Bundesverwaltungsgericht
Tribunal administratif fédéral
Tribunale amministrativo federale
Tribunal administrativ federal

Abteilung II
B-5992/2022

Urteil vom 25. März 2025

Besetzung

Richter Christoph Errass (Vorsitz),
Richterin Eva Schneeberger, Richterin Chiara Piras,
Gerichtsschreiber David Roth.

Parteien

M._____ AG,
vertreten durch Rechtsanwälte
Luca Bianchi und Dr. Roman Huber,
Beschwerdeführerin,

gegen

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA,
Vorinstanz.

Gegenstand

Unterstellungspflicht.

Sachverhalt:

A.
Mit Schreiben vom 11. März 2022 gelangte die M._____ AG mit einer «Anfrage» an die Finanzmarktaufsicht FINMA (nachfolgend auch: FINMA). Danach sollte «[d]ie Anfrage [...] sicherstellen, dass das von M._____ geplante Geschäftsmodell einer Co-Investment Plattform [...] sowie im Zusammenhang mit der Plattform zu errichtende, *(selbst-verwaltete)* Co-Investment Syndikate für Venture Capitalists und Business Angels in der Rechtsform einer einfachen Gesellschaft nach Art. 530 ff. [des Obligationenrechts vom 30. März 1911 (OR, SR 220)] [...] nach Ansicht der FINMA dem schweizerischen Finanzmarktrecht entsprechen» (Hervorhebung im Text). Vor diesem Hintergrund ersuchte die M._____ AG bei der FINMA um die Ausstellung einer «Nichtunterstellungsbestätigung (No-Action Letter)».

B.
Mit Schreiben vom 17. November 2022 unterbreitete die FINMA, adressiert an den Rechtsvertreter der M._____ AG, eine «finanzmarktrechtliche Beurteilung». Die FINMA hielt darin zur rechtlichen Würdigung insbesondere fest:

(zum Kollektivanlagegesetz vom 23. Juni 2006 [KAG, SR 951.31]; Ziff. II.4., S. 5 f.)

> «[E]ine Unterstellung unter die Kollektivanlagengesetzgebung kann nicht ausgeschlossen werden. [... D]ie Gesuchstellerin [kann] sich nicht auf den Ausnahmetatbestand eines Investmentclubs nach Art. 2 Abs. 2 Bst. f [KAG] stützen»;

(zum Finanzinstitutsgesetz vom 15. Juni 2018 [FINIG, SR 954.1]; Ziff. II.5., S. 7)

> «[E]ine Unterstellung als Vermögensverwalter im Sinne von Art. 17 Abs. 1 [FINIG kann] nicht ausgeschlossen werden.»

> «[E]s [ist] im vorliegenden Fall ebenfalls angezeigt zu erwähnen, dass auch die Verwaltung von Kollektivvermögen bewilligungspflichtig ist (vgl. Art. 5 Bst. 1 i.V.m. Art. 2 Abs 1 Bst. c FINIG). Als Verwalter von Kollektivvermögen gilt nach Art. 24 Abs. 1 FINIG, wer gewerbsmässig Vermögenswerte im Namen und für Rechnung von kollektiven Kapitalanlagen verwaltet».

Überdies bemerkte die FINMA, es sei nicht ausgeschlossen, dass «[sie], etwa bei gesetzgeberischen Anpassungen[,] ihre Auslegungspraxis[...] weiter präzisiert» (S. 3), sowie dass «[d]ie vorliegende Stellungnahme durch die FINMA [...] nur zur Beurteilung des Finanzmarktrechts und zuhanden des Anfragers» erfolge. «Die vorliegende Anfrage stell[e] keine Vertrauensgrundlage zuhanden von Drittpersonen dar» (S. 8). Das Schreiben schloss mit einer Rechtsmittelbelehrung.

C.
Mit Beschwerde vom 23. Dezember 2022 stellte die M._____ AG (nachfolgend: Beschwerdeführerin) folgende Rechtsbegehren:

«1. Die Ziff. II.4. und Ziff. II.5. der Verfügung der Vorinstanz vom 17. November 2022 [...] seien aufzuheben und es sei festzustellen, dass in Bezug auf die zu errichtenden Co-Investment Syndikate kein Unterstellungstatbestand i.S. des [KAG], insbesondere gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG, sowie des [FINIG], insbesondere gemäss Art. 17 Abs. 1 FINIG und Art. 24 Abs. 1 FINIG, vorliegt.

2. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen (zuzüglich Mehrwertsteuer) zu Lasten der Vorinstanz.»

D.
Am 18. April 2023 reichte die FINMA (nachfolgend: Vorinstanz) ihre Stellungnahme sowie gleichzeitig eine Verfügung vom 14. April 2023 mit Bezug auf die «Feststellung betreffend Bewilligungspflicht gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG, Art. 24 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 1 FINIG» ein. Sie stellte folgende Anträge:

«1. Das Beschwerdeverfahren sei in Bezug auf den Antrag der Beschwerdeführerin,

Ziff. II.4 und Ziff. II.5 der Verfügung der Vorinstanz vom 17. November 2022 [...] seien aufzuheben und es sei festzustellen, dass in Bezug auf die zu errichtenden Co-Investment Syndikate kein Unterstellungstatbestand i.S. des [KAG], insbesondere gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG sowie des [FINIG], insbesondere gemäss Art. 24 Abs. 1 FINIG[,] vorliegt,

zufolge Gegenstandslosigkeit abzuschreiben.

2. Im Übrigen (Feststellung der Nichtunterstellung als Vermögensverwalterin im Sinne von Art. 17 Abs. 1 FINIG) sei die Beschwerde vom 23. Dezember 2022 abzuweisen.

3. Unter Kostenfolge – je hälftig – zu Lasten der Beschwerdeführerin und der Vorinstanz.»

In ihrer Verfügung vom 14. April 2023 führt die Vorinstanz in Rz. 15 aus, dass sie «[n]ach nochmaliger Prüfung der Sach- und Rechtslage [...] unter heutigem Datum – und damit während laufendem Beschwerdeverfahren vor [dem Bundesverwaltungsgericht] – die vorliegende Feststellungsverfügung im Sinne von Art. 58 [des Verwaltungsverfahrensgesetzes vom 20. Dezember 1968 (VwVG, SR 172.021)]» erlasse. Die Verfügung vom 14. April 2023 enthält folgendes Dispositiv:

«1. Es wird festgestellt, dass die [Beschwerdeführerin] für das geplante Geschäftsmodell im Sinne der Erwägungen keine Bewilligung als kollektive Kapitalanlage im Sinne von Art. 7 Abs. 1 KAG und Verwalterin von Kollektivvermögen im Sinne von Art. 24 Abs. 1 FINIG benötigt.

2. Es wird festgestellt, dass die [Beschwerdeführerin] eine Bewilligung als Vermögensverwalterin im Sinne von Art. 17 Abs. 1 FINIG benötigt, sofern sie im geplanten Geschäftsmodell im Sinne der Erwägungen als Service Provider agiert und die Schwellenwerte gemäss Art. 19 Abs. 1 [der Finanzinstitutsverordnung vom 6. November 2019 (FINIV, SR 954.11)] überschreitet.

3. Für die vorliegende Verfügung werden keine zusätzlichen Gebühren erhoben. Die Gebühr gemäss Ziff. IV der Beurteilung vom 17. November 2022 von CHF 7'000.– bleibt bestehen. Es wird vorgemerkt, dass der [Beschwerdeführerin] die Gebühr bereits in Rechnung gestellt wurde, diese aber noch nicht getilgt ist.»

E.

Mit Eingabe vom 25. Mai 2023 reichte die Beschwerdeführerin eine «Ergänzung zur Beschwerde» vom 23. Dezember 2022 mit folgenden angepassten Anträgen ein:

«1. Die Dispositiv-Ziffer 2 der Verfügung der Vorinstanz vom 14. April 2023 [...] sei aufzuheben.

2. Es sei festzustellen, dass in Bezug auf die zu errichtenden Co-Investment Syndikate bzw. deren Service Provider kein Unterstellungstatbestand i.S. des [FINIG], insbesondere gemäss Art. 17 Abs. 1 FINIG, vorliegt.

3. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen (zuzüglich Mehrwertsteuer) zu Lasten der Vorinstanz.»

F.
Mit Eingabe vom 29. Juni 2023 hielt die Vorinstanz an ihren Anträgen fest.

Das Bundesverwaltungsgericht zieht in Erwägung:

1.

1.1

1.1.1 Anfechtungsobjekt, grundsätzliche Zuständigkeits- und damit Rechtsschutzvoraussetzung im Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht bildet die Verfügung im Sinne von Art. 5 VwVG (Art. 44 VwVG und Art. 31 des Verwaltungsgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005 [VGG, SR 173.32]; vgl. UHLMANN/WÄLLE-BÄR, in: Waldmann/Krauskopf [Hrsg.], VwVG – Praxiskommentar Verwaltungsverfahrensgesetz, 3. Auflage 2023 [nachfolgend: PraKo VwVG], Art. 44 Rz. 7 mit Hinw.).

Feststellungsverfügungen sind nach Art. 5 Abs. 1 Bst. b und c VwVG Anordnungen der Behörden im Einzelfall, die sich auf öffentliches Recht des Bundes stützen und die Feststellung des Bestehens, Nichtbestehens oder Umfanges von Rechten und Pflichten oder die Abweisung von Begehren auf Feststellung von Rechten und Pflichten oder das Nichteintreten auf ein solches Begehren zum Gegenstand haben. Als Verfügungen gelten mithin autoritative, einseitige und individuell-konkrete Anordnungen der Behörde, die in Anwendung von Verwaltungsrecht ergangen, auf Rechtswirkungen ausgerichtet sowie verbindlich und erzwingbar sind. Massgebend ist ein materieller Verfügungsbegriff, d.h. der tatsächliche rechtliche Gehalt (vgl. BGE 132 V 74 E. 2; BVGE 2015/15 E. 2.1.2.1).

1.1.2 Das Schreiben vom 17. November 2022 der Vorinstanz genügt den Anforderungen von Art. 5 Abs. 1 VwVG nur sehr knapp. Über weite Strecken entsteht der Eindruck, es handle sich um ein behördliches Gutachten zuhanden des Rechtsvertreters der Beschwerdeführerin als Anfrager auf Grundlage eines hypothetischen, von besagter Rechtsvertretung geschilderten Sachverhalts. Die Vorinstanz benutzt Begriffe, die für eine Verfügung unpassend oder zumindest unüblich sind, etwa wenn sie die Gesuchstellerin bzw. deren Rechtsvertreter als «Anfrager» betitelt. Das Schreiben enthält für eine Verfügung auch weitere offensichtliche Schwächen (vgl. Sachverhaltsbuchstabe [SV-Bst.] B hiervor). Auch stützt die Vor-

instanz die Kostenauflage auf Art. 5 Abs. 1 Bst. c (Beanspruchen einer Dienstleistung) der Finma-Gebührenverordnung vom 15. Oktober 2008 (FINMA-GebV, SR 956.112) anstelle von Bst. a (Veranlassen einer Verfügung). Man könnte infolgedessen zum Schluss kommen, dass es ein vorinstanzliches Versehen war, das Schreiben überhaupt mit einer Rechtsmittelbelehrung zu versehen.

1.1.3 Dessen ungeachtet kommt das Gericht zum Ergebnis, dass sich das Schreiben vom 17. November 2022 auf einen hinreichend bestimmten Einzelfall bezog und auf die autoritative Beseitigung einer konkret bestehenden Rechtsunsicherheit gerichtet war. Die Rechtsmittelbelehrung spricht jedenfalls eine unzweideutige Sprache. Das Gericht erachtet die Definitionsmerkmale einer Verfügung als erfüllt. Der Verfügungscharakter ist infolgedessen zu bejahen. Das Gericht schliesst in der vorliegenden Fallkonstellation auf ein schutzwürdiges Interesse (Art. 25 Abs. 2 VwVG), da die Verfügung eine verbindliche Feststellung allfälliger Unterstellungspflichten bezweckte.

1.2 Das Bundesverwaltungsgericht ist für die Beurteilung der vorliegenden Beschwerde zuständig (Art. 47 Abs. 1 Bst. b VwVG, Art. 31 f. sowie Art. 33 Bst. e VGG i.V.m. Art. 5 Abs. 1 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes vom 22. Juni 2007 [FINMAG, SR 956.1]). Als Adressat der Verfügung vom 17. November 2022 ist die Beschwerdeführerin beschwerdelegitimiert (Art. 48 Abs. 1 VwVG). Die Beschwerde ist frist- und formgerecht eingereicht worden, der Kostenvorschuss wurde rechtzeitig bezahlt, und die übrigen Sachurteilsvoraussetzungen liegen vor (Art. 50 Abs. 1 i.V.m. Art. 20 f., Art. 52 Abs. 1, Art. 63 Abs. 4 VwVG).

1.3 Mit Verfügung vom 14. April 2023 zog die Vorinstanz die Verfügung vom 17. November 2022 teilweise in Wiedererwägung (siehe SV-Bst. D hiervor), weshalb das Verfahren im Umfang der nicht erfüllten Rechtsbegehren weiterzuführen ist (Art. 58 Abs. 3 VwVG). Letztere entsprechen den angepassten Anträgen gemäss Eingabe vom 25. Mai 2023 der Beschwerdeführerin (siehe SV-Bst. E hiervor). Weitergehend ist das Beschwerdeverfahren als gegenstandslos geworden abzuschreiben. Nicht mehr strittig sind somit die Unterstellungen unter Art. 7 KAG und Art. 24 und 41 FINIG. Insofern stellt sich vor allem noch die Frage, ob das Geschäftsmodell der Beschwerdeführerin unter Art. 17 Abs. 1 FINIG fällt.

1.4 Zulässige Beschwerdegründe sind die Verletzung von Bundesrecht einschliesslich Überschreitung oder Missbrauch des Ermessens, unrichtige oder unvollständige Feststellung des rechtserheblichen Sachverhaltes sowie Unangemessenheit (Art. 49 VwVG).

2.
Nach übereinstimmenden Darstellungen bildet Kern des geplanten Geschäftsmodells der Beschwerdeführerin eine Co-Investment Plattform. Interessierte professionelle Anleger im Sinne von Art. 4 Abs. 3 und Abs. 5 des Finanzdienstleistungsgesetzes vom 15. Juni 2018 (FIDLEG, SR 950.1) sollen zu einem Syndikat in der Rechtsform einer einfachen Gesellschaft zusammenfinden und im Rahmen von Co-Investments (direkt) in Zielgesellschaften – vorwiegend Start-ups im Technologie- und Biotech- bzw. Medizinalbereich (primär mit Sitz in der Schweiz) – investieren können. Die Co-Investments in die Zielgesellschaften sollen im Rahmen von Finanzierungsrunden und damit primär in Aktien oder Wandeldarlehen (Convertable Loans) erfolgen.

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

Das Geschäftsmodell sieht weiter vor, dass die Beschwerdeführerin bei den Syndikaten jeweils als «Service Provider» auftritt. Der «Service Provider» erbringt ausgewählte Dienstleistungen an die einfache Gesellschaft (z.B. Koordination von Meetings und administratives Transaktions- und Prozessmanagement). Um gegenüber den Zielgesellschaften «geschlossen» auftreten zu können, soll der «Service Provider» (d.h. die Beschwerdeführerin) als indirekter Stellvertreter in eigenem Namen und auf Rechnung der einfachen Gesellschaft den Beteiligungs- bzw. Finanzierungsvertrag mit der Zielgesellschaft abschliessen (Aussenverhältnis). Sodann soll gemäss dem Syndikatsvertrag (Simple Partnership Agreement) jeder Gesellschafter Miteigentum an den Forderungen bzw. Aktien seines Co-Investments erwerben, sofern er sich daran beteiligt hat (Innenverhältnis).

3.

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

3.2 Zunächst ist zu prüfen, ob die Beschwerdeführerin unter Art. 2 Abs. 1 Bst. a i.V.m. Art. 17 ff. FINIG fällt, was sie verneint, erfülle doch das Geschäftsmodell die Tatbestandsvoraussetzungen (siehe E. 3.4 f. hiernach) nicht (Eingabe vom 25. Mai 2023, Rz. 9 ff.; Beschwerde, Rz. 58 ff.). Die Vorinstanz gehe bloss selektiv und in allgemeiner Weise einzig auf gewisse Tatbestandsvoraussetzungen ein. Art. 17 Abs. 1 FINIG sei vorliegend nicht auf Co-Investment Syndikate bzw. deren Gesellschafter und insbesondere nicht auf die Beschwerdeführerin anwendbar.

3.3 Die Vorinstanz führt in Rz. 52 f. der Verfügung vom 14. April 2023 aus, der Begriff des Vermögensverwalters im Sinne des FINIG sei weit zu fassen. Ein Vermögensverwaltungsverhältnis könne nicht nur gestützt auf eine Vollmacht, sondern auch infolge eines Treuhandverhältnisses («in eigenem Namen, auf fremde Rechnung») zum Kunden etabliert werden. Auch decke die Vermögensverwaltung im Sinne des FINIG nicht nur die diskretionäre (eigentliche) Vermögensverwaltung ab, sondern unter anderem auch die rein technische Verwaltung in Form von «execution only». Überdies setze Art. 17 Abs. 1 FINIG bei der Vermögensverwaltung nicht einen Entscheidungsspielraum des Vermögensverwalters voraus. Nach dem geplanten Geschäftsmodell handle der «Service Provider» (d.h. die Beschwerdeführerin) treuhänderisch für die Investoren. Es handle sich um eine rein technische Verwaltung im Sinne von «execution only».

3.4 Gemäss Art. 17 Abs. 1 FINIG gilt als Vermögensverwalter, wer gestützt auf einen Auftrag gewerbsmässig im Namen und für Rechnung der Kundinnen und Kunden über deren Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Bst. c Ziff. 1 bis 4 FIDLEG verfügen kann. Art. 17 Abs. 1 FINIG ist eine Legaldefinition der Vermögensverwalter, welcher die Funktion zukommt, den Begriff so zu definieren, dass er im ganzen Erlass einheitlich verwendet werden kann (vgl. BGE 143 II 297 E. 5.4.2). Die Tatbestandselemente von Art. 17 Abs. 1 FINIG stellen – zusammen mit den allgemeinen Voraussetzungen von Art. 3 u. 5 ff. und den besonderen Voraussetzungen von Art. 18 ff. FINIG – Bewilligungsvoraussetzungen dar (Art. 7 Abs. 1 FINIG;

vgl. Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz [FIDLEG] und zum Finanzinstitutsgesetz [FINIG] vom 4. November 2015 [BBl 2015 8901; nachfolgend Botschaft FIDLEG und FINIG], 8926 ff und 9021; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, BSK FIDLEG/FINIG, Art. 17 FINIG Rz. 2; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, Orell Füssli FIDLEG/FINIG Kommentar, Zürich 2020 [nachfolgend: OFK FIDLEG/FINIG], Art. 17 FINIG Rz. 2; SCHOTT/WINKLER, in: Sethe et al. [Hrsg.], Kommentar zum Finanzinstitutsgesetz FINIG, Zürich 2021 [nachfolgend: FINIG Komm], Art. 19 Rz. 1, je mit Hinw.).

3.5

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

Dementgegen führt die Vorinstanz zur Begründung für eine Erstreckung von Art. 17 Abs. 1 FINIG auf Treuhandverhältnisse (Tätigwerden im Treuhandmodell) in Rz. 46 der Verfügung vom 14. April 2023 die Erläuterungen vom 6. November 2019 zur «Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV)» (nachfolgend: Erläuterungen), S. 92 f. des Eidgenössischen Finanzdepartements (nachfolgend: EFD) an. Ein Vermögensverwaltungsverhältnis könne aufgrund des Verweises auf Art. 3 Bst. c Ziff. 1 bis 4 FIDLEG – insbesondere Ziff. 3 (Verwaltung von Finanzinstrumenten als Finanzdienstleistungen) – auch treuhänderisch autonom vereinbart werden (Eingabe vom 29. Juni 2023, Rz. 8). Die eigentliche Begründung ist darin zu ersehen, dass Art. 3 Bst. c Ziff. 3 FIDLEG nach herrschender Lehre das Vertreter- *und* Treuhandmodell als vermögensverwaltende Finanzdienstleistung definiert.

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

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

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

3.5.2 In systematischer Hinsicht spricht gegen eine Bewilligungsfähigkeit als Vermögensverwalter, dass mit dem Wertpapierhaus im selben Erlass ein Institut für das Tätigwerden im Treuhandmodell zur Verfügung steht. Art. 41 FINIG normiert den Begriff des Wertpapierhauses. Nach dessen Bst. a gilt als Wertpapierhaus, wer gewerbsmässig «*in eigenem Namen* für Rechnung der Kundinnen und Kunden Effekten handelt» (Hervorhebung hinzugefügt; Art. 41 Bst. b und c FINIG betreffend Eigenhändler und Market Maker sind vorliegend nicht einschlägig). Unter Verweis auf das FINMA-Rundschreiben 2008/5 Effektenhändler, Rz. 52, führt die Botschaft FIDLEG und FINIG, 9025, zudem aus: «Vermögensverwalter, die über ihr eigenes Konto oder Depot für ihre Kunden Effekten kaufen oder verkaufen,

fallen unter die Bestimmungen für Wertpapierhäuser und benötigen eine entsprechende Bewilligung» (vgl. AMADÒ/MOLO, in: dies. [Hrsg.], Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen, Praxiskommentar, Art. 17 FINIG Rz. 2). Deshalb hält die Doktrin wiederum dafür, dass das schweizerische Finanzmarktrecht für ein Tätigwerden im Treuhandmodell eine Bewilligung als Wertpapierhaus voraussetzt; «der Vermögensverwalter [...] darf nur im Vertretermodell tätig werden» (vgl. ROLF SETHE, a.a.O., § 24 Rz. 42; SETHE/AGGTELEKY, in: Sethe et al. [Hrsg.], Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG, Zürich 2021, Art. 3 Bst. c Rz. 109 und 132, je mit Verw.). «Vermögenswerte, welche ein Vermögensverwalter im Rahmen seines Mandats zu verwalten hat, [sind] bei einer Bank oder einem Wertpapierhaus im Namen des betreffenden Kunden aufzubewahren (SCHLEIFFER/SCHÄRLI, BSK FIDLEG/FINIG, Art. 19 FINIG Rz. 9).

Auch die gesetzliche Aufgabenordnung bzw. deren Konkretisierung in der FINIV verlangen eine eindeutige Trennung von Vermögensverwalter- und Kundenvermögen: Der Vermögensverwalter verwaltet individuelle Portfolios (Art. 19 Abs. 1 FINIG). «Der Vermögensverwalter sorgt dafür, dass die ihm zur Verwaltung anvertrauten Vermögenswerte *gesondert für jede Kundin und jeden Kunden* bei einer Bank nach dem Bankengesetz vom 8. November 1934 (BankG, SR 952.0), bei einem Wertpapierhaus nach dem FINIG, einem Handelssystem für Distributed Ledger Technology-Effekten (DLT-Handelssystem) nach dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz vom 19. Juni 2015 (FinfraG, SR 958.1) oder einem sonstigen Institut, das einer Aufsicht untersteht, die derjenigen in der Schweiz gleichwertig ist, aufbewahrt werden» (Art. 24 FINIV; Hervorhebung hinzugefügt). Auch innersystematische Gründe sprechen dafür, dass Art. 17 Abs. 1 FINIG nur die direkte Stellvertretung erfasst. Wenn nämlich der Gesetzgeber der Auffassung gewesen wäre, dass mit dem Verweis auf das FIDLEG auch die verschiedenen Stellvertretungen miterfasst seien, hätte er nicht noch ausdrücklich «im Namen» verwenden müssen. Kommt hinzu, dass mit einer Verweisung nicht Teile der verweisenden Norm geändert, sondern zusätzliche Elemente hinzugefügt werden sollen (zum Ganzen Bundesamt für Justiz, Gesetzgebungsleitfaden 2025, Rz. 721 ff., insbes. 724; s.a. MÜLLER/UHLMANN/HÖFLER, Elemente einer Rechtssetzungslehre, 4. Aufl. 2024, Rz. 350; MÜLLER/UHLMANN, Elemente einer Rechtssetzungslehre, 3. Aufl. 2013, Rz. 369 ff.).

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

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

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

Die ständerätliche Kommission strich den zweiten Teilnebensatz «oder auf andere Weise über Vermögenswerte von Kundinnen und Kunden verfügen kann» und ergänzte den ersten Teilnebensatz «wer gestützt auf einen Auftrag gewerbsmässig im Namen und für Rechnung der Kundinnen und Kunden [Vermögenswerte verwaltet]» mit «über deren Vermögenswerte im Sinne von Artikel 3 Buchstabe c Ziffern 1 – 4 FIDLEG verfügen kann» (siehe E. 3.1 hiervor). Das Tatbestandselement «im Namen [...] der Kundinnen und Kunden» blieb im Gesetzgebungsprozess unumstritten. Vielmehr sollte mit der Umformulierung die Legaldefinition der Vermögensverwalter weiter eingeschränkt werden. Insbesondere sollten Anwälte, Treuhänder und andere dem Geldwäschereigesetz unterstellte Intermediäre nur noch (sehr) reduziert erfasst werden (vgl. Votum Schmid Martin, für die Kommission, AB 2016 S 1177; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, BSK FIDLEG/FINIG, Art. 17 FINIG Rz. 4). Dieses Bestreben fand die Zustimmung beider Räte und wurde geltendes Gesetz.

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

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

3.6 Im Ergebnis zeichnet die Normauslegung von Art. 17 Abs. 1 FINIG ein klares Bild: Vermögensverwalter dürfen nicht gewerbsmässig im eigenen Namen für Rechnung der Kundinnen und Kunden über deren Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Bst. c Ziff. 1 bis 4 FIDLEG verfügen. Ein solches Geschäftsmodell ist nach Art. 17 ff. FINIG nicht bewilligungsfähig; allerdings würde sich vorliegend – entgegen der Ansicht der Vorinstanz –

vielmehr die Frage aufdrängen, ob allenfalls Art. 41 Bst. a FINIG einschlägig wäre. Jedenfalls kann hier aber offenbleiben, ob Art. 17 Abs. 1 FINIG bei der Vermögensverwaltung keinen Entscheidungsspielraum des Vermögensverwalters voraussetzt. Dispositivziffer 2 der Verfügung vom 14. April 2023 ist entsprechend Antragsziffer 1 der Eingabe vom 25. Mai 2023 aufzuheben.

3.7 Die Beschwerdeführerin beabsichtigt, aktiv nach Zielgesellschaften zu suchen und Investoren Anlageopportunitäten zu unterbreiten (siehe E. 2 hiervor). Dabei möchte sie als einseitig integrierter Intermediär auf einem mehrseitigen Plattformmarkt agieren und zugleich Dienstleister der Marktgegenseite sein: Gemäss Unterstellungsanfrage vom 11. März 2022, S. 5 (Beschwerdebeilage 1) erbringt die Beschwerdeführerin einerseits Corporate Finance-Beratung sowie Beratung betreffend Privatplatzierung von Beteiligung an kapitalsuchende Gesellschaften, d.h. die Zielgesellschaften. Andererseits hält sie in eigenem Namen und auf Rechnung der einfachen Gesellschaft Anteile an den Zielgesellschaften. Das Geschäftsmodell der Beschwerdeführerin kommt damit allenfalls in die Nähe einer Emissionstätigkeit auf Kommissionsbasis (vgl. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG). Man könnte sich dahingehend fragen, ob mit Blick auf die Öffentlichkeit des Angebots nicht eher die Zahl der Plattform-registrierten Investoren als der schlussendlichen Syndikatsteilnehmer massgeblich wäre (vgl. Verfügung vom 17. November 2022, S. 7). Weitere Erwägungen sind hierzu indes nicht angezeigt, und insbesondere sind der Beschwerdeführerin ohnehin keine bedingten Verhaltenspflichten aufzuerlegen. Denn sie beantragt eine negative Feststellung (siehe SV-Bst. E und E. 1.3 hiervor; Dispositionsmaxime; vgl. TSCHANNEN ET AL., Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Auflage 2022, Rz. 779; AUER/BINDER, in: Auer et al. [Hrsg.], VwVG – Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, Kommentar, 2. Auflage 2019, Art. 12 Rz. 9). Das hätte im Übrigen bereits die Vorinstanz berücksichtigen müssen, weshalb die Auferlegung bedingter Verhaltenspflichten in der (teilweisen Wiedererwägungs-)Verfügung vom 14. April 2023 ohnehin zu beanstanden wäre. Sowieso stellte die (teilweise Wiedererwägungs-)Verfügung mit Bezug auf die Unterstellungspflicht als Vermögensverwalter eine unzulässige Anpassung der ursprünglichen Verfügung zu Ungunsten der Beschwerdeführerin lite pendente durch die Vorinstanz dar (vgl. Urteil des BVGer A-1736/2016 vom 21. Juni 2016 E. 1.4.3; ANDREA PLEIDERER, PraKo VwVG, Art. 58 Rz. 39, je mit Hinw.). Diese verfahrenstechnischen Unzulänglichkeiten erweisen sich nach dem Gesagten aber nicht als (sach-)entscheiderheblich.

4.

4.1 Die Beschwerdeführerin beantragt überdies, dass ihr geplantes Geschäftsmodell gesamthaft als nicht unterstellungspflichtig im Sinne des FINIG zu qualifizieren sei (vgl. Antragsziffer 2 der Eingabe vom 25. Mai 2023). Sie führt zur Begründung (ergänzend zu ihren Einwänden gegen eine Unterstellung nach Art. 17 ff. FINIG) an, dass der Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 Bst. a FINIG vorliegend erfüllt sei. Die einzelnen Gesellschafter der einfachen Gesellschaft würden untereinander als wirtschaftlich verbundene Personen gelten (Beschwerde, Rz. 58 ff.; Eingabe vom 25. Mai 2023, Rz. 9 ff.).

4.2 Das FINIG unterstellt Finanzinstitute gemäss Art. 2 Abs. 1 einer differenzierten Bewilligungspflicht (Art. 5 f. FINIG), welche als Polizeierlaubnis ausgestaltet ist (Art. 7 Abs. 1 FINIG). Es implementiert eine einheitliche und sektorübergreifende Regelung der Anforderungen an Nichtbank-Finanzinstitute, die gewerblich Vermögenswerte von Drittpersonen anlegen und verwalten, d.h. das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben (vgl. Botschaft FIDLEG und FINIG, 8903, 8926 f.; MARKUS WINKLER, FINIG Komm, Art. 1 Rz. 2; DU PASQUIER/POSKRIAKOV, in: Bahar/Watter [Hrsg.], Basler Kommentar Finanzdienstleistungsgesetz/Finanzinstitutsgesetz, Basel 2023 [nachfolgend: BSK FIDLEG/FINIG], Art. 2 FINIG Rz. 1; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG/FINIG, Art. 2 FINIG Rz. 2). Das FINIG soll also grundsätzlich alle Personen, die fremdes Vermögen verwalten, erfassen sowie einer Bewilligungspflicht und einer prudenziellen Aufsicht unterstellen (vgl. Botschaft FIDLEG und FINIG, 9017). Ausgenommen sind lediglich Banken und andere in Art. 2 Abs. 2 FINIG genannte Rechtssubjekte. Unter den weiten Begriff des Verwaltens fällt jede denkbare Form der Betreuung von (fremden) Vermögenswerten, soweit es nicht bloss Hilfsdienstleistungen sind. Ein Vermögenswert gilt als fremd, wenn darüber vereinbarungsgemäss kein unbeschränktes Verfügungsrecht besteht (vgl. BEAT BRÄNDLI, FINIG Komm, Art. 2 Rz. 14, 19 f. und 24; DU PASQUIER/POSKRIAKOV, BSK FIDLEG/FINIG, Art. 2 Rz. 8 f., je mit Hinw.).

4.3 Vorliegend haben die fraglichen Vermögenswerte fremden Charakter, und eine reine Hilfsdienstleistung ist zu verneinen. Dies ist auch unstrittig. Die Beschwerdeführerin sieht sich selbst als Verwalterin von verfügungsbeschränkten Vermögenswerten, ruft sie doch den Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 Bst. a FINIG an. Ob sie diesen erfüllt, ist nachfolgend zu prüfen: Als wirtschaftlich verbunden im Sinne von Art. 2 Abs. 2 Bst. a FINIG gelten sodann Gesellschaften oder Einheiten eines Konzerns (vgl. Art. 963 Abs. 2 OR; Art. 21 Abs. 1 der Bankenverordnung vom

30. April 2014 [BankV, SR 952.02]), insoweit sie für andere Gesellschaften oder Einheiten desselben Konzerns Finanzdienstleistungen oder Dienstleistungen als Trustee erbringen (Art. 3 FINIV; vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 9018). Gemäss den Erläuterungen, S. 85 f. des EFD, auf welche die Beschwerdeführerin Bezug nimmt, gehören zum Konzern im hier verstandenen Sinn «bspw. aber auch mit dem Konzern verbundene Vorsorgeeinrichtungen, patronale Wohlfahrtfonds, Stiftungen und gemeinnützige Organisationen sowie deren Anlagevehikel». Ausschlaggebend ist jedenfalls, dass ein tatsächliches oder zumindest mögliches Beherrschungsverhältnis vorliegt (vgl. DU PASQUIER/POSKRIAKOV, BSK FIDLEG/FINIG, Art. 2 Rz. 29). Die Beschwerdeführerin vermag nicht darzulegen, dass dies bei ihr im Rahmen der beabsichtigten Syndikate gegeben wäre. Jegliche gesellschaftsrechtliche Verbindung, gerade auch in Form einer einfachen Gesellschaft, wie sie insinuiert (Eingabe vom 25. Mai 2023, Rz. 22), genügt nicht. Die Beschwerdeführerin verwaltet – wie bereits eingangs erwähnt – fremde Vermögenswerte (und erbringt nicht bloss Hilfsdienstleistungen). Andere Ausnahmetatbestände wurden nicht geltend gemacht und sind auch nicht ersichtlich. Das Begehren entsprechend Antragsziffer 2 der Eingabe vom 25. Mai 2023 ist folglich abzuweisen.

5.

Bei diesem Verfahrensausgang sind der Beschwerdeführerin reduzierte Verfahrenskosten aufzuerlegen (Art. 63 Abs. 1 VwVG). Der geleistete Kostenvorschuss von Fr. 5'000.– ist zur Bezahlung der Verfahrenskosten zu verwenden. Der Beschwerdeführerin ist ermessensweise eine reduzierte Parteientschädigung von Fr. 6'000.– zu Lasten der Vorinstanz zuzusprechen (Art. 64 Abs. 1 VwVG). Der Vorinstanz sind weder Verfahrenskosten aufzuerlegen (Art. 63 Abs. 2 VwVG) noch hat sie Anspruch auf eine Parteientschädigung (Art. 7 Abs. 3 des Reglements über die Kosten und Entschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht [VGKE, SR 173.320.2]).

Demnach erkennt das Bundesverwaltungsgericht:

1.

1.1 Das Beschwerdeverfahren wird in Bezug auf das Begehren

> «Die Ziff. II.4. und Ziff. II.5. der Verfügung der Vorinstanz vom 17. November 2022 [...] seien aufzuheben und es sei festzustellen, dass in Bezug auf die zu errichtenden Co-Investment Syndikate kein Unterstellungstatbestand i.S. des [KAG], insbesondere gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG, sowie [...] gemäss [...] Art. 24 Abs. 1 FINIG, vorliegt.»

als gegenstandslos geworden abgeschrieben.

1.2 Weitergehend wird die Beschwerde teilweise gutgeheissen und Dispositivziffer 2 der Verfügung vom 14. April 2023 aufgehoben.

Im Übrigen wird die Beschwerde abgewiesen.

2.
Die reduzierten Verfahrenskosten von Fr. 1’500.– werden der Beschwerdeführerin auferlegt und nach Eintritt der Rechtskraft dieses Urteils mit dem geleisteten Kostenvorschuss von Fr. 5’000.– verrechnet.

3.
Der Beschwerdeführerin wird zu Lasten der Vorinstanz eine reduzierte Parteientschädigung von Fr. 6’000.– zugesprochen.

(Fortsetzung auf der folgenden Seite)

4.
Dieses Urteil geht an die Beschwerdeführerin und die Vorinstanz.

Der vorsitzende Richter: Der Gerichtsschreiber:

Christoph Errass David Roth

Rechtsmittelbelehrung:

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

Versand: 1. April 2025

Zustellung erfolgt an:

– die Beschwerdeführerin
  (Gerichtsurkunde; Beilage: Rückerstattungsformular)
– die Vorinstanz (Ref-Nr. [...]; Gerichtsurkunde)