eine unbegrenzte Zahl und ist als öffentliches Angebot einzustufen (vgl. BGE 136 II 43 E.4.2; Urteil des BVGer B-1186/2013 vom 10. Dezember 2013 E.3.2 f.).

5.3 Abzuklären ist, ob zum Zweck der öffentlichen Platzierung eine Übernahme (fest oder in Kommission) der von der E. _____ Ltd (BVI) mithilfe der Beschwerdeführerin an unabhängige Anleger veräusserten D. _____ AG-Effekten erfolgte.

5.3.1 Die Beschwerdeführerin will keine Effekten der D. _____ AG (DE) im Hinblick auf deren Erstplatzierung übernommen haben. Zumindest grösstenteils hätten sich die Effekten bereits auf dem Sekundärmarkt befunden. Zudem argumentiert sie sinngemäss, eine Festübernahme von Effekten im Sinne von Art. 10 BEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 BEHV sei in Bezug auf die Wandelschuldverschreibung und spätere Bezugsrechtsausübung nicht gegeben, weil Wandelschuldverschreibungen nicht unbedingt mit der Absicht gekauft würden, die hieraus resultierenden Aktien zu erhalten.

Die Vorinstanz nimmt an, dass die E. _____ Ltd (BVI) respektive die Gruppe D. _____ AG-Effekten fest übernehmen, um sie öffentlich zu platzieren (vgl. Verfügung Rz. 46 ff.). Bei der Wandelschuldverschreibung sei die Bezugsrechtsausübung bzw. Wandelung innert kurzer Zeit erfolgt; schon beim Erwerb der Wandelschuldverschreibung habe die Absicht der Platzierung der Effekten bestanden. Beim Verkauf des von der F. _____ AG (DE) gezeichneten Stammanteils der D. _____ AG (DE) von 33 % an die E. _____ Ltd (BVI) geht die Vorinstanz davon aus, dass dieser dazu gedient habe, der D. _____ AG (DE) finanzielle Mittel zu beschaffen, weil vereinbart worden sei, dass die F. _____ AG (DE) den Kaufpreis an die D. _____ AG (DE) weiterleiten würde. Die Vorinstanz verweist sodann darauf, dass eine Emissionshaustätigkeit nicht die Übernahme und Veräusserung des gesamten Bestands der neu ausgegebenen Effekten voraussetze. Hinreichend sei, wenn ein Teil der neu geschaffenen Anteile zwecks öffentlicher Platzierung gezeichnet werde.

5.3.2 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; Urteile des BVGer B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E.7.4; B 7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.1.1). 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 Effekthändler, in: Fachhandbuch Verwaltungsrecht, Biaggini/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; BBI 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, BBI 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. EMCH/RENZ/ARPAGAUS et al., *Das Schweizerische Bankgeschäft*, 7. Aufl., 2011, S. 692 Rz. 2065 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 potentieller 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; EMCH/RENZ/ARPAGAUS et al., a.a.O., S. 692 Rz. 2066). 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. 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; BGE 136 II 43 E. 4.1).

5.3.3 Gemäss Kooperationsvertrag der Beschwerdeführerin mit der E._____Ltd (BVI), den die Beschwerdeführerin der FINMA im April 2010 zustellte, verpflichtete sich die Beschwerdeführerin, für die von der E._____Ltd (BVI) übernommenen Aktien Käufer für einen festgelegten (Mindest-)Preis zu finden. Beim Verkauf von Aktien zum Mindestpreis stand ihr gemäss Vertrag eine Provision von ca. 25 % des Preises zu. Ein wesentlicher Anteil der von der E._____Ltd (BVI) verkauften Aktien stammte aus einem von ihr im April 2008 übernommenen Stammanteil an der D._____AG (DE) (GmbH) von 33 % und den hieraus mit der am 28. August 2009 beschlossenen Formumwandlung der D._____AG (DE) zur Aktiengesellschaft entstandenen Aktien. Zudem kaufte die E._____Ltd (BVI) weitere Effekten anderen Gruppengesellschaften ab (vgl. hinten, E. 5.5.3). Schliesslich erlangte die E._____Ltd (BVI) Aktien durch Wandlung einer von der F._____AG (DE) übernommenen Wandelanleihe.

Aus den Akten geht hervor, dass die Platzierung der Aktien für die E._____Ltd (BVI) der einzige Grund war, Effekten der D._____AG (DE) zu übernehmen (vgl. SA 41305341, Aussage der Direktorin der E._____Ltd (BVI), diese Gesellschaft sei «einzig zwecks Erwerbs, Haltens und Weiterveräusserns» einer grösseren Beteiligung an der D._____AG (DE) gegründet worden; SA 41305473 f.: die Umwandlung der D._____AG (DE) in eine Aktiengesellschaft war für die E._____Ltd (BVI) «von wesentlicher Bedeutung»; vgl. auch SA 50802031, Aussage B._____, betr. einen Vertrag der E._____Ltd (BVI) mit der F._____AG (DE): ohne Endgewinn würde man das auch

nicht machen, irgendjemand «muss dann das [die Effekten] auch weitergeben»).

Da keine Rückgabemöglichkeit vorgesehen war, trug die E. _____ Ltd (BVI) dabei theoretisch ein Platzierungsrisiko, obzwar dieses Risiko wegen gewisser Übernahmebedingungen und wegen des Vorgehens der Gruppe beim Verkauf faktisch regelmässig gering war: So war der gruppeninterne Preis für die Effekten zum Teil erst dann zu bezahlen, wenn die E. _____ Ltd (BVI) die Aktien bereits weiterverkauft hatte (SA 41305225 § 2; vgl. SA 41305373 § 2; vgl. SA 31201026 f.). Durch koordinierte Kontrolle der D. _____ AG (DE) (vgl. E. 5.1.3.3-5.1.3.7), durch Einflussnahme auf die zur Gesellschaft verbreiteten Informationen sowie mithilfe der zum Teil fragwürdigen Vermarktungstechniken (vgl. E. 5.5.3.1 f.) war es der Gruppe zudem möglich, gegenüber den Anlegern die D. _____ AG (DE) wertvoller und erfolgreicher darzustellen, als sie es war. Mangels objektiver Vergleichsdaten war es für die Anleger schwierig, die Informationen zu überprüfen. Die E. _____ Ltd (BVI) veräusserte die Effekten unter diesen Umständen zu Preisen, die stets weit über den Preisen lagen, welche sie für die Ersetzung der Effekten gruppenintern bezahlte. Die Verkaufspreise betragen im Schnitt ungefähr das Doppelte des von der E. _____ Ltd (BVI) ihrerseits bezahlten Kaufpreises (SA 31304001 ff.; 31303001; vgl. SA 31307001). Mit der operativen Entwicklung der D. _____ AG (DE) lässt sich der Preisunterschied nicht erklären, da der Zeitpunkt der gruppeninternen Übernahme durch die E. _____ Ltd (BVI) und jener des Verkaufs an Anleger in der Regel sehr nahe beieinander lagen (SA 31201097 ff.; 21301021). Die Staatsanwaltschaft ging in ihren Untersuchungen auch von Leerverkäufen von Aktien aus, weil die E. _____ Ltd (BVI) die Aktien zum Teil erst kaufte, nachdem diese bereits mithilfe der Beschwerdeführerin weiterverkauft worden waren (SA 31201026 f.: gemäss Polizeirapport betraf dies über die Hälfte von ca. 7 Mio. Aktien, welche die E. _____ Ltd (BVI) verkaufte; vgl. SA 31303001, 31304001 ff., 31201038; 31305001 ff.; 21301020 ff.; 41101066 f.). Wie es sich damit verhält, kann hier offen bleiben, zumal die Gruppe als solche die zu platzierenden D. _____ AG-Effekten nicht erst bei Erwerb durch die E. _____ Ltd (BVI) übernahm, sondern bei Übernahme respektive Zeichnung der Effekten durch die F. _____ AG (DE) und andere Gesellschaften der Gruppe. Da damit aus Gruppensicht keine Unterdeckungssituation bestand, stehen die fraglichen Leerverkäufe der E. _____ Ltd (BVI) der Einstufung der Beschaffung der vermittelten D. _____ AG-Effekten als Übernahme zwecks Platzierung nicht entgegen.

Atypisch ist die (Fest-)Übernahme der D._____AG-Effekten durch die Gruppe hinsichtlich der für den Emittenten generierten Mittel: Zu einem Mittelrückfluss an die D._____AG (DE) führte zwar der Verkauf der 1'712'700 Aktien, die aus dem Stammanteil der E._____Ltd (BVI) hervorgingen) SA 41305472 und 41305497). Es flossen dabei EUR 6.7 Mio. des eingenommenen Kapitals von EUR 66 Mio. (SA 31302001 ff.) an die D._____AG (DE). Davon abgesehen war der Emittent aber nicht am Erlös aus der Platzierung seiner Effekten durch die A._____AG beteiligt, zumal die Übernahme der D._____AG-Effekten anders als bei der ordentlichen Emissionshaustätigkeit final auch gar nicht die Generierung von Kapital für den Emittenten bezweckte. Für die Beurteilung, ob von einer Festübernahme auszugehen ist, ist freilich nicht entscheidend, in welchem Umfang die angeblich kapitalsuchende D._____AG (DE) am mittels Platzierung ihrer Effekten generierten Kapital tatsächlich beteiligt wurde. Der Gesetzesbegriff der Festübernahme i.S.v. Art. 3 Abs. 2 aBEHV setzt nicht voraus, dass der bei Übernahme der Effekten bezahlte Preis respektive die Mittelrückflüsse einen gewissen Prozentsatz des durch die Platzierung aufgenommenen Kapitals betragen (vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-8244/2007 vom 20. März 2009 E. 4.7). Generiert eine Gruppe durch Vermarktung eines angeblich kapitalsuchenden Emittenten Investorengelder, von denen es dann nur einen beschränkten Teil dem Emittenten zuführt, besteht naturgemäss eine im Vergleich zu typischen Emissionshaustätigkeiten von Banken nicht etwa geringere, sondern vielmehr eine grössere Anleger- und Marktgefährdung. Daher ist das Kriterium der Übernahme auch aus teleologischen Gründen nicht so auszulegen, dass Gruppensachverhalte dieser Art wegen des blossen Unterschieds zu typischen Formen der Festübernahme von der Bewilligungspflicht ausgeklammert blieben. Gerade wo Anzeichen einer Täuschung der Anleger hinsichtlich des Preises der Effekten, des Werts des Emittenten oder der Verwendung des Kapitals bestehen, muss für die Einstufung als Festübernahme i.S.v. Art. 3 Abs. 2 aBEHV (bzw. für die Einstufung als Übernahme i.S.v. Art. 12 lit. a FINIG) unbeachtlich bleiben, in welchem Umfang die Gruppe Gelder an den Emittenten weiterleitet.

Kurz, der zentrale Wesenszug der Übernahme i.S.v. Art. 3 Abs. 2 aBEHV ist dadurch gegeben, dass die Übernahme der Effekten durch die E._____Ltd (BVI) respektive die Gruppe zu Platzierungszwecken erfolgte. Das Vorliegen anderer typischer Merkmale der Festübernahme erhärten diesen Befund. Damit ist für die von der E._____Ltd (BVI) grup-

penintern erstandenen oder direkt gezeichneten und an unabhängige Anleger verkauften Effekten von einer Festübernahme im Hinblick auf die öffentliche Platzierung i.S.v. Art. 3 Abs. 2 aBEHV auszugehen.

5.4 Bewilligungspflichtig ist die Emissionshaustätigkeit nur, wenn die Effekten einer «Drittperson» übernommen werden (Art. 3 Abs. 2 aBEHV). Die Emission eigener Effekten ist nicht bewilligungspflichtig. Die blosser 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 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; 2C_1068/2017 und 2C_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.3; 6B_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2.4; Urteile des BVGer B-5657/2016 vom 5. Juni 2018 E. 5.1.2, B-5274/2015 vom 22. Mai 2018 E. 8, B-3259/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 5 und B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6). Eine restriktive Auslegung von Art. 3 Abs. 2 aBEHV 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).

Da die Beschwerdeführerin – was sie selbst nicht bestreitet – nicht eigene Aktien platzierte, sondern im Verbund mit den übrigen Akteuren der Gruppe die Aktien der D. _____ AG (DE), ist von der Übernahme der Effekten einer Drittperson (Art. 3 Abs. 2 aBEHV) auszugehen.

5.5 Zu prüfen ist, ob die Beschwerdeführerin respektive die Gruppe, an der sie beteiligt war (E. 5.1.3), D. _____ AG-Aktien auf dem Primärmarkt verkaufte.

5.5.1 Die Vorinstanz nimmt an, die von der Beschwerdeführerin an Anleger verkauften Effekten seien von der E. _____ Ltd (BVI) respektive der Gruppe auf dem Primärmarkt gehandelt worden (vgl. angefochtene Verfügung Rz. 46 f.). Weil die Verschiebungen von Effekten innerhalb der Gruppe vor deren Platzierung durch die E. _____ Ltd (BVI) aus Sicht der Vorinstanz keinen wirtschaftlich realen Charakter haben, ordnet sie den Verkauf dieser Effekten mithilfe der A. _____ AG dem Primärmarkt zu. Sie wertet zudem die infolge der Formumwandlung der D. _____ AG (DE) in

eine Aktiengesellschaft im August 2009 durch Umwandlung der Stammanteile entstandenen Aktien als neu. Spezifisch in Bezug auf bestimmte Aktienbestände begründet sie die Zuordnung zum Primärmarkt zudem wie folgt:

Der Stammanteil von EUR 33'000.- gehe auf eine Kapitalerhöhung im Februar 2008 zurück, die im Hinblick auf die Formumwandlung der D._____AG (DE) erfolgt sei. Die F._____AG (DE) habe den Stammanteil gezeichnet und im April 2008 auf die im März 2008 erst gegründete E._____Ltd (BVI) im Hinblick auf die Platzierung der hieraus anlässlich der geplanten Formumwandlung resultierenden 1'712'700 Aktien (SA 41305468; vgl. SA 40801342 ff.; 40802266 f.; 70502005) übertragen. Diese Aktien können aus Sicht der Vorinstanz vor der Platzierung durch die E._____Ltd (BVI) gar nicht Dritten angeboten worden sein (vgl. angefochtene Verfügung Rz. 46 f.). Dem Primärmarkt sind gemäss Vorinstanz auch alle Effekten zuzuordnen, welche die F._____AG (DE) in den Folgejahren auf die E._____Ltd (BVI) übertrug (s. SA 31303001 m.V. auf die einzelnen Belegstellen). Die Aktien resultierend aus der Bezugsrechtsausübung von Wandelschuldverschreibungen durch die E._____Ltd (BVI) ordnet die Vorinstanz ebenfalls dem Primärmarkt zu; sie weist darauf, dass die zu Aktien führende Wandelung innert kurzer Zeit nach Erwerb der Wandelschuldverschreibung von der F._____AG (DE) erfolgt sei. Auch die aus Beteiligungen der H._____Ltd und der J._____Ltd resultierenden Effekten ordnet sie dem Primärmarkt zu. Die H._____Ltd verkaufte ihrer Beteiligung im Januar 2010 direkt der E._____Ltd (BVI) (100'000 Aktien) und im Dezember 2010 der F._____AG (DE) (392'737 Aktien), welche sie später der E._____Ltd (BVI) abtrat. Die Beteiligung der J._____Ltd gelangte über die K._____Corp (BVI) an die E._____Ltd (BVI). Die Aktien aus den Beständen dieser Altaktionäre wurden gemäss Vorinstanz anlässlich der Formumwandlung der D._____AG (DE) und der damit verbundenen Kapitalerhöhung bzw. Aufstockung der Geschäftsanteile der Beteiligungsinhaber im August 2009 originär geschaffen und kurze Zeit später weiterverkauft. Auch die 519'000 Aktien aus der Beteiligung von M._____, die im Dezember 2010 auf die F._____AG (DE) und dann auf die E._____Ltd (BVI) übergingen, ordnet die Vorinstanz offenbar dem Primärmarkt zu.

Die Beschwerdeführerin stuft ihre Aktivität als Vermittlungstätigkeit für bisherige Grossaktionäre ein, die bestehende Beteiligungen platziert hätten. Die vermittelten Effekten seien im Rahmen früherer Erwerbsgeschäfte auf

den Markt gelangt, sodass die Übernahme der D._____AG-Effekten von diversen Altaktionären und deren Angebot an Anleger mittels der Beschwerdeführerin auf dem Sekundärmarkt stattfanden. Da die Stammenteile, aus denen die Aktien herrührten, ihrer Darlegung nach früher bereits angeboten oder jedenfalls «längst ausgegeben» worden waren, könnten die hieraus resultierenden Aktien nicht dem Primärmarkt zugeordnet werden. Dabei sei nicht die Ausgabe von (in dieser Form neuen) Aktien infolge der Formumwandlung massgeblich für die Einstufung der D._____AG-Effekten als neu geschaffen, sondern das Entstehen der Beteiligung. Die Beschwerdeführerin argumentiert damit, dass die fusionsrechtliche Umwandlung zivilrechtlich als gesellschaftsinterner Vorgang eingestuft werde, der die Rechtsverhältnisse nicht ändere. Weil die bestehenden Beteiligungsrechte kontinuierlich gewahrt würden, entstünden dabei keine neuen Effekten. Die Beschwerdeführerin stellt sich zudem auf den Standpunkt, die Praxis zum Gruppenkonzept und damit die Einstufung gewisser vorgängiger Erwerbsgeschäfte mit D._____AG-Effekten als wirtschaftlich nicht real sei auf die vorliegende Konstellation nicht anwendbar: Es könne nicht gesagt werden, die D._____AG (DE) habe keine reale Geschäftstätigkeit verfolgt. Auch sei es nicht zu abgesprochenen Käufen und Verkäufen zwecks Manipulation des Verkehrswerts der Effekten gekommen.

Gemäss Beschwerdeführerin irrt die Vorinstanz ausserdem, wenn sie annehme, Effekten könnten nur durch öffentliches Angebot auf den Primärmarkt gelangen. Auch eine nicht öffentliche Erstplatzierung schliesse ein späteres Angebot auf dem Primärmarkt aus. Sonst müssten sich die Aktien von Familienunternehmen, die mehrfach die Hand gewechselt haben, allesamt noch auf dem Primärmarkt befinden.

Die Beschwerdeführerin ist sich mit der Vorinstanz insoweit einig, als auch sie für die aus Wandelschuldverschreibungen stammenden Aktien eine Zuordnung zum Primärmarkt annimmt bzw. eine solche jedenfalls für möglich hält. Für diese Effekten fehle es aber am Erfordernis der Festübernahme (dazu oben, E. 4.2); auch handle es sich dabei um eine vergleichsweise geringe Anzahl der vermittelten Effekten.

5.5.2 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*, auf welchem neu geschaffene oder erstmals angebotene Effekten platziert werden (BGer 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E.2.3.1 f.). Der Verkauf von Effekten auf dem Sekundär-

markt ist keine Emissionshaustätigkeit. 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, auf diesen Fall jedoch noch nicht anwendbaren Recht ist die Emissionshaustätigkeit denn auch explizit Banken und Wertpapierhäusern vorbehalten (Art. 12 und 41 FINIG; vgl. BGer 2C_571/2018 vom 30. April 2019 E. 2.2.2).

5.5.2.1 Am Kriterium des Angebots auf dem Primärmarkt fehlt es, wenn die Effekten nicht erstmals angeboten werden. Ein früheres Erwerbsgeschäft schliesst die spätere Emissionshaustätigkeit auch aus, wenn das Angebot nicht öffentlich erfolgt, etwa wenn potentielle Investoren privat ausgewählt und eine begrenzte Zahl Personen auf individueller Basis angesprochen werden (vgl. BEAT D. SPECK, Privatplatzierungen im Schweizerischen Primärkapitalmarktrecht, 2006, S. 112 ff.; PHILIPPE A. WEBER, The Offering of Foreign Securities in Switzerland, in: Reutter/Werlen [Hrsg.], Kapitalmarkttransaktionen III, Zürich 2008, S. 22 ff.). Effekten können damit auch ohne öffentliches Angebot auf den Sekundärmarkt gelangen.

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. 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 die 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. 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 des Produktpflichtrechts beurteilen (BGer 2C_1068/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.1; MIRJAM EGGEN, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Bern 2015, 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 qualifizieren gegebenenfalls selbst dann nicht als Emission, 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. BGer 6B_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2.4 m.H.).

Bei einer Sekundärplatzierung (*Secondary Placement*) bietet ein Grossaktionär eigene Aktienbestände dem Publikum an. Sie gilt als Grenzfall zwischen Primär- und Sekundärmarkt, da sie in der Regel wie Primärplatzierungen zu einer breiteren Streuung des Aktionariats führt (EMCH/RENZ/ARPAGAU et al., a.a.O., S. 677 f.), zugleich aber nicht der Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital durch den Emittenten dient. Daher zählt die Sekundärplatzierung zum Sekundärmarkt (vgl. Urteile des BGer 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.2 m.H.; ZOBL/KRAMER, a.a.O., N. 1109; WALLER, a.a.O., S. 14 ff.; S. 17; BÖCKLI, a.a.O., § 18 N. 26a; ROLF WATTER, in: Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 5. Aufl. 2016, N. 3 zu Art. 752 OR; OLIVER FRITSCHI, Haftpflichtkommentar - Kommentar zu den schweizerischen Haftpflichtbestimmungen, 2016, S. 810 f.; THOMAS RIHM/DAVID KÄNZIG, Kommentar zum Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2016, N. 6 zu Art. 752 OR). Anders verhält es sich, wo der vermeintliche Grossaktionär die Anteile wiederum ohne Anlageabsicht übernommen hat, sondern nur, um sie im Publikum zu platzieren (vgl.

CHRISTIAN REHM/ANDREAS GERSBACH, Der Unternehmensjurist, 2016, S. 111-131, 116). Dann liegt trotz formeller, äusserlicher Sekundärplatzierung eine Primärplatzierung vor (vgl. Urteil des BVGer B-5793/2018 vom 7. Juli 2020 E. 4.7; vgl. auch BVGE 2019 IV/4 E. 4.3.6.4). Der Emittent nimmt in diesen Fällen insofern wegen der geplanten Platzierung Kapital auf, als die Effekten vom Grossaktionär nur im Hinblick auf die Platzierungsmöglichkeit erworben werden. Verpflichtet sich der Grossaktionär bei Übernahme oder Zeichnung der Effekten zur Platzierung derselben, spricht auch das Verbot von über die Liberierungspflicht hinausgehenden Aktionärspflichten (Art. 680 Abs. 1 OR) gegen die Zuordnung zum Sekundärmarkt.

5.5.2.2 Das Bundesgericht und das Bundesverwaltungsgericht hatten schon verschiedentlich Fälle zu beurteilen, in denen Gruppen im aufsichtsrechtlichen Sinn (vgl. vorne, E. 5.1.2.1) 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).

5.5.3 Die E. _____ Ltd (BVI) platzierte mithilfe der Beschwerdeführerin D. _____ AG-Effekten im Umfang von knapp 8 Mio. Aktien (angefochtene Verfügung Rz. 18 f. und 43; SA 31301001 ff.; 50802037). Einen Teil dieser Effekten hatte die E. _____ Ltd (BVI) insoweit direkt von der D. _____ AG (DE) übernommen, als sie aus der Aufstockung des Stammanteils infolge der am 28. August 2009 beschlossenen Kapitalerhöhung (1'712'700 Aktien) und aus einer Wandelanleihe (289'186 Aktien) resultierten. Die übrigen Effekten erhielt die E. _____ Ltd (BVI) von der F. _____ AG (DE) (3'285'194 Aktien), der K. _____ Corp (BVI)

(1'458'421 Aktien) und der H. _____ Ltd (100'000 Aktien). Diese Gesellschaften hatten ihre Effekten davor ebenfalls gruppenintern von Gründungsgesellschaftern respektive originär von der D. _____ AG (DE) erworben (vgl. angefochtene Verfügung Rz. 20-22 m.V.); die Ausnahme bilden die Effekten, welche die F. _____ AG (DE) von M. _____ übernahm (siehe E. 5.1.3.8). Kurz, vor ihrer Platzierung bei «Kunden» der Beschwerdeführerin befanden sich die Effekten stets in Gruppenhand. Wie eingangs festgestellt wurde, ist im vorliegenden Fall von der Tätigkeit einer aufsichtsrechtlichen Gruppe auszugehen, die sich durch Strohmänn-Strukturen, verschleierte Beteiligungsverhältnisse (insb. E. 5.1.3.3 f. und E. 5.1.3.8), ungewöhnliche Aufgabenverteilung und Zuständigkeiten (E. 5.1.3.5 ff.) und eine aggressive Vermarktungsstrategie zum Verkauf der Effekten auszeichnet. Bei einer solchen Gruppe ist aufgrund der genannten Umstände von der Vermutung auszugehen, dass es sich bei gruppeninternen Effektenübertragungen nicht um genuine Anlagegeschäfte handelt, wie sie auch unter Dritten («at arm's length») erfolgen würden, sondern um Vorbereitungshandlungen im Hinblick auf die spätere Platzierung, die nur im Gruppenkontext wirtschaftlich Sinn ergeben und insofern im Sinne der Rechtsprechung nicht als wirtschaftlich real eingestuft werden können.

Soweit die von der E. _____ Ltd (BVI) respektive der Beschwerdeführerin bei Anlegern platzierten Effekten vorgängig nicht oder nur im Rahmen wirtschaftlich nicht realer Geschäfte gehandelt wurden, sind sie dem Primärmarkt zuzuordnen. Die nachfolgend dargelegten Indizien bestätigen, dass die genannten Gruppengeschäfte nicht als wirtschaftlich real eingestuft werden können, sondern sich lediglich im Kontext einer von der Gruppe von Anfang an erstrebten Platzierung der Effekten im Publikum begreifen lassen:

5.5.3.1 Zu den entsprechenden Indizien zählt in erster Linie der fiktive Verkaufspreis: Dieser wurde den Anlegern auf «Term Sheets» zur D. _____ AG (DE) mitgeteilt (SA 50301121; 30601190), zusammen mit einem ebenso fiktiven Unternehmenswert («Unternehmensbewertung»; SA 50802153-50802178 für Term Sheets 2010 bis 2014; SA 31201097 ff., 30601190 und 30601173 ff.; SA 30601208). Die fiktive Natur des Preises zeigt sich daran, dass gruppenintern zur gleichen Zeit für Effekten ein bedeutend tieferer Preis bezahlt wurde (SA 31201097 ff.; 21301021; vgl. auch SA 50802292, Handnotiz der Direktorin der E. _____ Ltd (BVI), aus der sich ein Übernahmepreis von EUR 3.60 pro Aktie im Mai 2011 für einen gruppeninternen Kauf ergibt, während den Anlegern zur gleichen Zeit Aktien zu EUR 9.10 angegeben wurden). Zudem kam es zwecks Vermarktung

der Effekten zur Verwendung koordiniert erstellter Quartalsberichte und falscher Jahresabschlüsse der D._____AG (DE) (s. vorne, E. 5.1.3.5-5.1.3.7). Der den Anlegern kundgegebene Aktienpreis entsprach der «Unternehmensbewertung» dividiert durch die Gesamtzahl Aktien. Damit wurde eine sachliche Fundierung des Preises vorgetäuscht. Die schrittweise Erhöhung des fiktiven Preises und des angeblichen Unternehmenswerts suggerierte, die getätigten Investitionen in die D._____AG (DE) entwickelten sich von 2008 bis 2016 sehr gut. Bereits dies weist darauf hin, dass die Gruppe alles auf die Vermarktung der Effekten gegenüber unabhängigen Dritten ausrichtete. Denn willkürliche, überhöhte Aktienpreise ergeben angesichts der damit verbundenen (u.a. rechtlichen) Risiken nur Sinn, wenn die Gruppe die Effekten der D._____AG (DE) von Anfang an im Publikum platzieren wollte. Dafür, dass die D._____AG-Effekten für die Gruppe tatsächlich nur ein Verkaufsobjekt waren, spricht überdies die erwähnte Tatsache (E. 5.1.3.5), dass die F._____AG (DE) eigentlich keinen wirtschaftlich vernünftigen Grund gehabt hätte, in den Jahren 2008 bis 2016 fortlaufend D._____AG-Effekten auf die E._____Ltd (BVI) zu ungefähr der Hälfte des Preises zu übertragen, den diese zeitlich parallel hierzu beim Verkauf der Effekten erzielte. Die einzige Erklärung der scheinbar entgangenen Gewinne durch die F._____AG (DE) ist, dass mit den gruppeninternen Übertragungsgeschäften der Nachschub an Effekten sichergestellt und die Platzierung der Effekten im Publikum vorbereitet respektive das gemeinsame Geschäft abgewickelt wurde. In der gegebenen Konstellation ist zudem auch davon auszugehen, dass mit dem der F._____AG (DE) für die übertragenen Effekten bezahlten Preis zugleich eine gewisse gruppeninterne Aufteilung der Einnahmen des gemeinsamen Geschäfts erfolgte (vgl. Urteil des BVGer B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 8.9).

Dass die Effekten aus Gruppensicht stets nur ein Verkaufsobjekt bildeten und nie genuine Anlageabsicht bestand, geht überdies auch aus einer Aussage von B._____ anlässlich einer Anhörung der Staatsanwaltschaft hervor, in der er sich dahingehend äusserte, dass die Möglichkeit des Weitergebens der Effekten für die E._____Ltd (BVI) respektive A._____AG wichtig gewesen sei (SA 50802031).

Diese Indizien stützen die Annahme, wonach es sich bei den gruppeninternen Geschäften mit Effekten nicht um wirtschaftlich reale Anlagegeschäfte, sondern um ungewöhnliche gruppeninterne Geschäfte handelte, die nicht als Erstemission von Effekten eingestuft werden können. Vielmehr gebietet sich trotz dieser Geschäfte die Zuordnung des grössten Teils der von der

E._____Ltd (BVI) platzierten und dabei erstmals (zu Phantasiepreisen) angebotenen Effekten zum Primärmarkt (vgl. Urteile des BVGer B-5540/2018 vom 17. August 2020 E. 4.7; B-5736/2018 vom 7. Juli 2020 E. 4.6 und B-5793/2018 vom 7. Juli 2020 E. 4.7).

5.5.3.2 Hinzu kommt, dass die Effekten unter Verbreitung irreführender Informationen angeboten wurden. Potenziellen Anlegern wurde etwa vorgetäuscht, die A._____AG sitze «im gleichen Boot» und stehe den Anlegern als starker Partner zur Seite, da sie selbst Anteile der D._____AG (DE) im Portfolio halte (vgl. SA 30601205, Telefonnotiz eines Anlegers; SA 50301054 f.; Flip-Chart der A._____AG, mit Verkaufsargumenten in Bezug auf die D._____AG (DE); SA 30601087, 30601089 f., 30601162, 30601143, 30601189; vgl. auch SA 41101068). Wiederholt wurde ein Börsengang in Aussicht gestellt, doch finden sich in den Akten keine Spuren der Vorbereitung eines solchen. Zudem liess die Beschwerdeführerin glauben, es würden Direktbeteiligungen an kapitalsuchenden Jungunternehmen vermittelt, die vorbörslich Effekten bei wenigen erlesenen Privatinvestoren platzieren wollten (vgl. SA 50301054 f., 50301012, 50201012, 50301108; G01160390 1 S. 21), während in Wirklichkeit im grossen Stil günstig erworbene Aktien verkauft wurden. Die E._____Ltd (BVI) trat dabei gegenüber Anlegern teilweise als Gesellschaft auf, über die der Kauf der D._____AG-Effekten aus praktischen Gründen etwa steuerlicher Art abgewickelt wurde (vgl. SA 30601003 ff.; 30601019 f.; 30601029; 30601077 f.), respektive beschrieb sich gegenüber Anlegern als «Administratorin ihrer Beteiligung» (SA 30601080). Dass die Effekten dabei kurz vor (z.T. erst nach) Abschluss des Verkaufs an Anleger gruppenintern die Hand gewechselt hatten, erfuhren die Anleger nicht. Weil B._____ und C._____ ihre wirtschaftliche Berechtigung an der E._____Ltd (BVI) mit grösserem Aufwand kaschierten, blieb den Anlegern zudem verborgen, dass ihnen die Organe der Beschwerdeführerin regelmässig eigene Effekten anboten.

Zudem bediente sich die Beschwerdeführerin fragwürdiger Verkaufskniffe. Den Angestellten der Beschwerdeführerin standen für die Verkaufsgespräche mit potenziellen Anlegern detaillierte Leitfäden zur Verfügung, die auf den Verkauf von D._____AG-Effekten ausgerichtet waren (vgl. SA 50802087; 50201146 ff.; 50802078). Es gab spezifische Leitfäden für Erstgespräche («Gesprächsleitfaden AIDA»), für «Nachfassgespräche», für die «Behandlung» von Einwänden, für den Vertragsabschluss sowie für die Betreuung von Kunden und für das «Loading», also das Bewegen bestehender Anleger zu zusätzlichen Käufen. Solche Leitfäden waren anlässlich

einer Hausdurchsuchung bei der Beschwerdeführerin an B. _____s Arbeitsplatz gefunden worden (SA 50201136).

Aus diesen Leitfäden gehen die Beeinflussungstechniken hervor, auf welche die A. _____AG im Rahmen der Verkaufsgespräche setzte. Empfohlen war etwa, stets den Eindruck zu erwecken, die Menge verfügbarer, zum Kauf angebotener Aktien sei begrenzt. Die Verkäufer sollten beispielsweise behaupten, die Beschwerdeführerin kontaktiere eine *kleinere* Gruppe Personen im Hinblick auf eine Vor-IPO-Investition; oder sie sollten vor Abschluss eines Verkaufsgesprächs so tun, als ob von Seiten der A. _____AG noch überprüft werden müsse, ob die Aktien im gewünschten Umfang überhaupt erhältlich seien. Zudem wurde der Eindruck erzeugt, die D. _____AG (DE) sei ein Investitionsprodukt, auf das auch erfahrene «strategische» und «institutionelle» Anleger setzen würden (vgl. SA 30601090). Diese Aussagen waren falsch respektive irreführend. Zudem wurde den Verkäufern empfohlen, dem Gesprächspartner mit zu Beginn wenig signifikanten Fragen wiederholt affirmative respektive zustimmende Äusserungen zu entlocken, um so Schritt für Schritt Signale von Kaufinteresse und schliesslich möglichst verbindlich gemeinte Kaufzusagen zu erhalten. Am Schluss sollten die Anleger bei Interesse wie folgt darüber informiert werden, wie mündlich besprochene Investitionen abgewickelt würden: Die Verkäufer sollten den Anlegern mitteilen, dass der Vertrag in den nächsten Tagen zugestellt werde und dass er dann bitte umgehend zu prüfen und unterschrieben zu retournieren sei. Daraufhin sollte eine explizite Bestätigung eingeholt werden, dass der Anleger dies (d.h., den Vertrag umgehend signieren und retournieren) so tun werde. Dazu empfohlen war die Frage, die gemäss Leitfaden die wichtigste überhaupt sei, weil sie das Geschäft zementiere: «Geht das in Ordnung Herr [Name], kann ich mich darauf verlassen?». Dies zeigt exemplarisch, wie sich die Beschwerdeführerin beim Verkauf von D. _____AG-Effekten weniger auf faktenbasierte Überzeugungsarbeit verliess, sondern sich gezielt bekannter Manipulationstechniken bediente (ausführlich zu den Techniken der geschilderten Art s. ROBERT CIALDINI, Die Psychologie des Überzeugens, 7. Aufl., Bern 2013 [Übersetzung; Ersterscheinung auf Englisch 1984]; s. dabei insb. die Kapitel zur Dynamik von *Commitment und Konsistenz* [S. 93 ff.], zur Beeinflussung durch scheinbare *Bewährtheit* [S. 163 ff.] und durch Vermitteln des Eindrucks einer *Knappheit* des Angebots [S. 313 ff.]; zur Käuferbeeinflussung mittels einer Kaskade von anfangs unscheinbaren Fragen, die darauf abzielen, das Gegenüber an Zusagen/Affirmationen schrittweise zu gewöhnen, s. M. PANDELAERE/B. BRIERS/S. DEWITTE/L. WARLOP, Better think before agreeing twice. Mere agreement: A similarity-based persuasion

mechanism, in: International Journal of Research in Marketing, Bd. 27/2, Juni 2010, S. 133-141). Die finanziellen Anreize, namentlich die Entlohnung der Mitarbeiter durch Provisionen (vgl. SA 50401013), dürften solchen Marketingtechniken Vorschub geleistet haben.

Aufgrund dieser Umstände im Kontext der Vermarktung der Effekten durch die Beschwerdeführerin ist praktisch auszuschliessen, dass mit den gruppeninternen Geschäften etwas Anderes beabsichtigt worden wäre als die umfassende Platzierung der D. _____ AG-Effekten bei unabhängigen Dritten. Auch aufgrund dieser Täuschungsumstände, auf die mehrere Gruppenbeteiligte hinwirkten, entbehren die vorgängigen gruppeninternen Geschäfte mit den D. _____ AG-Effekten einer wirtschaftlich realen Natur.

5.5.3.3 Während die Zuordnung sämtlicher Effekten zum Primärmarkt offensichtlich ist, welche die E. _____ Ltd (BVI) infolge von Kapitalerhöhungen originär zeichnete respektive zugeteilt erhielt oder welche sie über die Wandelung einer Wandelanleihe erlangte, sind in Bezug auf jene Effekten, die innerhalb der Gruppe zirkulierten, vor allem die zeitlichen Verhältnisse hervorzuheben. Diese werfen ein Licht auf die Absichten der Gruppenakteure:

Erste Belege der gemeinsamen Vorbereitung der Platzierung der D. _____ AG-Effekten finden sich im Februar 2008, als G. _____ zum Geschäftsführer der D. _____ AG (DE) ernannt und das Gesellschaftskapital von EUR 50'000.- auf EUR 100'000.- erhöht wurde. Im Hinblick auf diese Kapitalerhöhung stimmten die Gesellschafter der D. _____ AG (DE) der Teilung, Abtretung und dem Verkauf von Geschäftsanteilen und dem Verzicht auf ihr Vorkaufsrecht bei der Veräusserung neuer Stammanteile zu. Dies ermöglichte es der F. _____ AG (DE), die neuen Stammanteile zu zeichnen und einen Stammanteil von 33 % bereits am 28. April 2008 auf die erst im März 2008 gegründete E. _____ Ltd (BVI) zu übertragen (vgl. SA 40801126 ff.). Aus dem Übertragungsvertrag der E. _____ Ltd (BVI) mit der F. _____ AG (DE) geht hervor, dass die Formumwandlung der (GmbH) D. _____ AG (DE) zur Aktiengesellschaft, die dann am 28. August 2009 beschlossen und am 21. Juli 2010 wirksam wurde, bereits anlässlich der Übernahme dieses Stammanteils für die E. _____ Ltd (BVI) «von wesentlicher Bedeutung» war (SA 41305474 § 6 Ziff. 3). Bereits ab dem 3. April 2008 vermittelte die A. _____ AG die künftigen Aktien der D. _____ AG (DE) an Anleger und verkaufte damit Effek-

ten, über welche die E. _____ Ltd (BVI) noch gar nicht verfügte. Dies belegt den für Gruppen typischen Umstand, dass die Effekten von der E. _____ Ltd (BVI) und der beteiligten Gruppe stets nur als Verkaufsobjekt betrachtet wurden, das bei unabhängigen Dritten platziert werden sollte.

Ähnlich verhält es sich in Bezug auf die D. _____ AG-Effekten, die aus den Kapitalerhöhungen der D. _____ AG (DE) vom 28. August 2009 resultierten: An der Generalversammlung vom 28. August 2009 wurden neben der Formumwandlung zur AG zwei Kapitalerhöhungen von EUR 100'000.- auf insgesamt EUR 5'190'000.- (SA 40801200 ff.) beschlossen. Hierfür wurde eine Kapitalrücklage gemäss Jahresabschluss 2008 von EUR 3'298'190.- verwendet. Eine weitere Kapitalerhöhung um EUR 1'791'810.- erfolgte per Sacheinlage von Patenten der F. _____ AG (DE). Diese Kapitalerhöhungen führten zur Aufstockung der bisherigen Geschäftsanteile respektive zu Zuteilungen von Aktien in Verbindung mit einer Regelung des Verwässerungsschutzes wegen der Sacheinlage der F. _____ AG (DE). Alleine in diesem Zusammenhang erwarb die E. _____ Ltd (BVI) originär 2'001'886 Aktien. In den Folgejahren kam es fortlaufend zu Übertragungen weiterer D. _____ AG-Aktien von der F. _____ AG (DE) auf die E. _____ Ltd (BVI) im Umfang von insgesamt 3'285'194 Stück. Diese wurden mit «Abtretungsverträgen» (2010 und 2011) und «Aktienkauf- und -treuhandverträgen» (2012 bis 2016) geregelt (angefochtene Verfügung Rz. 21; SA 31303001 und 31303005 f.; SA 40802066, 50801031 f.). Erwerbszeitpunkt und Zeitpunkt der Platzierung bei unabhängigen Anlegern lagen dabei überwiegend sehr nahe beieinander, wobei die Platzierung oft sogar vor Übergang des Eigentums erfolgte. Dem entspricht auch die Tatsache, dass die Zahlungsverpflichtung für die Übernahme der Effekten gemäss Vertrag zum Teil aufschiebend bedingt war, sodass die E. _____ Ltd (BVI) der F. _____ AG (DE) den Kaufpreis überhaupt erst bei erfolgreicher Platzierung bezahlen musste (SA 41305225 § 2; vgl. SA 41305373 § 2). Vor diesem Hintergrund lässt sich nicht plausibel annehmen, dass die E. _____ Ltd (BVI) und die F. _____ AG (DE) jemals etwas anderes als die Platzierung der betroffenen Effekten beabsichtigten. Vielmehr ist davon auszugehen, dass es diesen wie auch den übrigen Akteuren der Gruppe von Beginn an darum ging, die geschaffenen Effekten bei unabhängigen Dritten zu platzieren und sich (worauf der interne Kaufpreis und dessen aufgeschobene Zahlung deuten) den bei erfolgreicher Platzierung resultierenden Ertrag aufzuteilen. Folglich können die gruppeninternen Geschäfte dieser Gesellschaften mit D. _____ AG-Effekten nicht als wirtschaftlich real eingestuft werden. Dies

wiederum hat zur Folge, dass der Einwand, die von der E. _____ Ltd (BVI) platzierten Effekten seien dem Sekundärmarkt zuzuordnen, zurückzuweisen ist, weil es an einer massgeblichen früheren Platzierung dieser Effekten fehlt.

5.5.3.4 Abgesehen von den originär erworbenen Effekten und jenen, welche die F. _____ AG (DE) auf die E. _____ Ltd (BVI) übertrug, stammt ein massgeblicher Teil der platzierten D. _____ AG-Effekten (1'458'421 Aktien) von der K. _____ Corp (BVI). Die K. _____ Corp (BVI) wiederum erhielt den grössten Teil hiervon von der J. _____ Ltd (1'297'500 Aktien; vgl. SA 31303005); er lässt sich grösstenteils auf die am 28. August 2009 beschlossene Kapitalerhöhung und die Aufstockung der Anteile der bisherigen Gesellschafter sowie zu einem kleineren Teil auf eine Wandelanleihe zurückführen (angefochtene Verfügung Rz. 22 m.V.). Die Aktien aus der Beteiligung der J. _____ Ltd resultierten grösstenteils aus den Kapitalerhöhungen vom 28. August 2009 und der gleichentags beschlossenen Formumwandlung der D. _____ AG (DE). Für die Einstufung der gruppeninternen Geschäfte mit Effekten aus dieser Beteiligung der J. _____ Ltd als wirtschaftlich nicht real spricht zunächst, dass B. _____ und C. _____ (Inhaber der E. _____ Ltd (BVI)) sich in diesem Fall wirtschaftlich selbst (der K. _____ Corp (BVI)) D. _____ AG-Effekten abkauften, um sie dann über die ebenfalls beherrschte Beschwerdeführerin an Dritte zu «vermitteln». Abgesehen hiervon ist für die Käufe und Verkäufe von Effekten durch die J. _____ Ltd auch wegen deren ungewöhnlicher Natur von wirtschaftlich nicht realen Geschäften auszugehen, zumal die J. _____ Ltd ihre Effekten der K. _____ Corp (BVI) nicht «at arm's length» abtrat, obwohl sie als «strategischer Investor aus Hong Kong» dargestellt wurde (vgl. E. 5.1.3.8). Die Beschwerdeführerin vermag keine Indizien darzulegen, die es in beweiswürdigungsrechtlicher Hinsicht (dazu E. 5.1.2.2) ermöglichen, von der Vermutung (E. 5.5.3) der wirtschaftlich nicht realen Natur dieser Übertragung abzuweichen.

5.5.3.5 Schliesslich sind auch die D. _____ AG-Effekten, die von der H. _____ Ltd auf die E. _____ Ltd (BVI) übertragen wurden (100'000 direkt, 392'737 über die F. _____ AG (DE)), dem Primärmarkt zuzuordnen. Hiervon ist bereits aufgrund der Gruppenzugehörigkeit der H. _____ Ltd (E. 5.1.3.8) auszugehen (vgl. E. 5.5.3). Die Indizienlage bestätigt diese Annahme. Hervorgehoben sei nur, dass die H. _____ Ltd, die regelmässig durch G. _____ vertreten wurde, im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung vom 28. August 2009 durch Sacheinlagen der F. _____ AG (DE) keine Aktien infolge einer Regelung des Verwässerungsschutzes zugeteilt

erhielt – anders als die E._____Ltd (BVI), M._____ und die J._____Ltd (SA 40801203 f.). Ein klarer Beleg der wirtschaftlich nicht realen Natur der gruppeninternen Geschäfte unter Beteiligung der H._____Ltd ist sodann die Tatsache, dass die E._____Ltd (BVI) den Preis für die ihr von der H._____Ltd übertragenen Aktien gemäss Vertrag vom 3. Februar 2010 nicht etwa an diese, sondern an die F._____AG (DE) zu überweisen hatte (SA 41305370 und 41305373 § 3). Dies deutet auf den gleichen wirtschaftlich Berechtigten wie bei der F._____AG (DE) und damit darauf, dass die H._____Ltd von G._____ kontrolliert wurde.

5.5.3.6 Anders als die Beschwerdeführerin zu suggerieren scheint, stehen der Zuordnung der von ihr vermittelten D._____AG-Effekten zum Primärmarkt keine Geschäfte mit Stammanteilen der D._____AG (DE) (GmbH) aus den Jahren 2005 bis 2008 entgegen. Aus den Akten und den obigen Ausführungen (E. 5.1.3) ergibt sich, dass an der D._____AG (DE) auch vor der am 28. August 2009 beschlossenen Formumwandlung zur AG nur Gesellschaften der Gruppe und M._____ beteiligt waren. Bereits dies deutet angesichts der konkreten Vorgehensweise der Gruppe und ihrer Struktur mit den mehrfach verschleierte Teilungsverhältnissen (dazu E. 5.1.3.3 ff.) darauf hin, dass gruppeninterne Erstplatzierungen von Stammanteilen nicht als wirtschaftlich real qualifiziert werden könnten. In quantitativer Hinsicht wären solche Geschäfte ohnehin nicht entscheidend, zumal wie erwähnt (E. 5.5.3.3) der grösste Teil der von der E._____Ltd (BVI) mithilfe der Beschwerdeführerin verkauften Effekten frühestens im Rahmen der Kapitalerhöhungen vom 28. August 2009 entstanden ist: Am 28. August 2009 beschloss die Generalversammlung der (GmbH) D._____AG (DE) neben der Formumwandlung zur AG – wirksam mit Registereintragung am 21. Juli 2010 – eine Erhöhung des Gesellschaftskapitals von EUR 100'000 auf insgesamt EUR 5'190'000 aus Gesellschaftsmitteln einerseits und Sacheinlagen der F._____AG (DE) andererseits (SA 40801200 ff.). Dies hatte die Aufstockung der Anteile der bisherigen Gesellschafter und eine neue Stammeinlage der F._____AG (DE) zur Folge. Weitere Kapitalerhöhungen wurden im Oktober 2011, Juni 2013 und März 2015 auf EUR 6'248'794, EUR 7'023'794 respektive EUR 7'945'804 beschlossen (SA 31303001; 41306007).

Damit wäre eine Erstplatzierung vor dem 28. August 2009 zum Vornherein höchstens für 100'000 von 7'945'804 Namenaktien (ca. 1,26 %) möglich. Auch im Verhältnis zur Gesamtzahl der bei Anlegern platzierten Aktien

(7'054'165 von 7'945'804 Aktien per April 2016; vgl. SA 31304011) ist dies ein vernachlässigbarer Anteil.

5.5.3.7 In Bezug auf die weiteren Einwände der Beschwerdeführerin ist folgendes zu sagen:

Wenn die Beschwerdeführerin die Zuordnung der den Anlegern angebotenen Effekten zum Primärmarkt kritisiert, weil die Effekten angeblich mehrheitlich nicht erst kurz vor ihrem Verkauf an Anleger geschaffen worden seien, ist ihr schon in rechtlicher Hinsicht zu widersprechen: Massgeblich für die Zuordnung zum Primärmarkt ist nicht, wie lange die Effekten vor ihrer Platzierung gehalten wurden, sondern ob sie dabei erstmals (wirtschaftlich real) angeboten werden. Zwischen der Schaffung von Effekten und ihrer (Erst-)Platzierung können gegebenenfalls mehrere Jahre vergehen (vorne, E. 5.5.2; 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). Somit ist ungeachtet des zum Teil längeren Haltens der D._____AG-Effekten durch Gruppengesellschaften an der Zuordnung der Tätigkeit der Gruppe zum Primärmarkt nichts auszusetzen.

Richtig ist, dass die auf den Stammanteil M._____s von 10 % zurückgehenden D._____AG-Aktien (519'000 Stück), die auf die F._____AG (DE) übertragen wurden, bei späterem Verkauf durch die E._____Ltd (BVI) wohl dem Sekundärmarkt zuzuordnen sind. Diese mögliche Ausnahme ist indes nicht ausschlaggebend. Eine Emissionshaustätigkeit setzt nämlich nicht voraus, dass nur Effekten des Primärmarktes platziert werden. Gleiches gilt in Bezug auf Effekten, welche von der Beschwerdeführerin nach ausnahmsweiser Rücknahme von anderen Anlegern erneut verkauft wurden.

Der Beschwerdeführerin ist zu folgen, wenn sie darauf verweist, dass eine Begebung von Effekten auf dem Primärmarkt nicht nur in öffentlicher, sondern auch in nicht-öffentlicher Form erfolgen könne. Schon ein Angebot der Effekten an einen begrenzten Kreis führt dazu, dass für diese Effekten eine spätere Erstemission ausgeschlossen ist; vorausgesetzt, das Angebot sei als wirtschaftlich real einzustufen. Weil vorliegend die gruppeninternen Geschäfte der F._____AG (DE), der E._____Ltd (BVI) und anderer Gesellschaften nur als Vorbereitungshandlungen im Hinblick auf die Platzierung im Publikum Sinn ergeben, sind diese gruppeninternen Geschäfte keine früheren Erstplatzierungen. Der Einwand der Beschwerdeführerin ändert damit nichts am Befund der Primärmarktstätigkeit.

Zuletzt überzeugt die Beschwerdeführerin mit dem sinngemässen Einwand nicht, aus der angeblich ernsthaften operativen Tätigkeit der D. _____ AG (DE) folge, dass das aufsichtsrechtliche Gruppenkonzept nicht anwendbar sei und daher vorgängig gehandelte Effekten dem Sekundärmarkt zuzuordnen seien. Die Behauptung einer ordentlichen operativen Tätigkeit stösst sich daran, dass die D. _____ AG (DE) von der Gruppe nicht im Interesse eines langfristigen betrieblichen Erfolgs durch Verwirklichung ihrer statutarischen Zwecke geführt wurde; sie diene vielmehr als Vehikel der Gruppe zum Verkauf möglichst vieler Effekten zu überhöhten Preisen, wie bereits die vorgenannten Indizien belegen (E. 5.5.3.1-5.5.3.6). Zudem kann angesichts der jüngeren Verurteilung von G. _____ wegen Insolvenzverschleppung im Zusammenhang mit der D. _____ AG (DE) in Deutschland (E. 5.5.3.6) und im Lichte der übrigen bekannten Umstände offensichtlich nicht von einem operativ erfolgreichen, rentablen Geschäft gesprochen werden.

5.5.3.8 Abschliessend ist damit festzuhalten, dass es sich bei den von der Gruppe mithilfe der Beschwerdeführerin öffentlich platzierten Effekten der D. _____ AG (DE) jedenfalls überwiegend um solche handelte, die neu geschaffen oder zuvor noch nicht in wirtschaftlich realer Weise, das heisst im Rahmen genuiner Anlagegeschäfte, angeboten worden waren. An der Feststellung der Vorinstanz, dass die E. _____ Ltd (BVI) mithilfe der A. _____ AG D. _____ AG-Effekten auf dem Primärmarkt i.S.v. Art. 3 Abs. 2 BEHV verkaufte, ist nichts auszusetzen. Dieser Schluss drängt sich auf, berücksichtigt man die klare Indizienlage.

5.6 Zu prüfen bleibt, ob die streitgegenständliche Emission von D. _____ AG-Effekten bei Anlegern gewerbsmässig ausgeübt wurde und ob die Gruppe hauptsächlich im Finanzbereich tätig war.

5.6.1 Unterstellungspflichtig ist nur, wer *gewerbsmässig* der Effektenhandelstätigkeit nachgeht (Art. 2 lit. d aBEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 2 aBEHV). Gewerbsmässiges Handeln liegt vor, wenn das Emissionshaus die Effektenhandelstätigkeit als wirtschaftlich selbständiges Geschäft betreibt, um aus der Platzierung der Aktien regelmässige Erträge zu erzielen (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; BGE 137 II 383 E. 10.1). Einer bewilligungspflichtigen Aktivität als Emissionshaus gehen Effekthändler sodann nur nach, wenn sie dabei *hauptsächlich im Finanzbereich* tätig sind (Art. 2 Abs. 1 aBEHV). Das ist der Fall, wenn beim Effekthändler oder der Gruppe die Aktivitäten im Finanzbereich gegenüber anderen, gewerblichen oder industriellen Zwecken deutlich überwiegen (BGE 136 II 43 E. 4.1 S. 47 f.; Urteil des BGer

C2_1068/2017, 2C_1070/2017 vom 9. Oktober 2018, E. 2.3.1-2.3.2; PHILIPPE A. HUBER/PETER HSU, in: Basler Kommentar zum Börsengesetz und Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl. 2011, N. 22 und 25 ff. zu Art. 2 lit. d aBEHG). 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.).

5.6.2 Vorliegend zeigt sich die Gewerbsmässigkeit daran, dass die Beschwerdeführerin Effekten der D. _____ AG (DE) von April 2008 bis Mai 2016 an über 200 Anleger verkaufte. Damit wurden EUR 66 Mio. Kapital (ca. CHF 84.5 Mio.) aufgenommen, wovon die Beschwerdeführerin ungefähr 25 % an Provisionen bezog (vgl. SA 50301120). Die Beschwerdeführerin nahm damit nur schon durch die Provisionen von April 2008 bis Mai 2016 umgerechnet CHF 21'120'000.- ein, pro Jahr mithin fast CHF 3 Mio., was verteilt auf ein Dutzend Mitarbeiter (Anzahl laut Angaben der Beschwerdeführerin) ein beachtlicher Betrag ist. Dazu kamen weitere Ausschüttungen im zweistelligen Mio.-Bereich an die Organe der Beschwerdeführerin und Einnahmen der anderen Akteure der Gruppe (vgl. E. 5.1.3.1 und E. 5.1.3.5 f.). Selbst wenn man berücksichtigt, dass ein vergleichsweise kleiner Teil dieser Erträge auf Sekundärmarktplatzierungen zurückzuführen sein mag (vgl. E. 5.1.3.8 und E. 5.5.3.7), folgt daraus, dass die Emissionshaustätigkeit von der Beschwerdeführerin als selbständiges Geschäft betrieben wurde, um hieraus regelmässige Erträge zu erzielen. Damit hat sie das streitgegenständliche Geschäft gewerbsmässig geführt. Weil 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.

5.6.3 Auch eine hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich liegt vor. Die A. _____ AG beschrieb sich selbst als Finanzgesellschaft und war in den relevanten Jahren fast ausschliesslich im Finanzbereich tätig. Die hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich ist auch für die ganze Gruppe anzunehmen. Denn diese fand sich zwecks Ausübung dieser Tätigkeit im Finanzbereich überhaupt erst zusammen; zudem waren operative Tätigkeiten anderer Art, wie sie die Beschwerdeführerin in anderem Zusammenhang für die D. _____ AG (DE) behauptet (siehe E. 5.5.3.7), nicht von solchem Gewicht, dass sie überwögen und die Tätigkeit im Finanzbereich als bloss akzessorisch erscheinen liessen. Dass die gesamte Gruppe eine

hauptsächliche operative Tätigkeit industrieller oder gewerblicher Art verfolgt hätte, macht überdies auch die Beschwerdeführerin nicht geltend.

Auch das Kriterium der hauptsächlichen Tätigkeit im Finanzbereich ist damit gegeben.

5.7 Die Beschwerdeführerin hat damit gemeinsam mit weiteren Beteiligten einer Gruppe im aufsichtsrechtlichen Sinn eine bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit nach Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 lit. d aBEHG und Art. 3 Abs. 2 aBEHV ausgeübt, ohne dass sie oder andere Beteiligte hierzu über die erforderliche Bewilligung verfügt hätten. Dadurch wurden über 200 Privatanleger dazu verleitet, mehrere Millionen Franken im höheren zweistelligen Bereich auf die Gruppe zu übertragen. Die Ausübung dieser Tätigkeit während gut sieben 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; 2C_303/2016 vom 24. November 2016 E. 3.3; 2C_894/2014 vom 18. Februar 2016 E. 8.2 m.H.; 2C_671/2014 vom 18. Dezember 2014 E. 3.3.3; 2C_71/2011 vom 26. Januar 2012 E. 5.3.2).

Die gegen die Dispositiv-Ziffer 1 der angefochtenen Verfügung gerichteten Rügen der Beschwerdeführerin erweisen sich damit als unbegründet.

6.

Es bleibt zu prüfen, ob die gemäss angefochtener Verfügung angeordneten Massnahmen, namentlich die Liquidation und die Veröffentlichung der angefochtenen Verfügung nach Rechtskraft, wie von der Beschwerdeführerin gerügt, unverhältnismässig sind.

6.1 Zunächst ist die Anordnung der Liquidation der Beschwerdeführerin zu beurteilen:

6.1.1 Aus Sicht der Beschwerdeführerin ist die Liquidation nicht erforderlich und nicht gerechtfertigt. Eine schwere Verletzung von Aufsichtsrecht liege nicht vor. Die Liquidation wegen gruppenweiser Emissionshandelstätigkeit setze voraus, dass es die Akteure darauf angelegt gehabt hätten, die schweizerischen Bestimmungen über eine Emissionshaustätigkeit zu umgehen, was nicht der Fall sei. Es sei zudem nur eine vergleichsweise geringe Zahl Aktien erstmals öffentlich angeboten worden, und dies vor etlichen Jahren. Die D. _____ AG (DE) sei nicht wertlos gewesen. Es sei Privatanlegern durch ihr Verhalten kein Schaden entstanden; ein allfälliger

Schaden ist aus Sicht der Beschwerdeführerin nur auf fehlerhaftes Management auf Seiten der D. _____ AG (DE) zurückzuführen. Ohnehin sei die Vermittlung von D. _____ AG-Aktien eingestellt worden. Die Beschwerdeführerin gibt an, sie strebe künftig eine Tätigkeit als Vermittlerin für direkt Effekten emittierende Unternehmen an.

Gemäss Vorinstanz verfügt die Beschwerdeführerin nicht über die erforderlichen Voraussetzungen einer nachträglichen Bewilligungserteilung (Verfügung Rz. 56). Die Teilliquidation komme zudem nicht in Frage, da die Beschwerdeführerin nur im bewilligungspflichtigen Bereich tätig gewesen sei. Die Liquidation stelle sicher, dass mit der Beschwerdeführerin künftig nicht erneut gesetzeswidrig bewilligungspflichtige Aktivitäten entfaltet würden.

6.1.2 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). 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) und das erforderliche Mindestkapital (Art. 10 Abs. 2 lit. b aBEHG i.V.m. Art. 22 Abs. 1 aBEHV) 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; vgl. auch Urteil des BVer 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; vgl. BGE 131 II 306 E. 4.1.3 S. 321; 98 Ib 269 E. 4 S. 272 ff.; Urteil des BVer 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 BVer 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 quinques 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 BEHG nur eine Ausnahme vorsieht (für Effektenhändler, die erlaubterweise auch als Bank tätig waren), kann von der Liquidation nicht leichthändig 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.). Ist die einwandfreie Fortführung der zulässigen Geschäftstätigkeit gewährleistet, ist die Vollliquidation in der Regel unnötig und unzumutbar. Die blosser Teilliquidation kommt somit (weitgehend nur) dort in Frage, wo die Gesellschaft parallel auch eine erlaubte Tätigkeit von nicht untergeordneter Bedeutung ausübte.

6.1.3

6.1.3.1 Für die Liquidation sprechen hier die Schwere der Verletzung aufsichtsrechtlicher Pflichten (vorne, E. 5.7) durch die unerlaubte Emissionshaustätigkeit der Gruppe und die massgebliche Rolle der Beschwerdeführerin im Rahmen dieser Tätigkeit (vgl. vorne, E. 5.1.3.2 ff.). Dabei kam es zu einer umfassenden und von 2008 bis 2016 andauernden Gefährdung von Anleger- und Marktinteressen. Bezüglich der Rolle der Beschwerdeführerin, die die Effekten an gutgläubige Anleger vermittelte, kann davon ausgegangen werden, dass diese Gefährdung ihrem Geschäftsmodell weitgehend inhärent war: Sie gab sich als blosser Vermittlerin von Aktien aus, verschleierte ihre eigenen Interessen und jene ihrer massgeblichen Organe und setzte zur Förderung des Verkaufs nicht etwa auf den (angeblichen) Wert der vermarkteten Titel, sondern auf intensives Telefonmarketing und raffinierte Beeinflussungstechniken. So verkaufte sie D._____AG-Effekten an über 200 Abnehmer und nahm EUR 66 Mio. auf. Der Erfolg des Geschäfts hing dabei geradezu von der Irreführung der Anleger ab, von denen nach allgemeiner Lebenserfahrung nicht erwartet werden kann, dass sie bei gebotener Aufklärung über die Einnahmen und engen Verflechtungen der Gruppe überhaupt in die D._____AG (DE) hätten investieren wollen. Das Geschäftsgebaren der Beschwerdeführerin gefährdete zudem das Funktionieren des Marktes (zum durch Regulierung von Erstemissionen bezweckten Funktionsschutz vgl. ROLF WATTER, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP 1992 S. 48, 49), da es die Fehlallokation von Spargeldern provozierte. Es war insofern auch geeignet, Marktvertrauen zu untergraben und den Ruf des Finanzstandorts zu schädigen (s. zur Illustration der u.a. auf Telefonvermittler bezogene Artikel:

NZZ, 19. Juli 2019 [S. 23], Aktienmakler versuchen Privatanleger von spektakulären Produkten zu überzeugen, wo die Schweiz als «Eldorado für unseriöse Aktienmakler, die Private über den Tisch ziehen wollen» bezeichnet wird).

Nicht zu folgen ist der Beschwerdeführerin, wenn sie aus der juristischen Schwierigkeit der Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt herleiten will, dass ihre Organe sich der Unzulässigkeit der bewilligungslos ausgeübten Tätigkeit nicht bewusst sein mussten. Erstens hängt die Schwere der Verletzung aufsichtsrechtlicher Pflichten durch die Gesellschaft nicht vom Unrechtsbewusstsein ihrer Organe ab. Zweitens mussten die Beschwerdeführerin und ihre Organe angesichts der zumindest empfundenen Schwierigkeit der Zuordnung zum Primär- oder Sekundärmarkt erst recht mit der allfälligen Unzulässigkeit der Tätigkeit rechnen. Es ist zu vermuten, dass sie dies, drittens, auch tat: Als die FINMA sie im März 2010 um Auskunft bat, verschwieg sie die Existenz offensichtlich wichtiger Verbindungen zu anderen Beteiligten des D. _____ AG-Geschäfts. Dies lässt vermuten, dass sie an der Zulässigkeit des koordinierten Geschäfts mit D. _____ AG-Aktien zumindest zweifelte.

Der Einwand, den Privatanlegern sei aus dem Verhalten der Beschwerdeführerin kein Schaden erwachsen, entbehrt schon mit Blick auf die zugunsten der Gruppe abgezweigten Gelder jeglicher Plausibilität. Für den Misserfolg der 2018 in Insolvenz gegangenen D. _____ AG (DE) war nicht nur «fehlerhaftes Management» der Geschäftsführung der D. _____ AG (DE) um G. _____ verantwortlich, sondern ebenso die Beteiligung der Beschwerdeführerin an der unerlaubten Emissionshaustätigkeit. Dem Erfolg der D. _____ AG (DE) war es nicht zuträglich, dass sie zwecks Kapitalaufnahme Jahr für Jahr Anlegern als erfolgreich wachsendes Jungunternehmen vermarktet wurde, das angeblich kurz vor dem Börsengang stehe, während in Wirklichkeit nur ein Bruchstück des aufgenommenen Kapitals in die D. _____ AG (DE) floss. Dass aus einer Mitteilung des Insolvenzverwalters der Gesellschaft vom 4. April 2018 die Fortführungsfähigkeit eines Geschäftsbereichs der D. _____ AG (DE) hervorgehen soll, ist ohne jegliche Aussagekraft in Bezug auf den Wert des Unternehmens und der verkauften Effekten. Es ist auch nicht anzunehmen, angesichts der Straftatbestände, derer G. _____ inzwischen schuldig befunden worden ist (siehe dazu vorne, E. 5.1.3.6), dass es sich dabei um ein im Verhältnis zur gesamten D. _____ AG (DE) gewichtiges Aktivum handelt. Mehr noch, es ist vorliegend auch nicht relevant, da die bewilligungslose Ausübung einer Emissionshaustätigkeit unabhängig vom Wert der verkauften Effekten

grundsätzlich als schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen einzustufen ist (vgl. vorne, E. 5.7; BGer-Urteil 2C_558/2019 vom 26. Mai 2020 E. 2.5).

Vor diesem Hintergrund kann von einer Liquidation der Beschwerdeführerin nicht abgesehen werden und wurde diese von der Vorinstanz zu Recht angeordnet.

6.1.3.2 Eine Teilliquidation als milderes Mittel kommt im vorliegenden Fall nicht in Frage. Die Beschwerdeführerin macht denn auch zu Recht nicht geltend, sie hätte neben der Platzierung von D. _____ AG-Effekten eine bedeutende erlaubte Aktivität verfolgt. Vielmehr generierte sie nahezu all ihre Einnahmen aus der unerlaubten Aktivität und aus damit zusammenhängenden Tätigkeiten. Die Beschwerdeführerin wehrt sich zwar insofern zu Recht gegen den Vorwurf der Vorinstanz, sie sei immer nur im bewilligungspflichtigen Bereich tätig gewesen, als ihre früheren Geschäfte als Vermittlerin anderer Effekten nicht Prozessthema sind und nicht erstellt ist, ob die Beschwerdeführerin auch dafür allenfalls einer Bewilligung bedürft hätte. Freilich ergibt sich aus den Akten, dass die Beschwerdeführerin bereits früher durch fragwürdiges Geschäftsgebaren auffiel (vgl. G01160390 1/015). Wie die Beschwerdeführerin bis 2008 wirtschaftete, ist indes ohnehin irrelevant. Entscheidend für die Verhältnismässigkeit der Liquidation ist, dass die Beschwerdeführerin neben der ihr vorgeworfenen Beteiligung an einer gruppenweise ausgeübten Emissionshaustätigkeit nicht auch einer erlaubten Geschäftstätigkeit nachging und weiterhin nachgeht, deren Beendigung nicht erforderlich wäre und deren getrennte Behandlung im Rahmen des Teilliquidationsverfahrens realisierbar erschiene.

Die Beschwerdeführerin bringt vor, sie wolle sich künftig auf eine Tätigkeit als Vermittlerin für direkt Effekten emittierende Unternehmen konzentrieren. Sie erstrebt damit offenbar eine bewilligungslos zulässige Dienstleistung für Selbstemittenten. Es ist unklar, wie sie die legale Ausübung einer solchen Aktivität sicherstellen will. Es ist bereits schwierig, sich eine professionelle und bedeutende Vermittlungsdienstleistung vorzustellen, die zur Unterstützung eines Emittenten beim Platzieren von Effekten auf dem Primärmarkt geleistet werden könnte, ohne dass dabei die vermeintliche Vermittlungstätigkeit aufgrund einer festen oder kommissionsweisen Übernahme von Effekten zwecks öffentlicher Platzierung in eine fremdemissionsrechtliche Aktivität der Art mündete, welche die Beschwerdeführerin jahrelang unerlaubt ausübte (vgl. Urteil des BVer B-4409/2008 vom 27. Januar 2010 E. 7.6). Die Beschwerdeführerin erwähnt denn auch nur, ein

erstes Mandat sei in Ausführung begriffen, belegt dies jedoch nicht. Zudem legt sie nicht dar, inwieweit bei Ausübung einer solchen Tätigkeit eine finanzmarktrechtlich einwandfreie Fortführung möglich sein sollte, sodass sie folglich keine Ausnahme von der gesetzlich vorgesehenen Liquidation beanspruchen kann.

Der Vorinstanz gereicht es nicht zum Vorwurf, wenn sie die Möglichkeit der Teilliquidation selbst auch nicht näher prüfte. Eine solche drängt sich denn auch aus Verhältnismässigkeitsgründen nicht auf. Denn einerseits sind die zu schützenden öffentlichen und privaten Interessen gewichtig. Und andererseits kann es auf blosse Hypothesen hinsichtlich einer künftig rechtskonformen Geschäftstätigkeit schlicht nicht ankommen, da sonst die dem Gesetzeswortlaut nach zwingend vorgesehene Liquidation kaum mehr vernünftig als Regel anwendbar wäre, zumal auch bei schwersten Verletzungen aufsichtsrechtlicher Bestimmungen eine einwandfreie künftige Tätigkeit (allenfalls bei Neuausrichtung und neuer Führung) theoretisch denkbar ist. Aus diesem Grund rechtfertigt die blosse Bekundung der Absicht, die Beschwerdeführerin auf Basis einer bewilligungslos erlaubten Geschäftstätigkeit fortzuführen, keine Ausnahme von der gesetzlich vorgegebenen Liquidation (vgl. Urteil des BGer 2C_97/2015 vom 28. April 2015 E. 3.1).

Eine solche liesse sich allenfalls rechtfertigen, wenn die Beschwerdeführerin bereits neben der unerlaubten Emissionshaustätigkeit eine hiervon klar getrennte, hinreichend bedeutende, zulässige Geschäftstätigkeit verfolgt hätte. Das ist indes nicht der Fall. Die Beschwerdeführerin hat vielmehr jahrelang nur respektive vorwiegend die unerlaubte Tätigkeit ausgeübt und damit Einnahmen generiert, die sich durch eine legale Tätigkeit kaum realisieren lassen.

Folglich ist die Liquidation der Beschwerdeführerin erforderlich und insbesondere auch zumutbar, da die Beschwerdeführerin (anders als in Fällen nach Art. 36 Satz 3 FINMAG und analogen Konstellationen) nicht zur Aufgabe eines angestammten und erlaubten Geschäftsbereichs genötigt wird.

Die Beschwerde ist damit hinsichtlich der angeordneten Liquidation der Beschwerdeführerin sowie der damit verbundenen Massnahmen abzuweisen (Dispositiv-Ziff. 3-10 und 14; vgl. Dispositiv-Ziff. 2).

7.

Die Beschwerdeführerin rügt zuletzt, die Verfahrenskosten seien unverhältnismässig. Sie seien mit Blick auf den Aufwand der FINMA nicht zu rechtfertigen, da kaum eigene Ermittlungen geführt worden seien und vor allem auf Akten der Staatsanwaltschaft abgestellt werden konnte.

Die Leistungsübersicht der Vorinstanz weist Leistungen für einen Betrag von CHF 45'138.- aus, woraus die Vorinstanz Verfahrenskosten im Umfang von CHF 45'000.- festhielt. Hiervon wurden infolge der Gewährung der unentgeltlichen Rechtspflege CHF 10'000.- abgezogen, die auf C. _____ angefallen wären. Die verbleibenden Verfahrenskosten von CHF 35'000.- auferlegte die Vorinstanz der A. _____ AG und B. _____ solidarisch (angefochtene Verfügung Rz. 73 f.). In ihrer Vernehmlassung begründete die Vorinstanz diesen Betrag mit dem komplexen Sachverhalt, dem Umfang der Akten und des mit drei bereits im vorinstanzlichen Verfahren anwaltlich vertretenen Parteien geführten Schriftenwechsels.

Die Akten sind angesichts der darin eingeschlossenen Akten eines grösseren wirtschaftsstrafrechtlichen Verfahrens in der Tat umfassend; dass diese grösstenteils dem Strafverfahren entstammen, ändert nichts daran, dass sich die FINMA damit gründlich auseinanderzusetzen hatte, zumal sich die Verfahrensmaterie und die zu klärenden Sachverhalts- und Rechtsfragen nur beschränkt überschritten. Auch war eine vertiefte Untersuchung des Falles angesichts der Komplexität der Materie erforderlich. Die Verfahrenskosten werden dem Kostendeckungs- und Verursacherprinzip sodann auch insoweit gerecht, als es undurchsichtige Strukturen zu beurteilen und rechtlich einzuordnen galt, an deren Existenz die Beschwerdeführerin und ihre führenden Organe mitverantwortlich waren und zu deren Durchleuchtung sie selbst nur wenig beitrug.

8.

Insgesamt erweist sich die Beschwerde somit als unbegründet, sodass sie, soweit auf sie einzutreten ist, abzuweisen ist.

9.

Bei diesem Verfahrensausgang gilt die Beschwerdeführerin als unterliegend, weshalb ihr die Verfahrenskosten für den Endentscheid in Höhe von CHF 5000.- aufzuerlegen sind (Art. 63 Abs. 1 VwVG).

10.

Ausgangsgemäss ist der unterliegenden Beschwerdeführerin keine Parteientschädigung zuzusprechen (Art. 64 Abs. 1 VwVG, Art. 7 Abs. 1 des Reglements vom 21. Februar 2008 über die Kosten und Entschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht [VGKE, SR 173.320.2]), sodass der entsprechende Antrag der Beschwerdeführerin abzuweisen ist.

Demnach erkennt das Bundesverwaltungsgericht:

11.

Die Beschwerde wird abgewiesen, soweit auf sie eingetreten wird.

12.

Der Beschwerdeführerin werden Verfahrenskosten von CHF 5'000.– auferlegt. Nach Eintritt der Rechtskraft des vorliegenden Urteils wird der einbezahlte Kostenvorschuss von CHF 5'000.– zur Bezahlung dieser Verfahrenskosten verwendet.

13.

Es wird keine Parteientschädigung zugesprochen.

14.

Dieses Urteil geht an:

- die Beschwerdeführerin (Gerichtsurkunde)
- die Vorinstanz (Ref-Nr. G01160390; Gerichtsurkunde)

Für die Rechtsmittelbelehrung wird auf die nächste Seite verwiesen.

Der vorsitzende Richter:

Der Gerichtsschreiber:

Ronald Flury

Matthias Uffer

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diesen Entscheid kann innert 30 Tagen nach Eröffnung beim Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten geführt werden, sofern die Voraussetzungen gemäss Art. 82 ff., 90 ff. und 100 BGG gegeben sind. Die Rechtsschrift 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: 14. Februar 2022