



Abteilung II  
B-5274/2015

## Urteil vom 22. Mai 2018

Besetzung

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

Parteien

**X.** \_\_\_\_\_,  
vertreten durch Dr. Armin Kühne, Rechtsanwalt,  
Kellerhals Carrard Zürich,  
Beschwerdeführerin,

gegen

**Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA,**  
Vorinstanz.

Gegenstand

Unbewilligte Emissionshaustätigkeit,  
Unterlassungsanweisung.

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

X.\_\_\_\_\_ (nachfolgend Beschwerdeführerin) war zwischen 2006 und 2015 Geschäftsführerin ("CEO") der Y.\_\_\_\_\_ AG mit Sitz in A.\_\_\_\_\_. Die Gesellschaft wurde am [...] ins Handelsregister eingetragen und verfolgte gemäss Handelsregistereintrag unter anderem den Zweck, Dienstleistungen in den Bereichen Marketing und Vertrieb für pharmakologische Produkte für eigene und fremde Rechnung zu erbringen. Seit der Gründung führte die Y.\_\_\_\_\_ AG 28 Kapitalerhöhungen durch und erhöhte ihr Aktienkapital von Fr. 100'000.- auf Fr. 810'832.71. Dabei senkte sie den Nennwert der Inhaberaktien von anfänglich zehn Rappen auf einen Rappen und erhöhte die Anzahl der Aktien von ursprünglich einer Million auf über 81 Millionen.

**A.a**

Ab dem 24. Oktober 2014 führte die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA; nachfolgend: Vorinstanz) Vorabklärungen wegen Verdachts auf eine unerlaubte Tätigkeit der Beschwerdeführerin im Sinne der Finanzmarktgesetzgebung durch. Im Rahmen der Vorabklärungen beantwortete die Beschwerdeführerin am 9. Dezember 2014 schriftlich Fragen der Vorinstanz und reichte eine Stellungnahme ein.

**A.b** Mit Schreiben vom 13. Februar 2015 teilte die Vorinstanz der Beschwerdeführerin mit, dass gegen sie ein Enforcementverfahren eröffnet worden sei. Mit Schreiben vom 20. März 2015 beantwortete die Beschwerdeführerin weitere Fragen und reichte eine weitere Stellungnahme ein. Zudem äusserte sie sich mit Eingabe vom 24. April 2015 zum vorläufigen Sachverhalt, wie ihn die Vorinstanz ihr zugestellt hatte. Darin beantragte sie im Wesentlichen die sofortige Einstellung des Verfahrens mangels unterstellungspflichtiger Tätigkeit.

**B.**

Mit Verfügung vom 26. Juni 2015 stellte die Vorinstanz fest, dass die Beschwerdeführerin ohne Bewilligung gewerbsmässig den Effektenhandel betrieben und damit aufsichtsrechtliche Bestimmungen gemäss Börsengesetz schwer verletzt habe. Unter Strafandrohung für den Fall der Widerhandlung wies die Vorinstanz die Beschwerdeführerin an, jegliche finanzmarktrechtlich bewilligungspflichtige Tätigkeit, unter jeglicher Bezeichnung selbst oder über Dritte, sowie die entsprechende Werbung in irgendeiner Form, zu unterlassen. Insbesondere habe sie die gewerbsmässige Effektenhändlerstätigkeit, sowie die entsprechende Werbung in irgendeiner

Form, zu unterlassen. Weiter verfügte die Vorinstanz die Veröffentlichung der Unterlassungsanweisung für die Dauer von 4 Jahren nach Rechtskraft der Verfügung auf ihrer Internetseite ([www.finma.ch](http://www.finma.ch)). Die Verfahrenskosten von Fr. 33'000.– wurden der Beschwerdeführerin auferlegt.

Als Begründung führte die Vorinstanz im Wesentlichen an, die Beschwerdeführerin habe von der Y. \_\_\_\_\_ AG ausgegebene Aktien übernommen sowie erstmals auf dem Primärmarkt angeboten und damit eine bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit ausgeübt. Dadurch habe sie im Zeitraum von weniger als drei Jahren über 20 Millionen Aktien verkauft und Gelder von über Fr. 51 Mio. eingenommen. Darin liege eine kontinuierliche bzw. wiederholte Verletzung finanzmarktrechtlicher Pflichten erheblichen Umfangs. Weiter bestehe die Gefahr, dass die Beschwerdeführerin die ausgeübte Tätigkeit auf dem Finanzmarkt in anderer Form und möglicherweise im Namen einer anderen Gesellschaft in ähnlicher Art und Weise wieder aufnehmen könnte, wodurch weitere Investoren der Gefahr einer potentiellen Schädigung ausgesetzt würden. Angesichts der Schwere der festgestellten Verletzung und der Umstände sei es verhältnismässig, die Unterlassungsanweisung zu veröffentlichen.

### **C.**

Gegen die Verfügung vom 26. Juni 2015 (nachfolgend: angefochtene Verfügung) erhob die Beschwerdeführerin mit Eingabe vom 28. August 2015 Beschwerde am Bundesverwaltungsgericht. Sie beantragt, die Verfügung der Vorinstanz vom 26. Juni 2015 betreffend Emissionshaustätigkeit und Unterlassungsanweisung aufzuheben.

Zur Begründung trägt sie im Wesentlichen vor, die Vorinstanz habe den Sachverhalt fehlerhaft dargestellt und Bundesrecht verletzt, weil keine bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit vorliege. Es fehle an den dafür erforderlichen Voraussetzungen. Sie habe die von der Y. \_\_\_\_\_ AG ausgegebenen Aktien weder fest oder in Kommission übernommen noch auf dem Primärmarkt angeboten. Der Verkauf habe stets auf dem Sekundärmarkt und nie gewerbsmässig stattgefunden. Sie sei nie hauptsächlich im Finanzbereich tätig gewesen und habe auch keine anderen, aufsichtsrelevanten Tätigkeiten ausgeübt.

### **D.**

Mit Vernehmlassung vom 7. Oktober 2015 beantragt die Vorinstanz die Abweisung der Beschwerde. Sie führt zu Begründung aus, die Kriterien der Gewerbsmässigkeit, der hauptsächlichlichen Tätigkeit im Finanzbereich und

des Primärmarkts seien mit Blick auf die Praxis des Bundesverwaltungsgerichts erfüllt. Soweit die Beschwerdeführerin darzulegen versuche, der Effektenhandel sei Teil des CEO-Mandats gewesen, übergehe sie, dass die von über tausend Kleinanlegern bezahlten Beträge nicht zur Y.\_\_\_\_\_ AG geflossen, sondern mehr als die Hälfte davon den für sie tätigen Vermittlern und mindestens Fr. 7.7 Mio. ihr selbst zugekommen seien. Im Übrigen hält die Vorinstanz, auch hinsichtlich des ermittelten Zahlenmaterials zur Übernahme und zum Verkauf der Aktien, an der angefochtenen Verfügung fest.

#### **E.**

Mit Replik vom 9. November 2015 und mit Duplik vom 2. Dezember 2015 halten die Parteien an ihren Anträgen fest.

#### **F.**

**F.a** Mit Eingabe vom 18. März 2016 reichte die Vorinstanz eine zusätzliche Stellungnahme ein und wies als Novum darauf hin, dass das Kantonsgericht am [...] den Konkurs über die Y.\_\_\_\_\_ AG eröffnet habe und die Gesellschaft nunmehr als "Y.\_\_\_\_\_ AG in Liquidation" im Handelsregister geführt werde. Mit dem Konkurs stehe definitiv fest, dass die rund 1'500 Personen, die auf das Angebot von Aktien der Y.\_\_\_\_\_ AG eingegangen seien, insgesamt fast Fr. 60 Mio. verloren hätten. Nutzen gezogen hätten einzig die Vermittler und die Beschwerdeführerin, welche mit dem Erlös ihren privaten Lebensstil finanziert habe.

**F.b** Mit Schreiben vom 27. April 2016 nahm die Beschwerdeführerin zur Noveneingabe Stellung. Aus der Konkurseröffnung könne nicht abgeleitet werden, dass von den Aktienverkäufen einzig die Vermittler und die Beschwerdeführerin profitiert hätten. Die Konkurseröffnung stehe in keinem Zusammenhang zur Beschwerde und zur Frage, ob eine Emissionshaustätigkeit vorliege.

#### **G.**

**G.a** Mit Schreiben vom 12. Mai 2017 beantragte die Vorinstanz, es seien die Akten des Verfahrens B-2579/2017 beizuziehen.

**G.b** Mit Verfügung vom 15. Mai 2017 ersuchte das Bundesverwaltungsgericht die Vorinstanz, der Beschwerdeführerin Einsicht in die Vorakten des Verfahrens B-2579/2017 zu gewähren, unter Wahrung allfälliger Geheimhaltungsinteressen der betroffenen Partei.

**G.c** Mit Schreiben vom 2. Juni 2017 informierte die Vorinstanz das Bundesverwaltungsgericht darüber, dass die Vorakten des Verfahrens B-2579/2017, mit Ausnahme der Kontoauszüge (Privatkonten) der betroffenen Partei, an den Rechtsvertreter der Beschwerdeführerin übermittelt worden seien.

**G.d** Mit Verfügung vom 5. Juli 2017 räumte das Bundesverwaltungsgericht der Beschwerdeführerin Gelegenheit ein zum Antrag der Vorinstanz auf Aktenbeizug Stellung zu nehmen.

**G.e** Mit Eingabe vom 17. August 2017 hält die Beschwerdeführerin an den gestellten Begehren fest und macht im Wesentlichen geltend, sie habe unabhängig vom genannten Parallelverfahren B-2579/2017 keine Emissionshaustätigkeit ausgeübt. Zudem habe die Vorinstanz den Grundsatz der Unschuldsvormutung sowie das strafrechtliche Bestimmtheitsgebot verletzt. Die Beschwerdeführerin erhob keine Einwände gegen den Aktenbeizug.

**G.f** Mit Verfügung vom 28. September 2017 zog das Bundesverwaltungsgericht die Akten des Verfahrens B-2579/2017 bei.

#### **H.**

Mit Noveneingabe vom 2. November 2017 reichte die Vorinstanz den Untersuchungsbericht der Staatsanwaltschaft des Kantons B.\_\_\_\_\_ (nachfolgend: Untersuchungsbericht) im Verfahren gegen die Beschwerdeführerin und weitere Parteien betreffend Anlagebetrug und weitere Delikte im Zusammenhang mit dem Verkauf und Vertrieb von Aktien der Y.\_\_\_\_\_ AG ein.

#### **I.**

Mit Eingabe vom 14. Dezember 2017 nahm die Beschwerdeführerin zur Noveneingabe Stellung. Sie führte aus, der Untersuchungsbericht liefere keine neuen erheblichen Tatsachen für das vorliegende Beschwerdeverfahren. Sie habe jedoch nichts dagegen einzuwenden, dass er zu den Akten genommen werde. Die Vermutungen und Anschuldigungen im Untersuchungsbericht könnten indes nicht als erstellte Fakten dargestellt werden. Da er jedoch keinen Einfluss auf den Gegenstand des Beschwerdeverfahrens und insbesondere keine Bedeutung für die Beurteilung der Tätigkeiten der Beschwerdeführerin als Emissionshaus habe, verzichte sie darauf, auf alle einzelnen Punkte des Berichts einzugehen.



## **Das Bundesverwaltungsgericht zieht in Erwägung:**

### **1.**

**1.1** Das Bundesverwaltungsgericht ist für die Beurteilung der vorliegenden Beschwerde 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 Verwaltungsgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005 [VGG, SR 173.32]).

**1.2** Die Beschwerdeführerin ist formelle Adressatin der angefochtenen Verfügung und durch sie auch materiell beschwert. Sie ist daher zur Beschwerde legitimiert (Art. 48 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 20. Dezember 1968 über das Verwaltungsverfahren [Verwaltungsverfahrensgesetz, VwVG, SR 172.021]). Die Beschwerde wurde zudem frist- und formgerecht eingereicht und die übrigen Sachurteilsvoraussetzungen liegen ebenfalls vor (Art. 50 Abs. 1, Art. 52 Abs. 1 und Art. 44 ff. VwVG).

**1.3** Demgemäss ist auf die Beschwerde einzutreten.

### **2.**

Streitig ist im vorliegenden Verfahren, ob die Beschwerdeführerin gewerbsmässig als Effektenhändlerin tätig gewesen ist (Emissionshaustätigkeit).

Wer als Effektenhändler tätig werden will, bedarf einer Bewilligung der FINMA (Art. 10 Abs. 1 des Börsengesetzes vom 24. März 1995, BEHG, SR 954.1). Als Effektenhändler gelten natürliche und juristische Personen oder Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt Effekten öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten (Art. 2 Bst. d BEHG). Vom gesetzlichen Begriff der Effektenhändlerin erfasst sind Eigenhändler, Emissionshäuser und Derivathäuser, sofern sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind (Art. 2 Abs. 1 Börsenverordnung vom 2. Dezember 1996, BEHV, SR 954.11).

Emissionshäuser sind nach Art. 3 Abs. 2 BEHV Effektenhändler, die gewerbsmässig von Dritten ausgegebene Effekten fest oder in Kommission übernehmen und sie öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten (BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteil des BGer 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.1; Urteile des BVer B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.1 f.; B-3259/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 5.1).

### 3.

**3.1** Gemäss unbestritten gebliebenen Sachverhaltsfeststellungen der Vorinstanz hat die Beschwerdeführerin seit Gründung der Y. \_\_\_\_\_ AG in den Jahren 2005 bis 2015 schrittweise mehrere Millionen Aktien der Gesellschaft übernommen. Gemäss der tabellarischen Darstellung der Vorinstanz, welche auf den in dieser Hinsicht übereinstimmenden Angaben der Beschwerdeführerin beruht, erwarb die Beschwerdeführerin in dieser Zeitperiode zumindest 500'000 Aktien mit dem damaligen Nennwert von zehn Rappen, 2'217'700 mit Nennwert von fünf Rappen und insgesamt zumindest rund 16 Mio. Aktien mit dem (späteren) Nennwert von einem Rappen. Rechnet man mit der Vorinstanz die Zahl der vor Senkung des Nennwerts auf einen Rappen (Juni 2007) übernommenen bzw. mit der Senkung umgewandelten Aktien auf diesen Nennwert um, resultieren insgesamt zumindest rund 30.6 Mio. Inhaberaktien mit dem Nennwert von einem Rappen, welche die Beschwerdeführerin zu Eigentum übernahm.

Davon hat die Beschwerdeführerin den Hauptanteil im Rahmen von sechs Kapitalerhöhungen der Gesellschaft in den Jahren 2006 bis 2015 gezeichnet. Der jeweilige Zeichnungsbetrag sollte durch Wandlung bzw. Verrechnung von Darlehensforderungen liberiert werden.

Einen vergleichsweise kleineren Anteil der Aktien erwarb sie gemäss Akten durch Kauf von mehreren (natürlichen und juristischen) Personen - so im August 2005 von einer Gründerin der Y. \_\_\_\_\_ AG, im Oktober 2007 von einer Verwaltungsrätin der Y. \_\_\_\_\_, im September 2013 von ihrem Bruder sowie im April 2007 von einer Gesellschaft, die ihrerseits Aktien von einer Gründerin erhalten hatte, und gemäss eigenen Angaben im Juni 2014 von einer Privatperson - einem Kollegen ihres Ehemanns. Gemäss Untersuchungsbericht der Staatsanwaltschaft handle es sich bei der Vereinbarung zwischen der Beschwerdeführerin und der Privatperson (Beschwerde-Beilage 14) indes um einen unwahren Vertrag, was den Ausgang des vorliegenden Verfahrens aber nicht entscheidend beeinflusst.

Die Beschwerdeführerin hat die gezeichneten und gekauften Aktien zu Preisen von insgesamt maximal Fr. 15'218'663.– übernommen. Umstritten ist, ob sie die jeweiligen Beträge effektiv geleistet hat (dazu E. 4.1.4 u. E. 8.3.2).

**3.2** Feststeht weiter, dass die Beschwerdeführerin Millionen von Aktien der Y. \_\_\_\_\_ AG an Dritte verkauft hat. Nach der (in dieser Hinsicht) mit den



Angaben der Beschwerdeführerin übereinstimmenden Auflistung der Vorinstanz veräusserte die Beschwerdeführerin *als Vertragspartei und Verkäuferin* zwischen 2006 und 2015 mindestens rund 25 Mio. Aktien (wovon ab Juni 2012 über 20 Mio. Aktien) an diverse Käufer. Weiter ist unbestritten, dass die Beschwerdeführerin ab 2012 mit verschiedenen Vermittlern zusammengearbeitet und mit ihnen teilweise schriftliche Verträge abgeschlossen hat. Die Vermittler vertrieben die Y.\_\_\_\_\_-Aktien der Beschwerdeführerin und vermittelten ihr die Aktiengeschäfte, wobei ihnen gemäss den Verträgen keine Abschlussvollmacht zukam. Im Gegenzug erhielten sie Provisionszahlungen von der Beschwerdeführerin. Wie auch den in den Vorakten dokumentierten Kontobewegungen zu entnehmen ist, überwies die Beschwerdeführerin in den Jahren 2012 bis 2015, wie sie nicht bestreitet, Provisionszahlungen von insgesamt rund Fr. 28.8 Mio. von ihren *eigenen* Konten an die von der Vorinstanz aufgelisteten 13 Vermittler.

Die Staatsanwaltschaft hat im Rahmen ihrer Ermittlungen Zahlen ermittelt, die nur geringfügig von denjenigen der Vorinstanz abweichen. Gemäss ihrem Untersuchungsbericht geht sie von Provisionszahlungen ab dem Privatkonto der Beschwerdeführerin von über Fr. 27.8 Mio. aus.

#### **4.**

Als erste Rüge bringt die Beschwerdeführerin indessen vor, die Vorinstanz habe den Sachverhalt in verschiedener Hinsicht fehlerhaft dargestellt.

**4.1** Namentlich beanstandet die Beschwerdeführerin den von der Vorinstanz ermittelten Gewinn aus ihren Aktienverkäufen.

**4.1.1** Die Vorinstanz hält fest, dass die Beschwerdeführerin durch die von ihr selbst getätigten Verkäufe der Y.\_\_\_\_\_-Aktien zwischen 2006 und 2015 direkt auf ihre Privatkonten geflossene Erlöse von mindestens rund Fr. 59 Mio. erzielt habe, wovon ab Juni 2012 (Beginn der Zusammenarbeit mit den Vermittlern) bis 2015 solche von mindestens Fr. 51.6 Mio. Die Staatsanwaltschaft hat im Übrigen für die Jahre 2012 bis 2015 einen direkt auf die Konten der Beschwerdeführerin überwiesenen Ertrag von rund Fr. 53.8 Mio. aus ihren Aktienverkäufen ermittelt.

Abzüglich des von der Beschwerdeführerin für die Aktien maximal bezahlten Preises und der Provisionszahlungen an die Vermittler ist die Vorinstanz von einem Gewinn von mindestens Fr. 7.7 Mio. seit Juni 2012 ausgegangen. Dabei handle es um eine vorsichtige Schätzung, die darauf be-

ruhe, dass die Beschwerdeführerin die jeweils zum höchsten Preis übernommenen Aktien verkauft und die Zeichnungsbeträge und Kaufpreise tatsächlich geleistet habe, was nicht belegt sei. Der tatsächlich erzielte Gewinn liege vermutlich wesentlich höher (angefochtene Verfügung, S. 6).

**4.1.2** Die Beschwerdeführerin bestreitet den von der Vorinstanz ermittelten Erlös nicht substantiiert, stellt jedoch den Gewinn in Abrede. Ein Gewinn könnte nur als Differenz aufgrund eines kurzfristigen Handels zwischen dem Kauf- bzw. Ausgabepreis und dem Verkaufspreis für die entsprechenden Aktien berechnet werden. Im Zusammenhang mit ihren Aktienverkäufen liessen sich aus mehreren Gründen keine Gewinne ermitteln. Zwischen Kauf und Verkauf der Aktien lägen teilweise mehrere Jahre, in welchen viel Geld in die Gesellschaft investiert worden sei. Der Wert der Aktien habe sich während der Haltedauer aus verschiedenen Gründen stark verändert. Sie habe zudem keine Gewinn- und Verlustrechnung erstellt. Im Zeitpunkt des Erwerbs der Aktien habe sie noch nicht gewusst, dass sie die Aktien später verkaufen werde. Die Aktien seien als Vermögensanlage gedacht gewesen und hätten nicht dazu gedient, Gewinne aus kurzfristigem Kauf und Verkauf zu erzielen. Die Zahl der gewandelten Aktien stimme nicht mit den später verkauften Aktien überein, sondern sei lange Zeit später veräussert worden.

**4.1.3** Entgegen den Ausführungen der Beschwerdeführerin ist die Erstellung einer Erfolgsrechnung für das Vorliegen eines Gewinnes aus bestimmten Transaktionen nicht notwendig. Die Gewinne aus den einzelnen Wertschriftentransaktionen können als Differenz von Ertrag minus Aufwand berechnet werden; übersteigen die Erträge die Aufwände, liegt ein Gewinn vor und der umgekehrte Fall stellt einen Verlust dar (vgl. MÜLLER/HENRY/BARMETTLER, in: Pfaff/Glanz/Stenz/Zihler, Rechnungslegung nach Obligationenrecht, veb.ch Praxiskommentar, Zürich 2014, Art. 958 OR N. 52 ff.). In Anlehnung an die Rechnungslegung nach Obligationenrecht spielt zur Berechnung des Gewinns keine Rolle, wie lange die Wertschriften gehalten oder gehandelt wurden. Entscheidend ist, ob mit diesen Transaktionen ein Gewinn erzielt worden ist. Ausserdem lässt sich aus der geltend gemachten Haltedauer gemäss nachstehenden Erwägungen nicht schliessen, dass keine Emissionshaustätigkeit vorliegt (dazu E. 8.4 f.), und kann aufgrund der gewerblichen Organisation und des Ausmasses des Aktienhandels ausgeschlossen werden, dass die Beschwerdeführerin die Aktien zu blossen Anlagezwecken erwarb (vgl. E. 7.4 u. E. 8.5). Für die Ermittlung, ob mit den entsprechenden Aktien ein Gewinn erzielt wurde, ist somit irrelevant, ob allenfalls mehrere Jahre vergangen sind. Die Häufigkeit

der Transaktionen und der Haltedauer der Aktien kann unter Umständen aus steuerrechtlicher Sicht relevant sein, um zu beurteilen, ob ein allfälliger Kapitalgewinn aus Wertschriften zu versteuern wäre (vgl. Kreisschreiben Nr. 36 der Eidgenössischen Steuerverwaltung [ESTV] "Gewerbsmässiger Wertschriftenhandel" mit Hinweisen). Im vorliegenden Fall ist die steuerrechtliche Betrachtungsweise jedoch unbeachtlich.

Die Vorinstanz hat die Aufwände für den Aktienwerb und die Erträge aus dem Verkauf (abzüglich der Provisionszahlungen an die Vermittler) zur Ermittlung des Gewinns verwendet und richtigerweise den positiven Ertragsüberschuss als Gewinn qualifiziert. Diese Vorgehensweise ist nicht zu beanstanden.

**4.1.4** Uneinigkeit besteht darüber, inwieweit die Beschwerdeführerin den jeweiligen Preis für die erworbenen Aktien effektiv geleistet hat. Weil die Vorinstanz ihrer Gewinnermittlung, zu Gunsten der Beschwerdeführerin, den von ihr geltend gemachten Übernahmepreis der Aktien zu Grunde gelegt hat, ist diese Frage – was den Gewinn betrifft – nicht entscheidend. Wesentliche Bedeutung entfaltet sie jedoch bei der Prüfung, ob Effekten auf dem Primärmarkt angeboten wurden (vgl. E. 8). Wie dort auszuführen ist, ist nicht festzustellen, dass die Beschwerdeführerin die Aktien effektiv vollständig liberiert hat (E. 8.3). Daher ist davon auszugehen, dass der angefallene Gewinn tatsächlich höher ausgefallen ist, als ihn die Vorinstanz vorsichtig erstellt hat.

**4.1.5** Was die betragsmässige Höhe des von der Vorinstanz ermittelten Gewinns im Weiteren betrifft, so setzt ihr die Beschwerdeführerin keine substantiierten Vorbringen entgegen. Im Gegenteil hat die Beschwerdeführerin anlässlich der (delegierten) Einvernahmen vom 21. und 30. März 2016 durch die Polizeibehörden des Kantons B.\_\_\_\_\_ auf entsprechende Ermittlungen hin eigens ausgeführt, dass ihr zwischen 2006 und 2015 vom erzielten Ertrag aus dem Verkauf der Y.\_\_\_\_\_ -Aktien, nach Abzug der Provisionszahlungen an die Vermittler (Fr. 28'819'369.–), ein Betrag von mindestens Fr. 37 Mio., und, abzüglich des geltend gemachten Übernahmepreises (insgesamt Fr. 15'218'663.–), ein solcher von zumindest rund Fr. 21 Mio. verblieben sei (beigezogene Akten G01148000, Einvernahme-Protokoll, p. 1 217, 1 202 f.). Auch diese Aussage legt nahe, dass die Vorinstanz nicht von einem zu hohen Gewinn aus den Aktienverkäufen der Beschwerdeführerin ausgegangen ist.

**4.2** Soweit die Beschwerdeführerin rügt, die Vorinstanz habe zu Unrecht ausgeführt, dass die Y.\_\_\_\_\_ AG keinen anerkannten Rechnungslegungsstandard angewandt habe, um in der Verfügung den Eindruck zu erwecken, die Werthaltigkeit der Aktien sei durch die Senkung des Nennwerts manipuliert worden, so ist für den Ausgang des vorliegenden Verfahrens irrelevant, welche Rechnungslegungsstandards die Gesellschaft verwendet hat. Entsprechend erübrigt sich die Klärung dieser nicht weiter rechtserheblichen Frage.

**4.3** Überdies beanstandet die Beschwerdeführerin in sachverhaltlicher Hinsicht, die Vorinstanz habe in der angefochtenen Verfügung zu Unrecht festgehalten, dass die Beschwerdeführerin ihre schriftliche Bestätigung nicht eingehalten habe, auf den weiteren Verkauf von Aktien der Y.\_\_\_\_\_ AG zu verzichten.

Allerdings hat die Vorinstanz korrekt ausgeführt, dass sie die Beschwerdeführerin mit Schreiben vom 13. Februar 2015 aufforderte, das öffentliche Anbieten von Aktien der Y.\_\_\_\_\_ AG *umgehend* einzustellen und die Beschwerdeführerin mit Schreiben vom 24. Februar 2015 schriftlich erklärte, für die Dauer des Verfahrens keine Aktien der Y.\_\_\_\_\_ AG mehr zu verkaufen.

Im Widerspruch zur Aufforderung der FINMA hat die Beschwerdeführerin jedoch, nachdem ihr Vertreter das Schreiben vom 13. Februar 2015 am 16. Februar 2015 bereits weitergeleitet hatte, zumindest vom 17. bis 23. Februar 2015 noch zahlreiche weitere Kaufverträge abgeschlossen, was aus der eingereichten "Liste der Verkäufe ab 28. November 2014 bis 23. Februar 2015" hervorgeht und sie auch selbst ausführt (Beschwerde, Rz. 39 ["letzten schriftlichen Kaufvertrag am 23. Februar 2015 unterzeichnet"]). Soweit die Vorinstanz festgestellt hat, die Beschwerdeführerin habe am 26. Februar 2015 weitere über 2 Mio. Aktien übernommen, liegt ebenfalls keine fehlerhafte Sachverhaltsfeststellung vor. Denn die Beschwerdeführerin räumt ein, dass sie zusätzliche Aktien am 26. Februar 2015 erworben hat, wenngleich es sich dabei rügegemäss um Aktien handeln mag, welche sie bereits am 28. November 2014 gezeichnet habe. Auch die Feststellung, dass die Beschwerdeführerin in der Folge noch bis am 9. April 2015 weitere Kaufverträge abwickelte, welche sie vor dem 24. Februar 2015 geschlossen hatte, stellt die Beschwerdeführerin nicht in Abrede, sondern macht geltend, sie sei verpflichtet gewesen sei, die Aktien in Erfüllung der bereits eingegangenen Kaufverträge an die Käufer zu übertragen. Diese Rüge steht jedoch weder im Widerspruch zu den Feststellungen

der Vorinstanz noch vermag sie deren rechtliche Erwägungen zu widerlegen. Bei den geltend gemachten Verpflichtungen gegenüber den Käufern bzw. der Gesellschaft handelt es sich um privatrechtliche Vereinbarungen, die mit Blick auf den Schutzzweck des Anlegerschutzes nicht geeignet sind, sie hinsichtlich der öffentlich- und aufsichtsrechtlichen Qualifikation ihres Verhaltens zu entlasten.

Nachdem die Beschwerdeführerin somit auch nach der entsprechenden Aufforderung der Vorinstanz noch Aktien bei den Anlegern platziert und sie ihnen übertragen hat, trifft auch in dieser Hinsicht nicht zu, dass die Vorinstanz den Sachverhalt fehlerhaft dargestellt hat.

**4.4** Soweit die Beschwerdeführerin die Darstellungen der Vorinstanz zur Haltedauer der Aktien beanstandet, wird darauf insbesondere in den Ausführungen zur Frage des Angebots auf dem Primärmarkt eingegangen (E. 8.4 f.), welche ebenfalls keine fehlerhafte Sachverhaltsdarstellung durch die Vorinstanz ergeben.

## **5.**

Weiter ist hinsichtlich der Voraussetzungen der Emissionshaustätigkeit (E. 2) zu prüfen, ob die Beschwerdeführerin hauptsächlich im Finanzbereich tätig gewesen ist.

**5.1** Die Vorinstanz begründet den hauptsächlichlichen Charakter der Tätigkeit im Finanzbereich mit dem im Lauf der Jahre entstandenen Volumen des Aktienhandels. Der Umsatz sei im Jahr 2014 mit rund Fr. 30 Mio. hundertmal höher ausgefallen als der Lohn der Beschwerdeführerin als Geschäftsführerin der Y.\_\_\_\_\_ AG. Die operative Tätigkeit trete angesichts des enormen Ausmasses des Aktienhandels und der Erlöse in den Hintergrund.

**5.2** Die Beschwerdeführerin macht demgegenüber geltend, die Vorinstanz habe keine Würdigung aller massgebenden Umstände vorgenommen. Der Erwerb und die Veräusserung von Aktien der Y.\_\_\_\_\_ AG seien ihrer hauptsächlichlichen Tätigkeit als Geschäftsführerin und Delegierten des Verwaltungsrats der Gesellschaft gegenüber zu stellen. Letztere habe als Vollzeitbeschäftigung beinhaltet, die Y.\_\_\_\_\_ AG seit der Startphase erfolgreich zu führen und weiterzuentwickeln. Die Gesellschaft sei hauptsächlich im Pharma-, nicht im Finanzbereich tätig gewesen. Die Tätigkeit für die Gesellschaft sei mit einem Arbeitsaufwand von (nicht selten) bis zu 70 Arbeitsstunden pro Woche und intensiven Reisen verbunden gewesen. Sie habe den Aufwand für die Abwicklung der Aktienverkäufe, der wöchentlich

höchstens eine Arbeitsstunde betragen habe, um ein Vielfaches überstiegen. Dieser sei gering ausgefallen, da mit den Vermittlern ein Rahmenvertrag bestanden habe und keine direkten Kundenkontakte erfolgt seien. Würde eine zusätzliche Tätigkeit im Finanzbereich angenommen, käme ihr nur untergeordnete Bedeutung zu. Massgebliches Kriterium sei dabei insbesondere der Zeitaufwand, nicht der erzielte Umsatz oder Gewinn.

**5.3** Hauptsächlich im Finanzbereich tätig zu sein (Art. 2 Abs. 1 BEHV) bedeutet, dass die Tätigkeit im Finanzbereich gegenüber allfälligen anderen Aktivitäten industrieller oder gewerblicher Natur deutlich überwiegt, was aufgrund einer Würdigung sämtlicher Umstände im Einzelfall zu beurteilen ist (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteile des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.1; 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.1; Urteile des BVGer B-5712/2015 vom 10. November 2017 E. 3.2; B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.3; B-3259/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 5.1.3; B-2262/2008 vom 9. April 2009 E. 10.3; B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.1.5; FINMA-Rundschreiben 2008/5 – Erläuterungen zum Begriff Effektenhändler, S. 4 Rz. 7). Dabei sind insbesondere Art und Umfang der Aktivitäten, der erzielte Umsatz und Gewinn sowie das involvierte Personal zu berücksichtigen (vgl. Urteil B-2262/2008 E. 10.3; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, Bern 2010, § 9 N. 93; HUBER/HSU, in: Basler Kommentar, Börsengesetz Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl. 2011, Art. 2 lit. d BEHG N. 27; ROLF H. WEBER, Börsenrecht – Kommentar, 2. Aufl. 2013, Art. 2 BEHG N. 8).

**5.4** Was die finanziellen Erträge betrifft, hat die Beschwerdeführerin als Geschäftsführerin (CEO) der Y.\_\_\_\_\_ AG zwischen 2006 und 2014 jährliche Lohn- und Bonuszahlungen von durchschnittlich rund Fr. 300'000.– empfangen (angefochtene Verfügung, S. 4; Beschwerde, S. 16).

Dem stehen deutlich höhere Einnahmen aus den Aktienverkäufen gegenüber. Die Beschwerdeführerin erzielte, wie dargelegt, in den Jahren 2006 bis 2015 einen Umsatz von zumindest Fr. 59 Mio. und zwischen 2012 und 2015 von mindestens Fr. 51.6 Mio. aus den von ihr verkauften Aktien (E. 4.1). Nach eigenen Angaben erzielte sie, nach Abzug des Übernahmepreises und der Provisionszahlungen, in den Jahren 2006 bis 2015 einen Ertrag von rund 21 Mio. (E. 4.1.5) aus ihren Aktienverkäufen, und die Vorinstanz hat wie erwähnt allein für die Jahre 2012 bis 2015 einen Gewinn von mindestens Fr. 7 Mio. überzeugend ermittelt (E. 4.1). Auch dass der Umsatz im Jahr 2014, in dem die Vermittler über 12.7 Mio. Aktien der Be-

schwerdeführerin an über tausend Käufer vertrieben, den Lohn als Geschäftsführerin hundertfach übertraf, stellt die Beschwerdeführerin zu Recht nicht spezifisch in Abrede.

Somit ist davon auszugehen, dass die Einnahmen aus dem Aktienverkauf den von der Y. \_\_\_\_\_ AG bezogenen Lohn massiv überstiegen.

**5.5** Was den Umfang der Aktivitäten anbelangt, erscheint zwar grundsätzlich nachvollziehbar, dass der Beschwerdeführerin aus den ihr vertraglich übertragenen Aufgaben der Geschäftsführung, sofern sie diese effektiv wahrgenommen hat, in *zeitlicher* Hinsicht ein höherer persönlicher Aufwand erwuchs als für die Abwicklung der Aktienverkäufe. Zum einen aber vermag die Beschwerdeführerin ihre zeitlichen Angaben nicht näher zu belegen und hat die Vorinstanz darauf hingewiesen, dass auch die Betreuung der über tausend Käuferdossiers, d.h. das Ablegen der Kaufverträge, die Überwachung der Zahlungseingänge, die Auslieferung der Aktien und Leistung der Provisionen an die Vermittler einen gewissen, nicht unerheblichen Zeitaufwand erforderten. Zum andern und insbesondere fällt ins Gewicht, dass sich der Zeitaufwand, wie auch die Beschwerdeführerin ausführt, nur deshalb in Grenzen halten konnte, weil sie die Verkaufsbemühungen und Kundenkontakte vertraglich an diverse Vermittler übertrug, an welche sie in den Jahren 2012 bis 2015 Provisionszahlungen von insgesamt rund Fr. 28 Mio. von ihren Konten entrichtete. Nicht zuletzt aufgrund der Rahmenverträge mit den Vermittlern und ihrem für die Beschwerdeführerin investierten Zeitaufwand hat das Aktiengeschäft der Beschwerdeführerin einen mengenmässig beträchtlichen Umfang erlangt und zum erwähnten Umsatz geführt. So stieg das Volumen an übernommenen und von ihr verkauften Aktien im Verlauf der Jahre wie erwähnt auf über 25 Mio. an der Zahl, wobei die Beschwerdeführerin ab Juni 2012 bis im Jahr 2015 mindestens 20 Mio. Aktien der Y. \_\_\_\_\_ AG veräusserte (E. 3.2).

**5.6** Dass die Beschwerdeführerin vorbringt, als Geschäftsführerin habe ihr die Aufgabe obliegen, das notwendige Kapital für die Gesellschaft zu beschaffen und nach zahlungskräftigen Investoren zu suchen, wozu der Einsatz der Vermittler aufgrund deren grossen Netzwerks unerlässlich gewesen sei, ist für die Gewichtung der Tätigkeiten nicht ausschlaggebend. Weder besteht eine Grundlage dafür, die Aktienverkäufe oder die Zusammenarbeit mit Vermittlern ihrer Tätigkeit als Geschäftsführerin zuzuordnen, noch führten die daraus resultierten Erlöse im erzielten Gesamtumfang zu Investitionen in die Y. \_\_\_\_\_ AG. Namentlich verwendete die Beschwerdeführerin die von den Anlegern überwiesenen Zahlungen, soweit sie nicht

als Provisionszahlungen an die Vermittler flossen, im Umfang von Millionen auch für private Zwecke bzw. Investitionen ohne ersichtlichen Bezug zur Gesellschaft (siehe E. 6.5).

**5.7** Als Gesamtwürdigung der relevanten Umstände rücken demnach der mengenmässige Umfang der verkauften Aktien und die klar überwiegen den finanziellen Erträge in Millionenhöhe das Aktiengeschäft gegenüber der Geschäftsführungstätigkeit deutlich in den Vordergrund. Aus der Gegenüberstellung des Zeitaufwands der Tätigkeiten lässt sich dagegen nicht folgern, dass die Geschäftsleitung deutlich überwäge oder sich die beiden Aktivitäten der Beschwerdeführerin in wertender Betrachtung die Waage hielten, namentlich weil der ihr zu Nutzen gereichte Einsatz der Vermittler das Volumen des Aktiengeschäfts erheblich vergrösserte. Der Zeitaufwand fällt mithin bedeutend weniger ins Gewicht als die finanziellen Aspekte. Die Menge der verkauften Aktien sowie der resultierte Erlös und Gewinn stellen sich im Vergleich der Tätigkeiten demnach als wertungsprägende Merkmale heraus und werden, aufgrund ihrer wirtschaftlichen Bedeutung und ihrer Relevanz für den Anlegerschutz, von anderen Umständen nicht entscheidend aufgewogen.

Die Aktivitäten im Rahmen des Aktienhandels überwiegen die Geschäftsführungstätigkeit der Beschwerdeführerin somit deutlich. Demnach ist nicht zu beanstanden, dass die Vorinstanz von einer hauptsächlichen Tätigkeit der Beschwerdeführerin im Finanzbereich ausgegangen ist.

## **6.**

Weiter ist zu prüfen, ob die Beschwerdeführerin gewerbsmässig gehandelt hat.

**6.1** Gewerbsmässigkeit liegt nach konstanter Praxis vor, wenn das Effektingeschäft eine selbständige und unabhängige wirtschaftliche Tätigkeit darstellt, die darauf ausgerichtet ist, regelmässige Einkünfte zu erzielen (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1; Urteil des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.1; Urteile des BVGer B-5712/2015 vom 10. November 2017 E. 3.2; B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.3; B-5540/2014 vom 2. Juli 2015 E. 3.3; B-6736/2013 vom 22. Mai 2014 E. 4.1; B-3259/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 5.1.1; B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.1.4; B-6715/2007 vom 3. September 2008 E. 6.3.2).

**6.2** Die Vorinstanz begründet die Gewerbsmässigkeit damit, der Aktienhandel mit rund einem Dutzend Vermittler und über tausend Käufern habe



bei Erlösen im Millionenbereich ein geradezu industrielles Ausmass angenommen. Zudem könnten die im Urteil des BVGer B-2662/2008 vom 9. April 2009 zur Gewerbsmässigkeit getroffenen Erwägungen weitgehend auf den vorliegenden Sachverhalt übertragen werden.

**6.3** Die Beschwerdeführerin macht dagegen geltend, der Verkauf der Aktien stelle keine selbständige und unabhängige wirtschaftliche Tätigkeit dar. Sie habe der Y. \_\_\_\_\_ AG aufgrund des Liquiditätsbedarfs Darlehen gewährt in der Erwartung, sie würden nach dem ursprünglich geplanten Börsengang der Gesellschaft zurückbezahlt. Zur Verhinderung der Überschuldung der Gesellschaft habe sie später im Rahmen von Sanierungsmassnahmen der Wandlung der Darlehen in Aktien zugestimmt. Im Rahmen der Investorensuche für die Y. \_\_\_\_\_ AG habe sie die Aktien, welche sich bereits seit längerer Zeit in ihrem Eigentum befunden hätten, hernach auf dem Sekundärmarkt verkauft. Die Wandlungen der Darlehen seien im Zeitpunkt der Gewährung der Darlehen nicht geplant gewesen. Ebenso wenig sei im Zeitpunkt der Wandlung der Darlehen der Verkauf der Aktien vorgesehen gewesen. Sie habe somit keine Darlehen in der Absicht gewährt, sie in Aktien zu wandeln und anschliessend an Drittinvestoren zu veräussern. Folglich seien die Aktienverkäufe nicht darauf ausgerichtet gewesen, regelmässige Einkünfte zu erzielen, weshalb sie auch nicht gewerbsmässig erfolgt seien. Vielmehr hätten die Aktienverkäufe stets im Interesse der Y. \_\_\_\_\_ AG gelegen und hätten einzig der Sicherung des Weiterbestehens der Gesellschaft gedient.

**6.4** Die Vorbringen der Beschwerdeführerin vermögen nicht zu überzeugen. Für die Frage der Gewerbsmässigkeit ist nicht ausschlaggebend, ob die Beschwerdeführerin Darlehen in der Absicht gewährte, später durch Wandlung erhaltene Aktien an Dritte zu veräussern, sondern ob sie gewerbsmässig Effekten erworben und (auf dem Primärmarkt) angeboten hat. Entscheidend ist mithin, dass sie über einen längeren Zeitraum regelmässig Aktien der Y. \_\_\_\_\_ AG selbständig übernommen und sie an Dritte veräussert hat, und dabei der Verkauf auf das Erzielen eines Erlöses in zweistelliger Millionenhöhe ausgerichtet war (vgl. E. 3.1 f. u. 4.1). Aufgrund der Höhe des erreichten Umsatzes und Gewinns ist davon auszugehen, dass mit dem Aktienverkauf regelmässige Erträge erzielt werden sollten. Ab 2012 bis 2015 setzte die Beschwerdeführerin zur Platzierung der Aktien an die Käufer – über mehrere Jahre und mit System – diverse Vermittler ein, denen vertraglich eine Provision (als prozentualer Anteil an vermittelten Investitionen) eingeräumt wurde. Aus den vorhandenen, nahezu

identisch abgefassten Verträgen und den dokumentierten Provisionszahlungen ist zu schliessen, dass die Zusammenarbeit mit den Vermittlern nach einem wiederkehrenden, einheitlichen Muster ablief. Namentlich für diese Zeitperiode erweist sich offensichtlich als unglaubhaft, dass die Aktienübernahmen und -verkäufe nicht gezielt dem Erzielen von Einkünften dienten oder die Verkäufe im Zeitpunkt der Übernahmen nicht beabsichtigt gewesen sein sollten.

Demgemäss liegt, entgegen den Ausführungen der Beschwerdeführerin, eine organisierte Tätigkeit vor, die auf eine Wiederholung von gleichartigen, auf hohe Einkünfte abzielenden (Aktien-)Geschäften ausgerichtet war.

**6.5** Dabei trifft nicht zu, dass der Verkauf der Aktien einzig zur Sicherung des Weiterbestehens der Y.\_\_\_\_\_ AG gedient haben soll und daher keine (von der Gesellschaft) unabhängige organisierte Tätigkeit vorliege. Vielmehr zielte die Veräusserung der Aktien in erheblichem Umfang auf Einkünfte zur privaten bzw. gesellschaftsunabhängigen Verwendung ab.

So führte die Beschwerdeführerin gegenüber der Vorinstanz aus, die (nach den Provisionszahlungen) verbliebenen Einkünfte aus den Aktienverkäufen für private Zwecke verwendet zu haben. In der Beschwerde bringt sie vor, sie habe sich die Erlöse auf ein normales Privatkonto einzahlen lassen - was auch aus den Kontenbelegen in den Vorakten ersichtlich ist - und das Geld später auf andere eigene Konten verteilt sowie teilweise in die Y.\_\_\_\_\_ AG investiert. Diese Angaben stimmen im Wesentlichen mit ihren Aussagen anlässlich der Einvernahme vom 21. und 30. März 2016 durch die kantonalen Polizeibehörden überein. Die Beschwerdeführerin bestätigte unter anderem, aus dem Erlös der Aktienverkäufe zwischen Februar 2013 und März 2015, nebst anderen Verwendungszwecken ohne Bezug zur Y.\_\_\_\_\_ AG, Fr. 4'852'496.16 und EUR 160'000.- auf ein auf sie lautendes Konto im Land C.\_\_\_\_\_ überwiesen zu haben und zudem eine Überweisung von Fr. 1'139'000.- auf ihr Konto (zwecks Investition in eines ihrer Grundstücke in C.\_\_\_\_\_) vorgenommen zu haben. Daraus ergibt sich, dass die Beschwerdeführerin mit den Aktienverkäufen umfangreiche Erträge für gesellschaftsunabhängige Investitionen in Millionenhöhe anstrebte und erzielte.

Zwar hat sie sowohl gegenüber der Vorinstanz als auch den Behörden im Strafverfahren ausgeführt, der Y.\_\_\_\_\_ AG in den Jahren 2007 bis 2014 ratenweise "Darlehen" von insgesamt rund Fr. 13 Mio. bzw. in den Jahren

2012 bis 2015 solche von rund Fr. 8 Mio. gewährt und überwiesen zu haben. Auch wenn man davon ausgeht, dass Beträge in dieser Höhe, wie die Beschwerdeführerin auch den Strafbehörden zu Protokoll gab, aus den Erlösen der Aktienverkäufe geleistet wurden, verbleiben vom zugestandenen Netto-Erlös von gesamthaft mindestens Fr. 21 Mio. aus von ihr veräusserten Akten (E. 4.1.5) noch immer Erträge in Millionenhöhe, welche nicht in die Y. \_\_\_\_\_ AG investiert, sondern für andere Zwecke verwendet wurden. Ansonsten wären auch die erwähnten Zahlungen auf ihre ausländischen Privatkonten nicht möglich gewesen.

Demgemäss dienten die Aktengeschäfte in erheblichem Umfang nicht dem Fortbestand der Gesellschaft, sondern davon unabhängigen, selbständigen Zweckrichtungen der Beschwerdeführerin.

**6.6** Somit hat die Vorinstanz zu Recht festgehalten, dass die Beschwerdeführerin in Bezug auf die Aktiengeschäfte einer gewerbsmässigen Tätigkeit nachgegangen ist.

## **7.**

Weiter rügt die Beschwerdeführerin, es liege keine für die bewilligungspflichtige Emissionshaustätigkeit erforderliche Festübernahme oder Übernahme in Kommission von Aktien vor.

**7.1** Sie macht geltend, weder die charakteristischen Elemente einer Festübernahme noch der Übernahme in Kommission seien erfüllt. Bei einer Festübernahme hätte sie typischerweise den gesamten Betrag der im Rahmen der jeweiligen Kapitalerhöhungen ausgegebenen Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung übernehmen und anschliessend bei den Investoren platzieren müssen, wobei sie für die Übernahme des Platzierungsrisikos von der Gesellschaft eine Übernahmekommission erhalten hätte. Für einen kommissionsweisen Erwerb hätte zwischen ihr und der Gesellschaft ein Kommissionsverhältnis bestehen müssen. Beide Konstellationen lägen nicht vor.

**7.2** Die Vorinstanz hat sich in ihrer Vernehmlassung nicht zu den diesbezüglichen Ausführungen der Beschwerdeführerin geäussert.

**7.3** Aufgrund der Akten steht fest, dass zwischen der Beschwerdeführerin und der Y. \_\_\_\_\_ AG kein Kommissionsverhältnis bestand. Bei einer kommissionsweisen Platzierung nimmt der Dritte die Aktien in der Regel in eigenem Namen, aber auf fremde Rechnung, d.h. als indirekter Stellvertreter des Emittenten, entgegen (vgl. Urteil des BVGer B-2188/2016 vom

4. Dezember 2017 E. 3.3.4; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 1073 f.). Dies war vorliegend unbestritten nicht der Fall. Daher können sich die folgenden Ausführungen auf die Prüfung beschränken, ob die Beschwerdeführerin von der Y. \_\_\_\_\_ AG ausgegebene Aktien fest übernommen hat.

**7.4** Bei einer klassischen Festübernahme werden die zu emittierenden Aktien Effekten von einem Dritten zu einem bestimmten Preis übernommen und in eigenem Namen sowie auf eigene Rechnung bei den Anlegern am Markt platziert (Urteil des BVGer B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.3.4; ZOBL/KRAMER, a.a.O., N. 1078).

Zwar trifft zu, dass die Beschwerdeführerin nicht stets sämtliche der im Rahmen der jeweiligen Kapitalerhöhung (in hoher Anzahl) neu geschaffenen Aktien zeichnete, wie es etwa bei der am 26. Februar 2015 erfolgten Kapitalerhöhung der Fall war. Auch wird das Verhältnis zwischen Emittentin und Emissionshaus für den Primärmarkt typischerweise durch einen (Übernahme-)Vertrag geregelt, worin sich das Emissionshaus zur Platzierung der Effekten im Publikum und – gegen ein Entgelt (Übernahmekommission) – zur festen Übernahme nicht verkaufter Titel im Falle eines Platzierungsmisserfolgs (Platzierungsrisiko) verpflichtet (statt vieler ZOBL/KRAMER, a.a.O., N. 1079 ff. m.H.; MIRJAM EGGEN, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Bern 2015, S. 27 m.H.), während vorliegend keine schriftliche Vereinbarung zwischen Beschwerdeführerin und Gesellschaft aktenkundig ist, wonach die Beschwerdeführerin eine Übernahmekommission als Abgeltung des Platzierungsrisikos beanspruchen konnte.

Allerdings sind die einem Übernahmevertrag typischerweise vorkommenden Elemente nicht ohne weiteres auch begriffsnotwendig für das Vorliegen einer Emissionshaustätigkeit im Sinne des Börsengesetzes und der Börsenverordnung. Die Definition der unterstellungspflichtigen Emissionshaustätigkeit (vgl. Art. 3 Abs. 2 BEHV i.V.m. Art. 2 Bst. d BEHG) ist nicht zuletzt mit Blick auf den Zweck des Anleger- und Funktionsschutzes auszulegen (vgl. Urteil des BVGer B-4409/2008 vom 27. Januar 2010 E. 7.6.2). Dieser ist, gerade angesichts des vorliegenden Ausmasses der Aktienverkäufe auf dem Markt, nicht weniger relevant ist als im Falle eines typisch ausgestalteten Vertragsverhältnisses.

Aus der Perspektive des Anlegerschutzes ist nicht ersichtlich, weshalb die fehlende Übernahmekommission oder der Umstand, dass die Beschwerdeführerin nur einen Teil der neu geschaffenen Aktien übernahm, einer

Emissionshaustätigkeit entgegenstehen sollten bzw. der Schutz der Anleger aus diesen Gründen ohne Bewilligungserfordernis gewährleistet würde. In Anlehnung an die bisherige Praxis ist vielmehr darauf abzustellen, dass die Beschwerdeführerin die erworbenen Aktienpakete jeweils zu bestimmten Preisen fest zu Eigentum übernahm und sie, auf eigene Rechnung, auf dem Markt bei den Anlegern platzierte, indem sie die Kaufverträge mit den Investoren auf eigene Gefahr abschloss und das vollumfängliche "Platzierungsrisiko" trug (vgl. Urteile des BVGer 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). Dagegen bestehen keine Anzeichen dafür, dass die Gesellschaft, wäre die Veräusserung der Aktien durch die Beschwerdeführerin an die Käufer nicht gelungen, den Platzierungsmisserfolg mitgetragen hätte, zumal keine direkt im Austausch für die Aktien eingegangenen Verpflichtungen der Beschwerdeführerin ersichtlich sind, die in Bestand und Höhe vom Weiterverkauf an die Anleger abhängig gewesen wären.

**7.5** Die Ansicht der Beschwerdeführerin, wonach eine Emissionshaustätigkeit einzig dann vorliege, wenn die Effektenhandelnden den gesamten Bestand der neu ausgegebenen Aktien übernehmen und eine Übernahme-kommission erhielten, ergibt sich somit vorliegend weder aus Art. 2 lit. d BEHG oder Art. 3 Abs. 2 BEHV noch steht sie im Einklang mit dem Gedanken des Anlegerschutzes. Die Beschwerdeführerin vermag somit keine Zweifel daran zu wecken, dass sie die Aktien der Y. \_\_\_\_\_ AG fest übernommen hat.

## **8.**

Weiter rügt die Beschwerdeführerin, der Aktienverkauf habe nie auf dem Primärmarkt, sondern stets nur auf dem Sekundärmarkt stattgefunden.

**8.1** Die Vorinstanz führt dazu aus, die Beschwerdeführerin habe die meisten Aktien direkt bei der Gesellschaft gezeichnet und einen geringeren Teil von Personen erworben, die mit ihr oder der Gesellschaft verbunden seien. Erst die Telefonanrufe der Vermittler, mit welchen Angebote an unbestimmt viele Interessenten gerichtet worden seien, stellten das erstmalige Angebot an (nicht mit der Gesellschaft verbundene) Dritte auf dem Primärmarkt dar. Vorgängige Erwerbsgeschäfte mit eng verbundenen Personen seien keine erstmaligen Angebote auf dem Primärmarkt.

**8.2** Die Beschwerdeführerin hält dem entgegen, die Vorinstanz lasse unberücksichtigt, dass vorgängigen Erwerbsgeschäften nur dann keine Bedeutung zukomme, wenn ein einheitliches Handeln als Gruppe vorliege.

Vorliegend habe aber nie ein gruppenweises Handeln durch eng verbundene Personen und Gesellschaften stattgefunden. Namentlich fehle es am Auftritt als Einheit und an einem koordinierten Vorgehen. Die Gewährung von Darlehen an die Y. \_\_\_\_\_ AG, die Wandlung in Aktien und deren Verkauf bildeten drei separate Entscheidungsprozesse, die je einzeln von der Gesellschaft und ihr getroffen worden seien. Hinsichtlich der durch Kauf erworbenen Aktien sei ebenfalls keine gemeinsame Aktivität zwischen den Verkäufern und ihr erfolgt.

Weiter habe sie kein Aktienpaket erworben und als solches verkauft. Vielmehr habe sie, nach einer langen Haltedauer von in der Regel mehreren Jahren, einzelne Aktien nach und nach aus dem Altbestand veräussert. Daraus folge, dass keine Festübernahme stattgefunden habe, um die Aktien anschliessend auf dem Primärmarkt zu platzieren. Bei keinen Aktien habe eine kürzere Haltedauer als sechs Monate bestanden, was zeige, dass das Erfordernis des Primärmarkts nicht erfüllt sei. Auch an weiteren Indizien eines Primärmarkts fehle es. Insbesondere seien keine Aktien von zweifelhafter Werthaltigkeit veräussert worden und liege kein Fall einer fehlenden realen Geschäftstätigkeit der Gesellschaft vor.

**8.3** Als Primärmarkt gilt der Markt, in dem Kapitalmarktpapiere erstmals begeben (emittiert) werden, d.h. neu emittierte Effekten angeboten und platziert werden. Auf dem Sekundärmarkt werden die bereits emittierten Effekten börslich oder ausserbörslich unter den verschiedenen Anlegern gehandelt, typischerweise ohne Beteiligung des Emittenten. Als relevanter Zeitpunkt für das Effektengeschäft gilt das erstmalige Angebot an die Öffentlichkeit auf dem Primärmarkt (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.1 m.H.; Urteile des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2.3, 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.1; Urteile des BVGer B-2188/2016 vom 4. Dezember 2017 E. 3.1.2, B-5712/2015 / B-6430/2015 vom 10. November 2017 E. 3.2; B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.1.2; B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 4.3 und B-3259/2009 vom 7. Oktober 2010 E. 5.1).

**8.3.1** Das Bundesverwaltungsgericht hatte dabei schon verschiedentlich Konstellationen zu beurteilen, in denen vorgängigen Erwerbsgeschäften zwischen eng verbundenen Personen und Gesellschaften keine reale, wirtschaftliche Bedeutung zukam, sondern nur diejenige einer Vorbereitungshandlung im Hinblick auf das später öffentliche Angebot an gutgläubige Dritte, etwa um durch hohe "Marktpreise" eine objektiv nicht vorhandene Werthaltigkeit vorzuspiegeln. Entsprechend waren die Verkäufe an Dritte nicht als Sekundär-, sondern als Primärmarktgeschäfte zu qualifizieren.

Dabei ging es insbesondere um Geschäfte, welche innerhalb einer Gruppe erfolgten (vgl. Urteile des BVGer B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 4.7, B-3776/2009, B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.3.2; vgl. auch BGE 136 II 43 E. 6.3; BGE 135 II 356 E. 4.3; Urteil des BGer 2C\_898/2010 vom 29. Juni 2011 E. 2.3).

**8.3.2** Dass die Beschwerdeführerin funktionsbedingt in enger Verflechtung mit der Y.\_\_\_\_\_ AG stand, ist offensichtlich. Die Beschwerdeführerin funktionierte während der betroffenen Zeitperiode als Geschäftsführerin und Verwaltungsratsmitglied der Y.\_\_\_\_\_ AG und hielt zudem Beteiligungen an ihr. Sie war mit der Gesellschaft auch in finanzieller Hinsicht eng verbunden, beispielsweise indem sie am 17. Juni 2008 eine "Patronatserklärung" unterzeichnet habe, wonach sie sich bedingungslos verpflichtete, den Betrag von Fr. 5 Mio. an die Gesellschaft zu zahlen um deren Verschuldung abzuwenden und einen Rangrücktritt zu leisten.

Einen Grossteil der übernommenen Aktien erwarb die Beschwerdeführerin im Zuge von Kapitalerhöhungen direkt von der Gesellschaft. Dabei fällt insbesondere auf, dass die Beschwerdeführerin keine der von ihr gezeichneten Aktien direkt bezahlt hat, sondern angegeben hat, die Aktien durch Wandlung bzw. Verrechnung von Darlehen liberiert zu haben. Allerdings konnte – anders als für Aktienübernahmen mit realer wirtschaftlicher Bedeutung üblich – die Liberierung der Aktien nicht effektiv nachgewiesen werden. Zunächst hat die Beschwerdeführerin lediglich einen einzigen schriftlichen Darlehensvertrag über den Betrag von Fr. 350'000.– eingereicht, während keine weiteren schriftlichen Dokumente vorhanden sind, welche über Bestand, Zeitpunkt und Umfang der Darlehen Aufschluss geben. Wie die Vorinstanz weiter zutreffend feststellt, ergibt sich aus dem Handelsregister hinsichtlich der Kapitalerhöhungen vom 27. November 2013, vom 18. Juli 2014 und 26. Februar 2015 (Einträge Nr. 31, 34 und 38), dass je eine Darlehensforderung in bestimmter Höhe zur Verrechnung gebracht wurde, diese aber jeweils nur einem Hundertstel der Summe entspricht, welche die Beschwerdeführerin angegeben hat. Die diesbezügliche Behauptung der Beschwerdeführerin, in den Kapitalerhöhungsberichten vom 18. November 2013 und vom 18. Juli 2014 sowie in den entsprechenden Prüfungsberichten vom 19. November 2013 und vom 18. Juli 2014 sei fälschlicherweise ein Ausgabebetrag von Fr. 0.01 anstelle des effektiven Betrags von Fr. 1.00 eingesetzt worden, erscheint vor diesem Hintergrund nicht glaubhaft. Zwar hat sie später Zeichnungsscheine mit höheren Beträgen eingereicht. Aus diesen lässt sich jedoch weder eine reale Werthaltigkeit allfälliger zur Verrechnung begriffenen Darlehen ableiten

noch belegen sie, dass die Aktien auch effektiv durch Verrechnung liberiert wurden. Nicht gefolgt werden kann der Beschwerdeführerin auch, soweit sie vorbringt, die Liberierung für einen Franken pro Aktie ergebe sich direkt aus den Abrechnungen der Eidgenössischen Steuerverwaltung (ESTV) über die Emissionsabgabe der Y.\_\_\_\_\_ AG (Beschwerde-Beilage 15) sowie aus den öffentlichen Urkunden und Kapitalerhöhungsberichten. Vielmehr ist mit der Vorinstanz festzustellen, dass aus diesen Dokumenten an keiner Stelle glaubhaft hervorgeht und auch weitere nachvollziehbare Belege dafür fehlen, dass die Beschwerdeführerin die Aktien effektiv durch Verrechnung (oder auf andere Weise) liberiert hat. Konkrete Verrechnungs- oder Zahlungsnachweise sind nicht beigebracht worden. Aufgrund dieses Sachverhalts muss davon ausgegangen werden, dass die Beschwerdeführerin den Kaufpreis der Aktien mit Darlehen von fraglicher Werthaltigkeit verrechnet hat.

Weiter hat die Beschwerdeführerin der inzwischen konkursiten Gesellschaft nicht nur – gegen Verrechnung zweifelhafter Darlehen – Aktien von fraglichem Wert abgenommen, um sie an die Anleger zu verkaufen. Die Beschwerdeführerin und die Gesellschaft haben bei der Platzierung der Aktien auch insofern kooperiert, als die Beschwerdeführerin unbestritten einen erheblichen Teil der Erlöse aus den platzierten Aktien wiederum der Gesellschaft zu Teil werden liess. Sie hat diese Erträge aus dem Aktienverkauf, wie sie selbst ausführt, von ihren Privatkonten überwiesen. Zahlungen an die Gesellschaft sind teilweise auch aus den vorhandenen Konto-belegen ersichtlich. Die Gesellschaft hat somit durch das Zusammenwirken mit der Beschwerdeführerin (ihrer Geschäftsführerin) indirekt am Verkaufserlös partizipiert, nachdem sie ihr zuvor die Aktien ohne nachgewiesenen Gegenwert übertragen hatte. Diese Vorgänge konnten nur als gemeinsam koordinierte Aktivität erfolgen und lassen Beschwerdeführerin und Gesellschaft im Sinne der Rechtsprechung als Gruppe erscheinen, welche gewerbsmässig Aktien auf dem Markt platziert hat.

**8.3.3** Unter diesen Umständen kommt dem vorgelagerten Erwerb der Aktien durch die Beschwerdeführerin keine reale wirtschaftliche Bedeutung zu, sondern bildet er eine Vorbereitungshandlung der Platzierung bei gutgläubigen Anlegern auf dem Primärmarkt. Nicht zu überzeugen vermag dagegen die Auffassung, dass die Y.\_\_\_\_\_ AG die Aktien erstmals selbst begeben und die Beschwerdeführerin sie als blosser Anlegerin auf dem Sekundärmarkt veräussert hat. Die Aktien wurden erst mit der Veräusserung durch die Beschwerdeführerin bzw. mit Hilfe der beauftragten Vermittler erstmals auf dem Primärmarkt platziert.



Daran vermag im Lichte des Anlegerschutzes auch nichts zu ändern, dass gemäss Beschwerdeführerin weitere Personen Aktien anlässlich der Kapitalerhöhungen übernommen haben mögen.

**8.4** Soweit die Beschwerdeführerin das Fehlen eines Primärmarkts damit begründet, kein erworbenes Aktienpaket als solches veräussert, sondern nach einer längeren Haltedauer einzelne Aktien aus dem Altbestand verkauft zu haben, kann ihr ebenfalls nicht gefolgt werden. Wie ausgeführt wurden keine Aktien erstmals auf dem Primärmarkt angeboten, bis die Beschwerdeführerin sie unter Einsatz von Vermittlern den Drittkäufern anbot und somit auf dem Primärmarkt platzierte. Entsprechend ist für das Begriffsmerkmal des Primärmarkts unerheblich, von welchem Aktienpaket Titel verkauft worden sind (vgl. Urteil des BVGer B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.3.2 a.E.). Sodann ist gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung für das Vorliegen einer Emissionshaustätigkeit grundsätzlich ohne Belang, ob die Aktien zum Teil allenfalls über längere Zeit gehalten und nicht verkauft worden sind (Urteil des BGer 6B\_922/2016 vom 14. Juli 2017 E. 2.2.4). Von einer Emissionshaustätigkeit ist auch dann noch auszugehen, wenn die erfolgreiche Platzierung (vorübergehend) misslingt (Urteil des BGer a.a.O.) oder sie allenfalls für eine Zeitspanne aufgeschoben wird. Das Tatbestandselement des Kaufs von Effekten "zum kurzfristigen Wiederverkauf" (Art. 2 Bst. d BEHG) betrifft denn sinnvollerweise auch den Handel auf dem Sekundärmarkt und nicht das erstmalige Angebot des Emissionshauses auf dem Primärmarkt (vgl. Art. 3 Abs. 1 u. 2 BEHV). Somit kann sich die Beschwerdeführerin nicht mit dem Hinweis auf die Haltedauer entlasten.

**8.5** Selbst wenn die Haltedauer im Übrigen mit der Beschwerdeführerin als massgeblich betrachtet würde, verfinge gleichwohl nicht, dass sie für ein Angebot auf dem Primärmarkt zu lang sei. Die Vorinstanz hat überzeugend erwogen, dass die Beschwerdeführerin Ende 2011 noch rund 14.5 Mio. Aktien hielt, wovon sie 3 Mio. Aktien erst im Juni 2011 übernommen habe. Da sie jedoch ab Juni 2012 durch die Vermittler über 20 Mio. Aktien als Verkäuferin veräussert habe, hätte sie die Verkäufe aus dem "Altbestand" gar nicht bestreiten können, wenn sie ab Juni 2012 nicht weitere Millionen von Aktien übernommen und verkauft hätte. Die Beschwerdeführerin vermag diese Überlegungen nicht überzeugend zu widerlegen. Insbesondere gelingt es ihr nicht, ihre tabellarischen und zeitlichen Darstellungen zur Haltedauer mit Belegen zu untermauern und die exakte Haltedauer in Bezug auf einzelne Verkäufe bzw. Aktien nachvollziehbar darzulegen. Indessen geht auch sie für den 1. Januar 2012 von einem Aktienbestand von rund

14.5 Mio. und Veräusserungen von über 20 Mio. Aktien als Verkäuferin ab 2012 aus. Zudem räumt sie ein, in den Jahren 2013 bis 2015 zumindest 5.5 Mio. Aktien rund ein Jahr oder weniger lang gehalten zu haben. Jedenfalls in dieser Phase der Tätigkeit der Vermittler rechtfertigt es sich von vornherein nicht, die Haltedauer für ein Angebot auf dem Primärmarkt als zu kurz einzustufen.

**8.6** Schliesslich bestreitet die Beschwerdeführerin zu Recht nicht, dass die Aktien *öffentlich* (auf dem Primärmarkt) angeboten wurden, d.h. das Angebot sich an eine unbestimmte Vielzahl von Personen richtete. So ist nach der Rechtsprechung von öffentlicher Werbung auszugehen, wenn, wie vorliegend, Dritte als (hier durch Telefonanrufe tätige) Vermittler eingesetzt werden (vgl. Urteile des BVGer B-7861/2008 vom 24. September 2009 E. 6.3.3; B-1645/2007 vom 17. Januar 2008 E. 4.1.4; B-4409/2008 vom 27. Januar 2010 E. 7.2, B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 4.5).

**8.7** Demgemäss hat die Vorinstanz zutreffend festgehalten, dass die Beschwerdeführerin die streitbetroffenen Aktien erstmals und öffentlich auf dem Primärmarkt angeboten hat.

## **9.**

Die Vorinstanz hat demnach zu Recht festgehalten, dass die Beschwerdeführer von der Y. \_\_\_\_\_ AG ausgegebene Aktien, gewerbsmässig und als hauptsächliche Tätigkeit im Finanzbereich, fest übernommen und öffentlich auf dem Primärmarkt angeboten hat. Die Beschwerdeführerin hat somit eine Emissionshaustätigkeit im Sinne von Art. 2 lit. d BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 2 BEHV ausgeübt, ohne die gemäss Art. 10 Abs. 1 BEHG dafür erforderliche Bewilligung zu besitzen.

## **10.**

Hinsichtlich der verfügten Massnahmen rügt die Beschwerdeführerin eine Verletzung des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots und der Unschuldsvermutung.

**10.1** Die Beschwerdeführerin macht geltend, die Massnahmen seien als strafrechtliche Massnahmen zu qualifizieren. Die Qualifikation als Strafrecht führe zwingend zur Anwendbarkeit des Bestimmtheitsgebots. Der Begriff "schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen" als Voraussetzung einer Feststellungsverfügung (Art. 32 FINMAG) und der Veröffentlichung (Art. 34 FINMAG) genüge den Anforderungen des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots nicht. Die Anordnung der repressiven Massnahmen

gegen sie sei bereits aus diesem Grund rechtswidrig. Zudem habe die Vorinstanz das auch im Enforcementverfahren geltende Prinzip der Unschuldsvermutung verletzt, indem sie das Untersuchungsverfahren einseitig zu Lasten der Beschwerdeführerin geführt habe, statt den Sachverhalt objektiv abzuklären.

**10.2** Eine strafrechtliche Anklage im Sinne von Art. 6 Ziff. 1 der Konvention vom 4. November 1950 zum Schutze der Menschenrechte und Grundfreiheiten (EMRK, SR 0.101) liegt vor, wenn alternativ entweder das nationale Recht eine staatliche Massnahme dem Strafrecht zuordnet oder die Natur des Vergehens, die Art und Schwere des Vergehens und/oder die Sanktion für einen strafrechtlichen Charakter sprechen (vgl. BGE 142 II 243 E. 3.4; BVGE 2013/59 E. 9.3.1; zu den sog. Engel-Kriterien BGE 140 II 384 E. 3.2.1; 139 I 72 E. 2.2.2; grundlegend Urteil des EGMR Engel gegen Niederlande vom 8. Juni 1976, Serie A Bd. 22).

**10.2.1** Eine derartige Qualifikation hätte insbesondere Auswirkungen auf die anwendbaren Verfahrensgrundsätze, wie die angerufene, für Strafverfahren geltende Unschuldsvermutung (Art. 6 Abs. 2 EMRK; Art. 32 Abs. 1 BV), wonach jede Person bis zur rechtskräftigen strafrechtlichen Verurteilung als unschuldig gilt, oder das Recht auf Aussageverweigerung, welches in einem offensichtlichen Konflikt zu der in aufsichtsrechtlichen Untersuchungsverfahren der Vorinstanz geltenden Auskunftspflicht (vgl. Art. 25 Abs. 1 FINMAG) steht und daher der Verwertung gewisser der im aufsichtsrechtlichen Untersuchungsverfahren erlangten Beweise gegebenenfalls entgegenstehen könnte (vgl. BGE 131 I 272 E. 3.2, 130 I 126 E. 2; Urteil des BVGer B-4066/2010 vom 19. Mai 2011 E. 8.2 m.H.).

**10.2.2** In materieller Hinsicht darf eine Strafe nur wegen einer Tat verhängt werden, die das Gesetz ausdrücklich unter Strafe stellt (Art. 1 des Schweizerischen Strafgesetzbuchs vom 21. Dezember 1937 [StGB; SR 311.0]). Dieser Grundsatz der Legalität ("keine Strafe ohne Gesetz") ist ebenfalls in Art. 7 EMRK ausdrücklich verankert und ergibt sich auch aus Art. 5 Abs. 1, Art. 9 und Art. 164 Abs. 1 lit. c BV. Er ist verletzt, wenn jemand wegen eines Verhaltens strafrechtlich verfolgt wird, das im Gesetz nicht als strafbar bezeichnet wird. Aus dem Grundsatz der Legalität wird das von der Beschwerdeführerin angerufene Bestimmtheitsgebot abgeleitet ("nulla poena sine lege certa"), wonach eine Strafnorm hinreichend bestimmt sein muss. Welche Anforderungen daran zu stellen sind, hängt unter anderem von der Komplexität der Regelungsmaterie und der angedrohten Strafe ab.

Das Gesetz muss so präzise formuliert sein, dass der Bürger sein Verhalten danach richten und die Folgen eines bestimmten Verhaltens mit einem den Umständen entsprechenden Grad an Gewissheit erkennen kann (zum Ganzen BGE 138 IV 13 E. 4.1 mit Hinweisen).

Der Geltungsbereich von Art. 7 EMRK entspricht indessen grundsätzlich jenem der "strafrechtlichen Anklage" im Sinne von Art. 6 EMRK (Urteil des BGer 2P.27/2002 vom 8. August 2002 E. 3.2). Der Begriff der Strafe im Sinne von Art. 7 Abs. 1 EMRK ist autonom auszulegen und erfasst Verurteilungen, welche im Sinne von Art. 6 Ziff. 1 EMRK gestützt auf eine gegen eine Person erhobene strafrechtliche Anklage erfolgen (Urteil des BGer 6B\_1007/2016 vom 10. Mai 2017 E. 1.3.2 m.H.). Auch die allgemeinen Bestimmungen des Schweizerischen Strafgesetzbuchs vom 21. Dezember 1937 (StGB; SR 311.0), welche die Beschwerdeführerin als anwendbar erachtet, finden im Bereich anderer Bundesgesetze nur Anwendung auf Taten, die mit "Strafe" bedroht sind (Art. 333 Abs. 1 StGB). Das strafrechtliche Bestimmtheitsgebot kann somit ebenfalls nur relevant sein für Handlungen, die zu einer Strafe führen.

**10.3** Das Bundesverwaltungsgericht hat anhand der erwähnten Kriterien in früheren Urteilen vertieft untersucht, ob die gestützt auf Art. 34 FINMAG angeordnete Veröffentlichung als strafrechtliche Anklage im Sinn von Art. 6 Abs. 1 EMRK einzustufen sei, und diese Frage verneint (Urteil B-4066/2010 E. 8; bestätigt im Urteil B-6584/2013 vom 18. Januar 2016 E. 3.3; vgl. auch Urteil B-2991/2011 vom 20. März 2012 E. 4.2.1).

**10.3.1** Die vorliegend zu Lasten der Beschwerdeführerin angeordnete Veröffentlichung der Unterlassungsanweisung (Dispositiv-Ziffer 4) hat ihre Rechtsgrundlage in Art. 34 FINMAG und damit im Kapitel über die aufsichtsrechtlichen Instrumente eines wirtschaftspolizeilichen Erlasses (Art. 5 FINMAG). Aus dem Gesetz ergibt sich demnach klar, dass die Vorinstanz nur Verfügungen veröffentlichen kann, die als Ergebnis eines aufsichtsrechtlichen Verwaltungsverfahrens erlassen wurden. Diese Sanktion ist somit nach nationalem Recht als administrativ und nicht als strafrechtlich zu qualifizieren (vgl. BGE 142 II 243 E. 3.4; Urteil B-4066/2010 vom 19. Mai 2011 E. 8.2.1.1).

**10.3.2** Ob diese Zuordnung gemäss innerstaatlichem Recht auch der "Natur der Widerhandlung" entspricht, beurteilt sich unter anderem nach dem Regelungsgegenstand und dem Adressatenkreis der Norm. Richtet sich eine Regelung (zumindest potentiell) an die Allgemeinheit, spricht das für

einen strafrechtlichen, ein beschränkter subjektiver Geltungsbereich dagegen für einen disziplinarrechtlichen Charakter (Urteil B-4066/2010 vom 19. Mai 2011 E. 8.2.1.2 m.H.; BVGE 2013/59 E. 9.3.1; Urteil des BGer 8C\_417/2010 vom 6. September 2010 E. 4.2.2 m.H.). Eine Publikation der Verfügung setzt nach der Definition des Gesetzes eine "schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen" voraus (Art. 34 FINMAG). Der Adressatenkreis umfasst damit ausschliesslich Personen, die der Aufsicht der Vorinstanz unterstehen, was sich insbesondere aus der Liste gemäss Art. 3 FINMAG ergibt. Wiewohl diese nicht abschliessend ist, unterstehen der Finanzmarktaufsicht namentlich Personen, die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung, Anerkennung, Zulassung oder Registrierung der FINMA benötigen (Bst. a). Auch der im Raum stehende Vorwurf, ohne Bewilligung gewerbsmässig den Effektenhandel als Emissionshaus betreiben zu haben, kann sich nur gegen Akteure richten, die eine bestimmte Tätigkeit auf dem Finanzmarkt ausüben bzw. dem zu überprüfenden Kreis der Bewilligungspflichtigen angehören und daher unter die Aufsicht der Vorinstanz fallen (vgl. Art. 3 Bst. a FINMAG). Insofern ist der mögliche Adressatenkreis beschränkt, was für die Qualifikation als eine Art Disziplinarsanktion spricht (Urteile B-4066/2010 E. 8.2.1.2; B-2991/2011 E. 4.2.1). Wenngleich der Adressatenkreis je nach den konkreten Umständen nicht ausschlaggebend sein muss, weil auch gewisse Strafdrohungen existieren (Sonderdelikte), die sich nur an einen bestimmten Adressatenkreis richten (vgl. BGE 140 II 384 E. 3.2.2 a.E.), darf der Adressatenkreis (mit Blick auf die folgenden Aspekte des konkreten Falls) als eines von mehreren Kriterien berücksichtigt werden.

**10.3.3** Weiter mag die von der Beschwerdeführerin vertretene Auffassung, wonach die Publikation einer Verfügung eine repressive Sanktion mit primär generalpräventiver Zweckrichtung darstelle (vgl. Urteil B-4066/2010 vom 19. Mai 2011 E. 8.1 m.H.), allenfalls für Sachverhalte zutreffen, in denen eine Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen durch ein bewilligtes Institut festgestellt wird. Bei der fraglichen Publikation der Unterlassungsanweisung – als Sanktion einer bereits unerlaubt ausgeführten finanzmarktrechtlichen Tätigkeit – steht dagegen weniger die repressive Wirkung im Vordergrund als vielmehr das präventive Ziel des Schutzes des Publikums und potentieller Anleger, die vor dem Adressaten gewarnt werden sollen. Dies findet im Übrigen vorliegend auch darin Ausdruck, dass die Vorinstanz die Publikation explizit mit diesem Ziel angeordnet und im Rahmen ihrer Interessenabwägung massgeblich auf das öffentliche Interesse abgestellt hat, potentielle Investoren vor dem unerlaubten Tätigwerden der Beschwerdeführerin zu warnen. Die vorherrschend präventive

Zweckrichtung spricht gegen eine Strafe und für die Qualifikation als eine Art Disziplinarsanktion (vgl. Urteil B-4066/2010 vom 19. Mai 2011 E. 8.2.1.3).

**10.3.4** Vor allem aber fällt ins Gewicht, dass die gesetzliche Ordnung mit der in Art. 44 FINMAG vorgesehenen Strafbestimmung auch eine eigentlich repressive Sanktion für die unbewilligte Ausübung von Tätigkeiten auf dem Finanzmarkt bereithält, und diese mit einer Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe sowie, wenn fahrlässig begangen, mit Busse bedroht. Mit dem aufsichtsrechtlichen Verfahren und dem möglichen Strafverfahren wegen einer Verletzung von Art. 44 FINMAG bestehen somit nebeneinander zwei verschiedene, anderen Prozessgrundsätzen unterstehende und unabhängige Verfahren, die sich gegenseitig nicht präjudizieren und in unterschiedlichen Sanktionen verschiedener Zweckrichtung münden können (vgl. Urteil des BGer 2C\_89/2010 vom 10. Februar 2011 E. 3.3.4). Daraus ergibt sich, dass die in Art. 44 FINMAG vorgesehenen Sanktionen eigentliche strafrechtliche Sanktionen sind, während die Veröffentlichung der Verfügung nach Art. 34 FINMAG daneben lediglich eine Art Disziplinarsanktion darstellt (vgl. Urteil B-4066/2010 E. 8.2.1.3 m.H.). Diese gegenseitige Unabhängigkeit spricht gegen eine Anwendung von Art. 6 EMRK (vgl. auch Urteil des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte EGMR 44485/98 vom 13. September 2007 i.S. Moullet g. France § 1 f.).

**10.3.5** Auch eine Disziplinarsanktion kann – ausnahmsweise – als derart schwer zu erachten sein, dass das betreffende Verfahren als strafrechtliche Anklage im Sinn von Art. 6 Ziff. 1 EMRK zu qualifizieren ist. In Betracht fallen typischerweise Freiheitsstrafen oder hohe Bussen, wobei jeweils auf die für die betreffende Regelverletzung theoretisch höchstmögliche Sanktion abzustellen ist (Urteil B-4066/2010 E. 8.2.1.3; vgl. Urteil des EGMR 18996/91 vom 24. September 1997 i.S. Garyfallou AEBE g. Grèce, § 34).

Allerdings wiederholt die Anweisung, die bewilligungspflichtige Tätigkeit sowie entsprechende Werbung zu unterlassen, lediglich die allgemeingültige Rechtslage und ruft dem Betroffenen in Erinnerung, was bereits von Gesetzes wegen gilt (vgl. BGE 135 II 356 E. 5.1; Urteil 2C\_176/2014 vom 19. Juli 2014 E. 3.1). Die in Ziffer 1 der angefochtenen Verfügung (S. 12) getroffene Feststellung bleibt von der Veröffentlichung ausgenommen. Zwar wird der Beschwerdeführerin eine schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen vorgeworfen und könnte die Publikation geeignet sein, ihr berufliches Fortkommen erheblich zu erschweren. Zum einen aber

ist fraglich, inwieweit eine derartige indirekte Folge einer Sanktion überhaupt zu beachten ist (vgl. Urteil des BGer 8C\_417/2010 vom 6. September 2010 E. 4.2.2 m.H.; Urteil B-4066/2010 E. 8.2.1.3) und führt die Beschwerdeführerin an keiner Stelle näher aus, worin für sie die konkrete Schwere der Sanktion besteht. Zum andern ist in sachverhaltlicher Hinsicht zu berücksichtigen, dass ihr Ruf und ihr berufliches Fortkommen auch ohne die Publikation der Unterlassungsanweisung bereits stark beeinträchtigt sind.

Die Vorkommnisse im Zusammenhang mit der "Y.\_\_\_\_\_ AG", über die am [...] der Konkurs eröffnet wurde, und mit der bewilligungslosen Tätigkeit als Effektenhändlerin, sind in den wesentlichen Punkten nicht nur dem Kreis der geschädigten und teilweise im laufenden Strafverfahren befragten Anleger bekannt. Es sind diesbezügliche Informationen auch ohne weiteres im Internet verfügbar bzw. mittels entsprechenden Berichten von Zeitungen und Portalen in Erfahrung zu bringen, in welchen die Beschwerdeführerin als Geschäftsführerin teilweise mit Namen genannt ist. Die Beschwerdeführerin war zudem bei der Y.\_\_\_\_\_ AG als Geschäftsführerin und Verwaltungsrätin tätig, welche Tätigkeit sich aus den auffindbaren Handelsregistereinträgen ersehen lässt. Unter diesen Umständen dürfte ihre Aussicht, eine verantwortungsvolle Stelle in der betroffenen oder einer verwandten Branche zu finden, zurzeit bereits erheblich erschwert sein. Soweit für die Frage der Schwere der Sanktion überhaupt indirekte Folgen zu berücksichtigen sind, könnten nur allfällige Auswirkungen berücksichtigt werden, welche die Veröffentlichung der Unterlassungsanweisung *zusätzlich* zum Ausgeführten hätte. Angesichts dessen, dass der Leumund der Beschwerdeführerin ohnehin bereits stark beeinträchtigt ist, kann somit eine strafrechtliche Anklage nach Art. 6 Ziff. 1 EMRK auch nicht aufgrund des Kriteriums der Schwere der Sanktion bejaht werden.

**10.3.6** Soweit sich die Beschwerdeführerin im Übrigen auf das Urteil des BVGer B-3759/2014 vom 11. Mai 2015 E. 4.1.2 beruft, wonach die Anordnung, eine aufsichtsrechtliche Verfügung zu publizieren, pönalen Charakter aufweise, so ist ihr entgegenzuhalten, dass diese Erwägung im Kontext der Verhältnismässigkeit bzw. des Legalitätsprinzips steht (E. 4), während die Verletzung strafrechtlicher Garantien und Grundsätze nicht streitig war. Entsprechend vermag sie daraus für das vorliegende Verfahren nichts zu ihren Gunsten abzuleiten.

**10.4** Sowohl die landesrechtliche Qualifikation, die Natur der Widerhandlung als auch die Art und Schwere der Sanktion sprechen daher dagegen,

die Veröffentlichung einer Unterlassungsanweisung gestützt auf Art. 34 FINMAG als Strafe im Sinn von Art. 6 Abs. 1 EMRK einzustufen.

**10.5** Die vorstehenden Ausführungen lassen sich sinngemäss auch auf die Feststellung der Verletzung des Aufsichtsrechts gemäss Ziffer 1 der angefochtenen Verfügung (S. 12) heranziehen. Daher braucht nicht weiter erörtert zu werden, ob darin eine selbstständige Feststellung mit Verfügungsqualität (vgl. Art. 32 FINMAG) zu erblicken ist, wovon die Beschwerdeführerin ausgehen dürfte (Eingabe vom 17. August 2017, Rz. 13 ["Massnahme"]), oder ob die Ziffer nur Begründungscharakter aufweist und daher von vornherein keine Sanktion darstellen kann (vgl. dazu BGE 136 II 304 E. 2.3.1; Urteile des BGer 2A.230/1999 vom 2. Februar 2000 E. 1f, 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). Jedenfalls gründet eine solche Feststellung, wie die Veröffentlichung der Unterlassungsanweisung, im Aufsichtsrecht und ist als administrativ zu qualifizieren (vgl. E. 10.3.1). Ebenso beschränkt sich der Adressatenkreis einer solchen Feststellung auf die gemäss Art. 3 FINMAG von der Vorinstanz Beaufsichtigten (vgl. E. 10.3.2) und könnte einer blossen Feststellungsverfügung nicht die erforderliche Schwere im Sinne eines strafrechtlichen Charakter zukommen, zumal im vorliegenden Kontext weder ersichtlich noch dargetan ist, dass und weshalb von ihr einschneidenden Auswirkungen auf die Beschwerdeführerin ausgehen sollten.

**10.6** In verfahrensrechtlicher Hinsicht folgt aus diesem Ergebnis, dass die Beschwerdeführerin sich nicht auf die Unschuldsvermutung berufen kann. Im Übrigen zeigt sie auch nicht überzeugend auf und ist nicht ersichtlich, weshalb die Vorinstanz sich mit ihrer Verfahrensführung in Widerspruch zur Unschuldsvermutung gesetzt haben sollte.

Nachdem die Veröffentlichung gemäss Art. 34 FINMAG sowie die Feststellung der Verletzung des Aufsichtsrechts wie dargelegt keine Strafen darstellen und diese Normen nicht als dem Strafrecht zugehörig zu qualifizieren sind, greift folgerichtig auch die materielle Rüge nicht, das strafrechtliche Bestimmtheitsgebot sei verletzt. Die angefochtenen Sanktionen sind nicht in Anwendung von Strafrecht und somit nicht im Geltungsbereich des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots angeordnet worden. Demnach erübrigt es sich zu prüfen, ob das gesetzliche Erfordernis einer "schweren Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen" eine genügend bestimmte



Rechtsgrundlage für eine als strafrechtlich zu qualifizierende Sanktion bilden könnte.

**10.7** Somit kann den strafrechtlich motivierten Vorbringen der Beschwerdeführerin nicht gefolgt werden.

**10.8** Weitere rechtliche Rügen hinsichtlich der verfügten Unterlassungsanweisung und der angeordneten Veröffentlichung bringt die Beschwerdeführerin nicht vor.

**11.**

Zusammenfassend erweist sich die Beschwerde als unbegründet und ist abzuweisen.

**12.**

Entsprechend dem Verfahrensausgang hat die Beschwerdeführerin die Verfahrenskosten zu tragen (Art. 63 Abs. 1 VwVG sowie Art. 1 ff. des Reglements vom 21. Februar 2008 über die Kosten und Entschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht [VGKE, SR 173.320.2]). Die Verfahrenskosten werden in Anwendung von Art. 63 Abs. 4<sup>bis</sup> VwVG und Art. 2 Abs. 1 VGKE mit Blick auf den Verfahrensaufwand, die Schwierigkeit der Streitsache und den Aktenumfang auf Fr. 4'000.– festgesetzt.

Es ist keine Parteientschädigung zuzusprechen (Art. 64 Abs. 1 VwVG; Art. 7 Abs. 1 und 3 VGKE).

**Demnach erkennt das Bundesverwaltungsgericht:**

**1.**

Die Beschwerde wird abgewiesen.

**2.**

Die Verfahrenskosten von Fr. 4'000.– werden der Beschwerdeführerin auferlegt. Der einbezahlte Kostenvorschuss in gleicher Höhe wird nach Rechtskraft des vorliegenden Urteils zur Bezahlung der Verfahrenskosten verwendet.

**3.**

Es wird keine Parteientschädigung zugesprochen.

**4.**

Dieses Urteil geht an:

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

Für die Rechtsmittelbelehrung wird auf die nächste Seite verwiesen.

Der vorsitzende Richter:

Der Gerichtsschreiber:

Ronald Flury

Thomas Ritter

### **Rechtsmittelbelehrung:**

Gegen diesen Entscheid kann innert 30 Tagen nach Eröffnung beim Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten geführt werden (Art. 82 ff., 90 ff. und 100 BGG). Die Rechtschrift ist in einer Amtssprache abzufassen und hat die Begehren, deren Begründung mit Angabe der Beweismittel und die Unterschrift zu enthalten. Der angefochtene Entscheid und die Beweismittel sind, soweit sie der Beschwerdeführer in Händen hat, beizulegen (Art. 42 BGG).

Versand: 30. Mai 2018