Urteilskopf

136 II 43

5. Auszug aus dem Urteil der II. öffentlich-rechtlichen Abteilung i.S. Steinhalden AG und Realcapital Invest AG gegen Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten) 2C_276/2009 vom 22. September 2009

Regeste (de):
Art. 1 Abs. 2 und Art. 23ter Abs. 1 BankG (Fassung vor dem 1. Januar 2009); Art. 3a Abs. 3 lit. a BankV; Art. 10 Abs. 1 und Art. 2 lit. d BEHG; Art. 3 Abs. 2 BEHV; Art. 31 und 37 Abs. 3 FINMAG; Verhältnismässigkeit der aufsichtsrechtlichen Liquidation zweier Firmen, die im Rahmen einer Gruppe finanzmarktrechtlich bewilligungspflichtigen Aktivitäten nachgegangen sind.

Bestätigung der Rechtsprechung bezüglich der Aufsichtsbefugnisse der FINMA gegen Finanzintermediäre, die in Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen als Gruppe arbeitsteilig tätig sind (E. 3 und 4.3). Begriff des Emissionshauses (E. 4.1) und der unerlaubten gewerbsmässigen Entgegennahme von Publikumseinlagen (E. 4.2). Eigenkapitalbezogene Selbstemissionen fallen nicht in den Aufsichtsbereich der EBK bzw. der FINMA, auch wenn ein beigezogener Intermediär anderweitig illegal als Emissionshaus auftritt (E. 4-6). Verhältnismässigkeit der aufsichtsrechtlichen Liquidation einer Holdinggesellschaft, die Beziehungen zu einer bewilligungslos als Emissionshaus tätigen Gruppe unterhält und deren Tochtergesellschaften im Immobilienbereich einer eigenständigen Geschäftstätigkeit nachgehen (E. 7).

Regeste (fr):
Art. 1 al. 2 et art. 23ter al. 1 LB (version antérieure au 1er janvier 2009); art. 3a al. 3 let. a OB; art. 10 al. 1 et art. 2 let. d LBVM; art. 3 al. 2 OBVM; art. 31 et 37 al. 3 LFINMA; proportionnalité de la liquidation, ordonnée à titre de mesure de surveillance, de deux entreprises qui ont exercé dans le cadre d'un groupe des activités soumises à autorisation au regard de la législation sur les marchés financiers.

Confirmation de la jurisprudence relative au devoir de surveillance de la FINMA à l'encontre des intermédiaires financiers qui, en violation des règles juridiques régissant leur surveillance, exercent leurs activités en tant que groupe (consid. 3 et 4.3). Notion de maison d'émission (consid. 4.1) et d'acceptation à titre professionnel de dépôts du public non autorisés (consid. 4.2). Les auto-émissions de capital propre ne sont pas soumises à la surveillance de la Commission fédérale des banques, respectivement de

la FINMA, même si un intermédiaire financier qui y a participé agit ailleurs illégalement comme maison d'émission (consid. 4-6). Proportionnalité de la liquidation, ordonnée à titre de mesure de surveillance, d'une société en holding qui entretient des rapports avec un groupe actif en tant que maison d'émission sans autorisation et dont les filiales ont une activité commerciale propre dans le domaine immobilier (consid. 7).

Regesto (it):
Art. 1 cpv. 2 e art. 23ter cpv. 1 LBCR (versione in vigore prima del 1°gennaio 2009); art. 3a cpv. 3 lett. a OBCR; art. 10 cpv. 1 e art. 2 lett. d LBVM; art. 3 cpv. 2 OBVM; art. 31 e 37 cpv. 3 LFINMA; proporzionalità della liquidazione, ordinata a titolo di provvedimento di vigilanza, di due ditte, le quali all'interno di un gruppo hanno svolto delle attività sottoposte ad autorizzazione ai sensi dalla legislazione sui mercati finanziari.

Conferma della giurisprudenza concernente il dovere di vigilanza della FINMA nei confronti degli intermediari finanziari che, in violazione delle disposizioni legali in materia di vigilanza, esercitano le loro attività quale gruppo (consid. 3 e 4.3). Nozioni di ditta d'emissione (consid. 4.1) e di accettazione non autorizzata di depositi del pubblico a titolo professionale (consid. 4.2). Le auto emissioni di capitale proprio non sono sottoposte alla vigilanza della Commissione federale delle banche, rispettivamente della FINMA, anche se un

intermediario finanziario a cui si è fatto ricorso esercita altrove illegalmente come ditta d'emissione (consid. 4-6). Proporzionalità della liquidazione, ordinata a titolo di provvedimento di vigilanza, di una società holding che intrattiene dei rapporti con un gruppo attivo quale ditta d'emissione senza autorizzazione e le cui filiali hanno un'attività propria nel campo immobiliare (consid. 7).

Sachverhalt ab Seite 44

A. Ab Juli 2007 ermittelte die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) wegen allfälliger Verletzungen finanzmarktrechtlicher Bestimmungen gegen die Steinhalden AG (SAG), die AFT Allgemeine Finanztreuhand AG (AFT), die IIC Interfinance Investment Co. Ltd., Panama (IIC), die UTG Communications International Inc., Delaware (UTG), sowie gegen die Realcapital Invest AG (RCIAG bzw. RIAG). Am 1. November 2007 stellte sie fest, dass diese Gesellschaften in Verletzung des Bundesgesetzes vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (BankG; SR 952.0) bzw. des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG; SR 954.1) gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegengenommen hätten bzw. einer bewilligungspflichtigen Effektenhandelstätigkeit nachgegangen seien. Sie eröffnete über die AFT Allgemeine Finanztreuhand AG den bankenrechtlichen Konkurs; die weiteren Firmen versetzte sie in Liquidation. A. und B. wurde verboten, unter jeglicher Bezeichnung selbst oder über Dritte Publikumseinlagen gewerbsmässig entgegenzunehmen, bewilligungspflichtige Bank- oder Effektenhandelstätigkeiten auszuüben oder hierfür in Inseraten, Prospekten, Rundschreiben, elektronischen oder anderen Medien zu werben.

B. Am 20. März 2009 hiess das Bundesverwaltungsgericht die von der Steinhalden AG, der AFT Allgemeine Finanztreuhand AG (in Liquidation) und der Realcapital Invest AG hiergegen eingereichte Beschwerde teilweise gut. Es hob die Ziffer 1 der Verfügung der EBK insoweit auf, als darin festgestellt wurde, "die Beschwerdeführerinnen hätten auch gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegengenommen, sich öffentlich dazu empfohlen und seien unbewilligt einer Banktätigkeit nachgegangen, womit sie gegen das Bankengesetz verstossen hätten"; im Übrigen wies es die Beschwerde ab, soweit es darauf eintrat. Das Bundesverwaltungsgericht liess die Frage offen, ob die Aktivitäten der Steinhalden AG und der Realcapital Invest AG finanzmarktrechtlich relevant wären, würden sie für sich allein betrachtet. Da sie im Gruppenverband mit den anderen Gesellschaften gehandelt hätten, träfen sie die aufsichtsrechtlichen Konsequenzen, "selbst wenn [...]- isoliert betrachtet - nicht alle Tatbestandselemente erfüllt" seien oder "sie selbst überhaupt keine finanzmarktrechtlich relevanten Tätigkeiten" ausgeübt hätten. Die von der EBK angenommene Verletzung des Bankengesetzes sei indessen nicht erstellt, da "ein und dieselbe Geldtransaktion [...]nicht gleichzeitig eine Zahlung für die Zeichnung von Aktien und eine Publikumseinlage sein" könne.

C. Die Steinhalden AG und die Realcapital Invest AG sind hiergegen an das Bundesgericht gelangt. Sie machen geltend, sie seien Immobilien(holding)gesellschaften, die eigenständigen gewerblichen Geschäftstätigkeiten nachgingen. Die von der EBK beanstandeten Geschäfte seien als Verkäufe aus Eigenbeständen (Steinhalden AG) bzw. Zeichnungsangebote (Realcapital Invest AG) im Rahmen einer Kapitalerhöhung nicht bewilligungspflichtig gewesen. Sie hätten mit den anderen erfassten Gesellschaften lediglich ordentliche Geschäftsbeziehungen unterhalten und könnten nicht bereits deswegen in deren Aktivitäten einbezogen werden. Im Übrigen fehle für ihre (Mit-)Erfassung im Rahmen der Gruppe die für den damit verbundenen Eingriff in die Wirt-

schaftsfreiheit erforderliche gesetzliche Grundlage. Das Bundesgericht heisst die Beschwerde gut, soweit sie die aufsichtsrechtliche Liquidation der Realcapital Invest AG betrifft. Es hebt das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 20. März 2009 in diesem Punkt auf und weist die Sache zu neuem Entscheid im Sinne der Erwägungen an die FINMA zurück. (Zusammenfassung)

Erwägungen

BGE 136 II 43 S. 46

Aus den Erwägungen:

3.

3.1 Die Eidgenössische Bankenkommission (bzw. heute die FINMA) ist befugt, zur Beseitigung von Missständen und zur Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands alle "notwendigen Verfügungen" zu treffen (vgl. Art. 23ter Abs. 1 BankG [Fassung vor dem 1. Januar 2009], Art. 31 des Bundesgesetzes vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMAG; SR 956.1]). Da sie allgemein über die Einhaltung der "gesetzlichen Vorschriften" zu wachen bzw. für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands zu sorgen hat, ist ihre Aufsicht nicht auf die dem Gesetz unterstellten Betriebe beschränkt. Zu ihrem Aufgabenbereich gehören auch die Abklärung der finanzmarktrechtlichen Bewilligungspflicht und die Ermittlung von Finanzintermediären, die in Verletzung der gesetzlichen Bestimmungen bewilligungslos tätig sind (BGE 132 II 382 E. 4.1 mit Hinweisen). Sie ist deshalb berechtigt, die im Gesetz vorgesehenen Mittel auch gegenüber Instituten (oder Personen) einzusetzen, deren Unterstellungs- bzw. Bewilligungspflicht (noch) umstritten ist.

3.2 Geht eine Gesellschaft unbewilligt einer den Banken oder den bewilligten Effektenhändlern vorbehaltenen Tätigkeit nach, kann die EBK bzw. die FINMA sie im Rahmen der allgemeinen Verfassungs- und Verwaltungsgrundsätze (Willkürverbot, Rechtsgleichheits- und Verhältnismässigkeitsgebot, Treu und Glauben usw.) aufsichtsrechtlich liquidieren (BGE 131 II 306 E. 3.1.2; vgl. Art. 37 Abs. 3 FINMAG). Ihr Vorgehen soll dabei den Hauptzwecken der finanzmarktrechtlichen Gesetzgebung, dem Schutz der Gläubiger bzw. Anleger einerseits und der Lauterkeit des Kapitalmarkts andererseits, Rechnung tragen (BGE 135 II 356 E. 3.1). Erweist sich das betroffene Unternehmen als überschuldet oder dauernd zahlungsunfähig, ist über den unbewilligt auftretenden Finanzintermediär analog den Art. 33 ff. BankG (in der Fassung vom 3. Oktober 2003 [AS 2004 2767]) der Bankenkonkurs zu eröffnen und durchzuführen. Dabei braucht die Sanierungsfähigkeit (Art. 28 ff. BankG [in der Fassung vom 3. Oktober 2003]) in der Regel nicht mehr gesondert geprüft zu werden. Mit der nachträglichen Verweigerung der Erteilung der erforderlichen Bewilligung und der Anordnung der Liquidation ist eine Fortführung als unterstellter Betrieb ausgeschlossen (BGE 132 II 382 E. 4.2 S. 388; BGE 131 II 306 E. 4.1.3 S. 321).

BGE 136 II 43 S. 47

3.3 Die finanzmarktrechtlichen Massnahmen müssen indessen - wie jedes staatliche Handeln - verhältnismässig sein (vgl. zur Einsetzung eines Beobachters: BGE 126 II 111 E. 5b/bb). Sie sollen mit anderen Worten nicht über das hinausgehen, was zur Wiederherstellung des gesetzmässigen Zustands erforderlich ist: Geht die Gesellschaft sowohl einer bewilligungspflichtigen als auch einer finanzmarktrechtlich unbedenklichen Aktivität

nach, ist nur der bewilligungspflichtige Teil zu liquidieren, falls dies technisch möglich und die erlaubte Geschäftstätigkeit von eigenständiger Bedeutung ist. Es dürfen keine buchhalterisch nicht abgrenzbare finanzielle Mittel, die in Verletzung finanzmarktrechtlicher Bestimmungen generiert wurden, in die nicht bewilligungspflichtige Tätigkeit geflossen sein; zudem muss - etwa aufgrund eines Wechsels in der Geschäftsleitung oder dem Verwaltungsrat - davon ausgegangen werden können, dass künftig kein relevantes Risiko mehr besteht, dass wiederum gesetzeswidrig bewilligungspflichtige Aktivitäten entfaltet werden könnten (vgl. BGE 131 II 306 E. 3.3 S. 317; Urteil 2C_74/2009 vom 22. Juni 2009 E. 3.2.3).

4.

4.1 Effektenhändler gelten als Emissionshaus, wenn sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind und gewerbsmässig Effekten, welche von Drittpersonen ausgegeben wurden, fest oder in Kommission übernehmen und öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten (Art. 3 Abs. 2 der Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel [BEHV; SR 954.11]). Die Tätigkeit ist bewilligungspflichtig (Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 lit. d BEHG; vgl. auch Rundschreiben der EBK [EBK-RS]1998/2: Effektenhändler, in: THÉVENOZ/ZULAUF, BF 2007, N. 24 ff. zu 31A-21, sowie das Rundschreiben der FINMA 2008/5: Erläuterungen zum Begriff Effektenhändler, N. 24 ff., in: dieselben, BF 2009, B-08.05; URS P. ROTH, in: Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, 2000, N. 35 ff. zu Art. 2 lit. d BEHG). Als Primärmarkt wird der Markt bezeichnet, in dem Kapitalmarktpapiere (Aktien, Obligationen usw.) erstmals begeben (emittiert) werden; auf dem Sekundärmarkt werden die emittierten Kapitalmarktpapiere börslich oder ausserbörslich gehandelt (EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl. 2004, N. 1816). Effektenhändler gehen nur dann einer bewilligungspflichtigen Aktivität als Emissionshaus nach, wenn sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind (Art. 2 Abs. 1 BEHV); ihre geschäftlichen Aktivitäten im Finanzbereich müssen gegenüber allfälligen anderen Zwecken (industrieller oder gewerblicher Natur) aufgrund der

Würdigung aller Umstände deutlich überwiegen (EBK-RS 1998/2 N. 7 ff.; PHILIPPE A. HUBER, in: Basler Kommentar, Börsengesetz, 2007, N. 27 zu Art. 2 lit. d BEHG). Gewerbsmässig handelt, wer das Effektenhandelsgeschäft wirtschaftlich selbständig und unabhängig betreibt. Seine Aktivität muss darauf ausgerichtet sein, regelmässige Erträge aus diesem zu erzielen (EBK-RS 1998/2 N. 11 f.). Das Angebot ist öffentlich, wenn es sich an unbestimmt viele Personen richtet (d.h. insbesondere durch Inserate, Prospekte, Rundschreiben oder elektronische Medien verbreitet wird), nicht indessen, wenn damit ausschliesslich in- und ausländische Effektenhändler oder andere staatlich beaufsichtigte Unternehmen, Aktionäre oder Gesellschafter mit einer massgebenden Beteiligung am Schuldner und mit ihnen wirtschaftlich oder familiär verbundene Personen sowie institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie angesprochen werden (EBK-RS 1998/2 N. 14 f.). Keine Tätigkeit als Emissionshaus übt aus, wer Effekten ohne öffentliches Angebot bei weniger als 20 Kunden platziert (EBK-RS 1998/2 N. 28). Nicht unter die börsenrechtliche Bewilligungspflicht fällt - anders als der "Underwriter", d.h. das Mitglied eines Syndikats, das sich verpflichtet, Titel, die nicht platziert werden können, selber zu übernehmen (PHILIPPE A. HUBER, a.a.O., N. 41 zu Art. 2 lit. d BEHG) - der Emittent: Die Emission eigener Beteiligungspapiere unterliegt nicht dem Börsengesetz; ebenso wenig die bloss technische Festübernahme, die es einer Aktiengesellschaft erlaubt, eine Kapitalerhöhung (Kapitalerhöhungsbeschluss und Feststellung der Liberierung) in einem Schritt durchzuführen: Die emittierten Aktien sind den Aktionären nach den Vorschriften des Aktienrechts anzubieten; dabei stehen regelmässig keine BEHG-relevanten Anlegerschutz- und Funktionsinteressen auf dem Spiel (URS P. ROTH, a.a.O., N. 37 zu Art. 2 lit. d BEHG).

4.2 Natürlichen und juristischen Personen, die nicht dem Bankengesetz unterstehen, ist es untersagt, gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegenzunehmen. Der Bundesrat kann Ausnahmen vorsehen, sofern der Schutz

der Einleger gewährleistet ist (Art. 1 Abs. 2 BankG [in der Fassung vom 18. März 1994]). Die Entgegennahme von Publikumseinlagen, das bankenmässige Passivgeschäft, besteht darin, dass ein Unternehmen gewerbsmässig Verpflichtungen gegenüber Dritten eingeht, d.h. selber zum Rückzahlungsschuldner der entsprechenden Leistung wird (BGE 132 II 382 E. 6.3.1 S. 391 mit Hinweisen; vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., N. 1227 ff.). Dabei gelten grundsätzlich alle Verbindlichkeiten als Einlagen (vgl. EBK-RS 1996/4:

Gewerbsmässige Entgegennahme von Publikumseinlagen durch Nichtbanken imSinne des Bankengesetzes, in: THÉVENOZ/ZULAUF, BF 2007, N. 10 zu 31A-15). Ausgenommen davon sind unter gewissen, eng umschriebenen Voraussetzungen fremde Mittel ohne Darlehens- oder Hinterlegungscharakter (Art. 3a Abs. 3 lit. a [in der Fassung vom 12. Dezember 1994]der Verordnung vom 17. Mai 1972 über die Banken und Sparkassen, BankV; SR 952.02), Anleihensobligationen (Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV), Abwicklungskonti (Art. 3a Abs. 3 lit. c BankV),Gelder für Lebensversicherungen und die berufliche Vorsorge (Art. 3a Abs. 3 lit. d BankV) sowie Zahlungsmittel und Zahlungssysteme (N. 18bis EBK-RS 1996/4; vgl. zum Ganzen: BGE 131 II 306 E. 3.2.1). Keine Publikums einlagen bilden Einlagen von Banken oder anderen staatlich beaufsichtigten Unternehmen (Art. 3a Abs. 4 lit. a BankV), Aktionären oder Gesellschaftern mit einer qualifizierten Beteiligung am Schuldner (Art. 3a Abs. 4 lit. b BankV; vgl. hierzu KLEINER/SCHWOB, in: Kommentar zum Bundesgesetz über die Bankenund Sparkassen, 2004, N. 38 zu Art. 1 BankG [Ausgabe April 2004]), von institutionellen Anlegern mit professioneller Tresorerie (Art. 3aAbs. 4 lit. c BankV), von Einlegern bei Vereinen, Stiftungen und Genossenschaften, sofern diese "in keiner Weise im Finanzbereich tätigsind" (Art. 3a Abs. 4 lit. d BankV), sowie von Arbeitnehmern bei ihrem Arbeitgeber (Art. 3a Abs. 4 lit. e BankV). Gewerbsmässig im Sinne des Bankengesetzes handelt, wer dauernd mehr als 20 Publikumseinlagen hält (Art. 3a Abs. 2 BankV) oder in Inseraten, Prospekten, Rundschreiben oder elektronischen Medien für die gewerbsmässige Entgegennahme von Geldern wirbt (vgl. Art. 3 Abs. 1 BankV; BGE 132 II 382 E. 6.3.1 S. 391; BGE 131 II 306 E. 3.2.1).

4.3

4.3.1 Wie das Bundesgericht in zwei jüngeren Entscheiden bestätigt hat, kann eine bewilligungspflichtige Aktivität als Effektenhändler bzw. eine bankengesetzlich unzulässige Entgegennahme von Publikumsgeldern auch bei einem arbeitsteiligen Vorgehen im Rahmen einer Gruppe vorliegen: Die Bewilligungspflicht und die finanzmarktrechtliche Aufsicht sollen nicht dadurch umgangen werden können, dass jedes einzelne Unternehmen bzw. die dahinter stehenden Personen für sich allein nicht alle Voraussetzungen für die Bewilligungspflicht erfüllen - etwa je weniger als 20 Einlagen halten -, im Resultat gemeinsam aber dennoch eine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausüben. Der Schutz des Marktes und der Anleger (vgl. Art. 5 FINMAG) rechtfertigt trotz formaljuristischer Trennung der

Strukturen finanzmarktrechtlich eine einheitliche (wirtschaftliche) Betrachtungsweise, falls zwischen den einzelnen Personen und/oder Gesellschaften enge wirtschaftliche (finanzielle/geschäftliche), organisatorische oder personelle Verflechtungen bestehen und vernünftigerweise einzig eine Gesamtbetrachtung den faktischen Gegebenheiten und der Zielsetzung der Finanzmarktaufsicht gerecht wird. Ein gruppenweises Handeln kann insbesondere dann vorliegen, wenn die Beteiligten gegen aussen als Einheit auftreten bzw. aufgrund der Um-

stände (Verwischen der rechtlichen und buchhalterischen Grenzen zwischen den Beteiligten; faktisch gleicher Geschäftssitz; wirtschaftlich unbegründete, verschachtelte Beteiligungsverhältnisse; zwischengeschaltete Treuhandstrukturen) davon auszugehen ist, dass koordiniert - ausdrücklich oder stillschweigend arbeitsteilig und zielgerichtet - eine gemeinsame Aktivität im aufsichtsrechtlichen Sinn ausgeübt wird (vgl. BGE 135 II 356 E. 3.2 mit Hinweisen auf die bisherige Rechtsprechung, bestätigt im Urteil 2C_74/2009 vom 22. Juni 2009 E. 2.2.2 und E. 3).

4.3.2 Was die Beschwerdeführerinnen gestützt auf ein privates Rechtsgutachten vom 27. April 2009 (Prof. R.) hiergegen einwenden, überzeugt nicht: Richtig ist, dass weder das Banken- noch das Börsengesetz ausdrücklich eine Regelung bezüglich der Liquidation von im Rahmen einer Gruppe tätigen Finanzintermediären enthält und die Auflösung einer juristischen Person einen schweren Eingriff in die Wirtschaftsfreiheit (vgl. Art. 27, Art 94 sowie Art. 95 Abs. 1 BV) und allenfalls in die Eigentumsgarantie (Art. 26 BV) bedeutet. Nach Art. 23ter Abs. 1 BankG bzw. Art. 35 Abs. 3 BEHG (AS 1997 78) trifft die Finanzmarktaufsichtsbehörde indessen die zur Beseitigung der von ihr festgestellten Missstände nötigen Verfügungen. Diese gesetzliche Grundlage deckt im Interesse der Anleger und des Finanzplatzes auch Anordnungen gegen Finanzintermediäre ab, die in Verletzung bzw. in Umgehung finanzmarktrechtlicher Bestimmungen bewilligungslos tätig sind, und erlaubt, ihnen gegenüber die für die überwachten Händler im Gesetz geregelten Sanktionen und Verwaltungsmassnahmen analog anzuwenden. Die erforderlichen Einschränkungen ergeben sich aus den jeweils zu berücksichtigenden verfassungs- und verwaltungsrechtlichen Grundsätzen, wie sie das Bundesgericht konkretisiert hat. Bei sämtlichen Massnahmen (Einsetzung eines Untersuchungsbeauftragten, Liquidation, Bankenkonkurs usw.) kommt dabei - wegen der Offenheit der Gesetzesgrundlage - dem Verhältnismässigkeitsprinzip eine besondere Bedeutung

zu. Die Eingriffsvoraussetzungen von Art. 36 BV sind somit grundsätzlich erfüllt, ohne dass - wie dies die Beschwerdeführerinnen tun - auf den abweichenden Gruppenbegriff im Zusammenhang mit den börsenrechtlichen Meldepflichten (Art. 20 BEHG) oder der bankenrechtlichen Gruppenaufsicht (vgl. Art. 3c bzw. Art. 4ter BankG) zurückgegriffen werden müsste, zumal diese anderen Zwecken dienen als die gruppenmässige Erfassung von bewilligungslos tätigen Intermediären.

4.3.3 Der Gesetzgeber hat in Kenntnis der bundesgerichtlichen Praxis in Art. 31 FINMAG hieran festgehalten, nachdem bereits der Bundesrat in seiner Botschaft darauf hingewiesen hatte, dass die Neuformulierung den bisherigen Regelungen in den Finanzmarktgesetzen entspreche und die Pflicht der FINMA statuiere, bei Missständen für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands zu sorgen, wobei sie den "Grundsatz der Verhältnismässigkeit" zu beachten habe (BBl 2006 2829 ff., 2880 ff. Ziff. 2.3.2 [S. 2881]). Die FINMA entzieht nach Art. 37 FINMAG dem Beaufsichtigten die Bewilligung, wenn er die Voraussetzungen für die Tätigkeit nicht mehr erfüllt oder aufsichtsrechtliche Bestimmungen schwer verletzt, wobei sich die Folgen nach dem jeweiligen Finanzmarktgesetz richten. Diese gelten "analog, wenn eine Beaufsichtigte oder ein Beaufsichtigter tätig ist, ohne über eine Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung zu verfügen" (Art. 37 Abs. 3 FINMAG; vgl. ZULAUF/WYSS/ROTH, Finanzmarktenforcement, 2008, S. 248 ff.). Die Regelung gebe - so der Bundesrat - die bisher vom Bundesgericht geschützte Praxis der EBK zur Liquidation illegaler Banken und Effektenhändlerinnen und -händler wieder, die fortgesetzt werden solle (BBl 2006 2829 ff., 2885 Ziff. 2.3.2 a.E.). Das Erfassen von bewilligungslos tätigen Intermediären im Rahmen einer Gruppe aufgrund einer wirtschaftlichen (statt rein formellen) Betrachtungsweise mit den entsprechenden aufsichtsrechtlichen Konsequenzen richtet sich gegen den Rechtsmissbrauch (vgl. BGE 133 II 6 E. 3.2) und soll verhindern, dass Akteure, die in Umgehung der finanzmarktrechtlichen Auflagen handeln, besser gestellt werden, als wer sich gesetzeskonform der Aufsicht der staatlichen Behörden unterwirft.

5. Das Bundesverwaltungsgericht hat das Verhalten der AFT Allgemeine Finanztreuhand AG (in Liquidation) - wie bereits die Bankenkommission - als öffentliches gewerbsmässiges Anbieten von Effekten bzw. Aktien eingestuft. Die Vorgehensweise sei immer dieselbe gewesen: Die Mitarbeiter bzw. die Organe der AFT hätten telefonisch

und anschliessend persönlich potentielle Investoren kontaktiert und überzeugt, nicht börsenkotierte Aktien unter anderem der Hematec Holding AG, der NicStic AG, der Libidfit AG sowie der Realcapital Invest AG zu erwerben. Den Investoren sei in Aussicht gestellt worden, die Aktien jeweils in wenigen Monaten zu einem Mehrfachen ihres Kaufpreises weiterveräussern zu können; teilweise wurde ihnen auch zugesichert, dass die AFT diese gegebenenfalls zurückkaufen bzw. weiterverkaufen könnte. Der in Aussicht gestellte Börsengang habe in der Folge nie stattgefunden; die angebotenen Aktien hätten sich vielmehr als Non-Valeur erwiesen; ein reeller Marktpreis habe nicht bestanden. Die Aktien seien unter den involvierten Gesellschaften nicht direkt bezahlt, sondern der Kaufpreis mit vorbestehenden Forderungen von fraglicher Werthaltigkeit verrechnet oder mittels verrechnungsmässiger Tatbestände im Rahmen von Kontokorrentverhältnissen beglichen worden, sodass kein direkter Mittelfluss zur Bezahlung der Papiere aktenmässig nachweisbar sei; teilweise seien die Aktien in diesem Rahmen aufgrund von unzulässigen Pfandverfallsabreden dem Publikum angeboten worden. Der AFT seien aus dieser Geschäftstätigkeit von diversen Privatpersonen Gelder im Umfang von mehreren Millionen Franken zugeflossen. Dieser Entscheid des Bundesverwaltungsgerichts ist der AFT gegenüber in Rechtskraft erwachsen und hier nicht mehr zu prüfen. Ein ähnlicher Handel mit Titeln der Hematec Holding AG, der NicStic AG, der Libidfit AG lag im Übrigen dem Urteil BGE 135 II 356 zugrunde. Fraglich ist vorliegend indessen, ob und wieweit die Steinhalden AG bzw. die Realcapital Invest AG ihrerseits - allein oder als Gruppe verbunden mit der AFT und den weiteren involvierten Gesellschaften um diese bzw. um A. und B. herum - einer bewilligungspflichtigen Tätigkeit nachgegangen sind.

6.

6.1 Die Steinhalden AG ist am 12. August 1986 als Socimex Immobilien AG gegründet worden; ihr Name wurde am 11. September 1992 in den heutigen abgeändert. Einziges Mitglied des Verwaltungsrats ist A.; ihm und seiner Frau gehören die 2'000 Namenaktien zu Fr. 100.-. Die Steinhalden AG hält und betreibt ein Geschäftshaus von 5'000 m2, das zum Zeitpunkt der Eröffnung der aufsichtsrechtlichen Untersuchung an die Media Markt (Schweiz) AG, einen Limousinenservice und die AFT Allgemeine Treuhand AG vermietet war. Hieraus wurden teilweise - so der für das Bundesgericht im vorliegenden Verfahren verbindlich festgestellte Sachverhalt (vgl. Art. 105 BGG) -

Erträge erwirtschaftet, die den Aufwand für die Hypothekarzinsen "weit" überstiegen. Unter diesen Umständen ist davon auszugehen, dass die Steinhalden AG tatsächlich einer eigenen gewerblichen Geschäftstätigkeit nachgeht, wobei die Verwaltungsaufgaben von den Aktionären A. und seiner Frau wahrgenommen werden.

6.2 Auf dem Konto der Steinhalden AG sind zwischen dem 15. April und dem 18. Juni 2004 Einzahlungen

über mindestens 1,25 Mio. Fr. eingegangen, welche laut Zahlungsvermerk den Kauf oder die Zeichnung von Libidfit-Aktien betrafen. Die Steinhalden AG begründete dieses Geschäft damit, dass sie 800'000 Libidfit-Aktien an die ICC verkauft habe, welche ihr den Kaufpreis ratenweise überwies, bzw. dass sie diese mandatiert habe, die Aktien aus ihrem Eigenbestand zu verkaufen. Der bei den Akten liegende Vertrag sieht vor, dass die ICC die entsprechenden Aktien nicht öffentlich und nur an wenige, qualifizierte Käufer veräussern dürfe, woran diese sich in der Folge nicht gehalten hat. Mit der Vorinstanz ist davon auszugehen, dass aufgrund der vorliegend zu berücksichtigenden Unterlagen nicht als belegt gelten kann, dass die Steinhalden AG selber Libidfit-Wertpapiere auf dem Primärmarkt im Rahmen einer hauptsächlichen Geschäftstätigkeit im Finanzbereich angeboten hat und somit selber illegal als Emissionshaus tätig geworden ist.

6.3

6.3.1 Das Bundesverwaltungsgericht durfte indessen die Steinhalden AG in die Aktivitäten der Gruppe um die AFT miteinbeziehen und in diesem Rahmen gegen sie aufsichtsrechtlich vorgehen: A. war sowohl bei der AFT als auch bei der Steinhalden AG, der Realcapital Invest AG sowie der IIC und UTG zeichnungsberechtigt. B. war seinerseits sowohl Geschäftsführer der AFT wie der IIC. Nach Aussagen von A. sollen die Aktien der AFT vollumfänglich diesem gehören; B. seinerseits erklärte indessen, sie gehörten ihm und A. gemeinsam. Das umstrittene Konzept eines mit Aktien und Zertifikaten von Start-Up-Firmen handelnden Finanzintermediärs wurde über die von ihnen beherrschten Firmen realisiert, wobei diese durch die Verschiebungen der Aktien jeweils dazu dienten, trotz fragwürdiger Werthaltigkeit einzelner Papiere entsprechende Kurse stellen zu können. Die Steinhalden AG wurde von den gleichen Büroräumlichkeiten aus betrieben wie die Allgemeine Finanztreuhand AG und die UTG bzw. die IIC, wobei die gleichen Telefon- und Faxnummern verwendet wurden. Es konnten dort auch deren Geschäftsunterlagen sichergestellt werden. Die Steinhalden AG war Mitbegründerin der

Allgemeinen Finanztreuhand AG; zwischen ihnen kam es zu wechselseitigen Zahlungen, für die keine nachvollziehbaren wirtschaftlichen Begründungen ersichtlich sind.

6.3.2 Der Schluss des Bundesverwaltungsgerichts bzw. des Untersuchungsbeauftragten, dass der Empfängerin offenbar jeweils kurzfristig Liquiditäten zur Verfügung gestellt werden sollten, um dem drohenden Konkurs zu entgehen bzw. um die Empfängergesellschaften "aufzublähen", um mehr Fremdgelder "anzulocken", ist aufgrund der Umstände und des Verhaltens der Betroffenen beweiswürdigungsrechtlich vertretbar: Die Organe der AFT und der Steinhalden AG versuchten wiederholt, die Ermittlungen zu erschweren bzw. den Zugang zu den verschiedenen Unterlagen ihrer Geschäftstätigkeit zu vereiteln (Verschweigen von Verschlüsselungskoden, Konten, Archivräumlichkeiten sowie widersprüchliche Angaben), was die Vorinstanzen bei ihrer Einschätzung mitberücksichtigen durften. Der Beitrag der Steinhalden AG floss in einer Art in das über A. und B. koordinierte Gruppenverhalten ein, welche sie - trotz bloss einmaligen Verkaufs von 800'000 Libidfit-Aktien - als Teil des (Gesamt-) Systems erscheinen lässt. Die Geschäfte der Steinhalden AG mit den anderen Gruppenmitgliedern bildeten Teil der Pläne und Aktivitäten, über eine verschachtelte Struktur von unter sich wirtschaftlich verbundenen Gesellschaften Drittanlegern öffentlich auf dem Primärmarkt Effekten von zweifelhafter, teilweise vorgespiegelter Werthaltigkeit, anzubieten (vgl. BGE 135 II 356 E. 4.3).

6.3.3 Die Aktivitäten der Steinhalden AG gingen über die Verwaltung einer einzelnen Immobilie hinaus; dabei handelte es sich um eine untergeordnete Tätigkeit, welche weder ihrem Einbezug in die bewilligungspflichtige Gruppe noch ihrer aufsichtsrechtlichen Liquidation entgegenstand (vgl. BGE 131 II 306 E. 3.3 S. 317). Der Einwand der Steinhalden AG, sie selber sei bei den Geschäften der anderen Gruppenmitglieder nicht gegen aussen

aufgetreten und von den Anlegern deshalb - worauf es beim Gruppenbegriff ankomme (Urteile 2A.442/1999 vom 21. Februar 2000 E. 3b/dd und 2A.332/2006 vom 6. März 2007 E. 5.2.4) - auch nicht als Teil von deren Handeln wahrgenommen worden, überzeugt nicht: Ein aufsichtsrechtlich begründetes Schutzbedürfnis von Anlegern und Finanzplatz besteht nicht nur gegenüber nach aussen illegal in einem bewilligungspflichtigen Bereich auftretenden Finanzintermediären, sondern auch gegen Mitbeteiligte, die trotz ihrer Aktivität im Hintergrund als Teil des Systems gelten müssen, weil koordiniert und arbeitsteilig vorgegangen wird. Im

BGE 136 II 43 S. 55

Übrigen ist die Steinhalden AG tatsächlich nach aussen aufgetreten, wobei ihr Handeln als auswechselbarer Teil der Tätigkeit der Unternehmensgruppe wahrgenommen wurde. Dies ergibt sich etwa aus derZivilklage eines Anlegers vom 24. April 2006, der im Sommer 2004 von der AFT Libidfit-Aktien für Fr. 30'000.- und Hematec-Holding-Aktien für Fr. 40'000.- erworben und im März 2005 ein neues Geschäft mit Hematec-Holding-Aktien (für Fr. 50'000.-) getätigt hatte. B. hat dabei unter anderem für die Steinhalden AG, die AFT Allgemeine Finanztreuhand AG, die IIC Interfinance Investments Ltd. und die IBC Group AG gehandelt, wobei nicht klar gewesen ist, mit wem das Geschäft eigentlich geschlossen wurde, da alle involvierten Firmen über die gleiche Adresse verfügten und sich jeweils vertraten.

7.

7.1 Heikler erscheint die Frage, ob auch die Realcapital Invest AG zur illegal als Emissionshaus tätigen Gruppe gerechnet werden durfte und ob deren aufsichtsrechtliche Liquidation gerechtfertigt war. Die Realcapital Invest AG wurde am 9. Dezember 2004 gegründet. Ihr heutiges Grundkapital beträgt Fr. 4'357'000.-; es ist eingeteilt in 407'000 Namenaktien (Stimmrechtsaktien) à Fr. 1.- und 395'000 Inhaberaktien à Fr. 10.-. Die Gesellschaft soll 15 Aktionären gehören, die das entsprechende Kapital grösstenteils im Rahmen verschiedener Kapitalerhöhungen gezeichnet haben. Als Verwaltungsräte der Firma amtieren A., D. und E., wobei A. als Geschäftsführer über die Einzelzeichnungsberechtigung verfügt, während die beiden anderen Verwaltungsräte kollektiv zu zweien firmieren. Die Realcapital Invest AG ist als Immobilien-Holdinggesellschaft tätig; sie hält mit der Real Consulting AG (Aktienkapital von Fr. 500'000.-) und der Real Immobilien AG, beide in Zug, sowie der Tiffany's Immobilien AG in Sarnen (Aktienkapital von je Fr. 100'000.-) drei Tochtergesellschaften. Diese verwalten verschiedene Miethäuser und sind in Bauprojekten engagiert: Die Real Consulting AG verfügt über zwei Mehrfamilienhäuser (Investitionsvolumen von je ca. 2,7 Mio. Fr.). Die Real Immobilien AG hat 3 Mehrfamilienhäuser mit rund 32 Wohnungen von einem geschätzten Investitionsvolumen von 11 Mio. Fr. im Bau, die Tiffany's Immobilien AG deren 6 mit 50 Wohnungen und einem geplanten Investitionsvolumen von 20 Mio. Fr. Die Aktivitäten der Realcapital Invest AG liegt in der Kreditvergabe an ihre Tochtergesellschaften und dem Investment in Schuldbriefen; ihre Einnahmen erwirtschaftet sie aus den entsprechenden Zins- und Dividendenerträgen.

BGE 136 II 43 S. 56

7.2 Unter diesen Umständen kann nicht gesagt werden, dass sie - wie im vorinstanzlichen Entscheid festgehalten wird - keiner ins Gewicht fallenden Geschäftstätigkeit nachgeht. Die entsprechende Sachverhaltsfeststellung hat als offensichtlich fehlerhaft zu gelten; die daraus gezogene rechtliche Qualifikation als unzutreffend

(vgl. E. 1.4.1): Nicht jede Holdingstruktur, in deren Rahmen Gelder beschafft und Tochtergesellschaften zur Verfügung gestellt werden, ist als solche unzulässig und hat als überwiegende Aktivität im Finanzbereich zu gelten. Eine reine Holding muss auch nicht notwendigerweise über eigene Geschäftsräume oder Arbeitnehmer verfügen. Bei der Einschätzung der Aktivitäten ist eine faire Gesamtsicht erforderlich. Die Realcapital Invest AG beschafft Gelder über Aktienerhöhungen, die dann in konkrete Immobilienprojekte fliessen. Diese scheinen wirtschaftlich nicht unrealistisch zu sein, werden sie doch über Hypothekarkredite auch von verschiedenen Banken massgeblich unterstützt. Die Ausgabe eigener Aktien ist weder eine Effektenhändlertätigkeit, noch stellt sie eine Entgegennahme von Publikumseinlagen dar. Die Aktienerhöhung bzw. deren Zeichnung und Liberierung richtet sich nach den Bestimmungen des Aktienrechts (Art. 650 ff. OR); deren Einhaltung bildet in der Regel nicht Gegenstand der Finanzmarktaufsicht. Mit dem Bundesverwaltungsgericht ist davon auszugehen, dass die Erteilung eines Platzierungsauftrags (hinsichtlich eigener Aktien) aufsichtsrechtlich nicht als illegal gelten kann, selbst wenn der Beauftragte - wie hier die AFT Allgemeine Finanztreuhand AG - seinerseits anderweitig als unbewilligtes Emissionshaus auftritt. Die Realcapital Invest AG hat selber nicht mit Aktien Dritter gehandelt, ihre Papiere wurden über die AFT zur Zeichnung angeboten, wobei eine kommissionsweise Festübernahme nicht erstellt ist. Zwar ist auf den Unterlagen von einem unwiderruflichen "Kauf" der Aktien die Rede, das entsprechende Papier war indessen jeweils als "Zeichnungsschein" überschrieben und trug den Zahlungsvermerk "Realcapital AK Erhöhung" sowie - zumindest teilweise - auch einen Abschnitt "Zeichnungsbedingungen". Der Vorwurf des öffentlichen Angebots und der Ausgabe von mehrjährigen Anleihen mit Verzinsung durch die Realcapital Invest AG ist - entgegen den Ausführungen der EBK in ihrer Verfügung vom 1. November 2007 - nicht erwiesen: Zwar finden sich entsprechende leere Unterlagen bei den Akten, doch ist aufgrund dieser der Einwand der Realcapital Invest AG nicht widerlegt, dass es sich bei den Dokumenten nur um interne Entwürfe und Modelle gehandelt habe, die noch zu prüfen gewesen seien. Es

bestehen keine Hinweise dafür, dass entsprechende Anleihen tatsächlich ausgegeben worden wären. Die Aktivitäten der Realcapital Invest AG waren damit, für sich selber betrachtet, weder börsen- noch bankenrechtlich bewilligungspflichtig.

7.3

7.3.1 Was die EBK im vorinstanzlichen Verfahren hiergegen eingewendet hat und von der FINMA im vorliegenden Verfahren teilweise wieder aufgenommen wird, überzeugt nicht: Richtig ist, dass der Realcapital Invest AG Gelder von der AFT und der Steinhalden AG zugeflossen sind und sie selber noch wenig Einnahmen generierte, dies ist indessen darauf zurückzuführen, dass die einzelnen Immobilienprojekte ihrer Tochtergesellschaften noch im Aufbau bzw. in Realisation begriffen waren. Eigenkapitalbezogene Emissionen ("Equity") fallen nicht notwendigerweise in den finanzmarktrechtlichen Aufsichtsbereich, zumal wenn sie in Selbstemission erfolgen (vgl. zu den verschiedenen Begriffen: EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., N. 1843 ff., 1854 ff.). Der Primärmarkt als Markt, in dem Kapitalmarktpapiere (Aktien, Obligationen) erstmals begeben (emittiert) werden, ist finanzmarktrechtlich nicht einheitlich geregelt, sondern nur bezüglich einzelner Berührungspunkte (unbewilligte Tätigkeit als Emissionshaus bzw. unerlaubte Entgegennahme von Publikumsgeldern); im Übrigen gilt für ihn das Obligationenrecht (Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospekts [Art. 652a bzw. Art. 1156 OR]; Prospekthaftung [Art. 752 bzw. Art. 1156 OR]; vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., N. 1820), dessen Durchsetzung zivilrechtlich (allenfalls strafrechtlich [Betrug; ungetreue Geschäftsbesorgung]) zu erfolgen hat. Der finanzmarktrechtliche Begriff der bewilligungslos als Gruppe handelnden Gesellschaften darf - ohne eine Gesetzesanpassung - nicht soweit ausgedehnt werden, dass diese Grenzen praktisch verwischt werden. Soweit die Bankenkommission darauf hinweist, dass nach Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV Anleihensobligationen und andere massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen oder nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion

(Wertrechte) nur dann bankenrechtlich nicht als Einlagen gälten, wenn die Gläubiger in einem dem Art. 1156 i.V.m. Art. 652a OR entsprechenden Umfang informiert worden seien, verkennt sie, dass die Realcapital Invest AG Aktien ausgegeben hat und keine fremdkapitalbezogene Emissionen (”Debt”) zur Diskussion stehen (vgl. BAHAR/STUPP, in: Basler Kommentar, Bankengesetz, 2005, N. 17-19 sowie N. 22 zu Art. 1 BankG).

BGE 136 II 43 S. 58

7.3.2 Das Bundesverwaltungsgericht hat den aufsichtsrechtlichen Entscheid der EBK gegenüber der Realcapital AG mit der Begründung geschützt, sie gehöre ebenfalls zum Einflussbereich von A. und zur als Emissionshaus illegal tätigen Gruppe um die AFT Allgemeine Finanztreuhand AG. Hierfür sprechen gewisse Indizien: Tatsächlich steht die Realcapital Invest AG faktisch ebenfalls unter der Leitung von A. und wird sie von diesem von seinem Büro aus geführt, obwohl sie (pro forma) eine eigene Adresse in Sarnen hat; hierbei handelt es sich jedoch lediglich um einen ”Briefkasten” bei einer anderen Gesellschaft (Domizilvertrag mit der BDO Visura). Die Steinhalden AG ist zudem an der Realcapital Invest AG beteiligt. Bei der an und für sich zulässigen Eigenkapitalbeschaffung wurde ähnlich wie bei den Aktivitäten der anderen Gesellschaften vorgegangen: In der Zeitspanne von April 2006 bis Mai 2007 sind bei der AFT 31 Einzahlungen mit dem Vermerk ”Realcapital” bzw. ”Realcapital AK Erhöhung” von mehr als 20 Privatpersonen über insgesamt Fr. 2’963’661.- eingegangen. In derselben Zeitspanne gingen der ”Realcapital Invest AG” indessen lediglich rund Fr. 905’438.-zu. Die Geldflüsse erscheinen um so überraschender, als gleichzeitig Fr. 671’496.- von der Realcapital Invest AG an die AFT zurückflossen und das neu gezeichnete Aktienkapital bei den letzten beiden Kapitalerhöhungen jeweils verrechnungsweise liberiert wurde. Zwar sind am 27. Oktober 2007 1,4 Mio. Fr. auf das Kapitaleinzahlungs-Sperrkonto überwiesen worden, wovon Fr. 650’000.-von der AFT stammten; doch kann nicht eruiert werden, woher die restlichen Gelder kommen, weil es die AFT unterlassen hat, die im Rahmen der Liberierung bezahlten Beträge, wie von ihr und der Realcapital Invest AG behauptet, unmittelbar ”1:1” zu überstellen. Die Überweisung erfolgte allenfalls längere Zeit später gebündelt; dies war realistischerweise wohl nur möglich, weil A. sowohl bei der AFT wie bei der Realcapital Invest AG die Geschäftsführung besorgte und die eingehenden Mittel je nach den Bedürfnissen in der Gruppe verschieben konnte. Es sprechen somit in der Tat gewisse Gründe dafür, dass auch die Realcapital Invest AG im Rahmen der Gruppenaktivitäten tätig geworden sein könnte; es ist jedoch fraglich, ob sie tatsächlich einen namhaften Beitrag zur Umgehung der finanzmarktrechtlichen Regeln geleistet hat.

7.3.3 Die Problematik braucht nicht abschliessend vertieft zu werden, da die aufsichtsrechtliche Liquidation im November 2007 so oder anders unverhältnismässig war: Die Realcapital Invest AG war

BGE 136 II 43 S. 59

mit der Steinhalden AG über Darlehensverträge verbunden. Die verschiedenen Gelder der Zeichner der jeweiligen Aktien flossen der Realcapital Invest AG - wenn auch jeweils zeitlich verspätet - offenbar tatsächlich zu. Zwar war die Liquidation geeignet, das Funktionieren der Gruppe zu unterbinden, doch ging die Massnahme über das hierzu Erforderliche hinaus. Der Verdacht, die Gesellschaft könnte ähnlich verwendet werden, wie die anderen von A. aufgebauten Gesellschaften, war zwar nicht von der Hand zu weisen, wird durch die Akten aber nicht hinreichend erhärtet: Die Realcapital Invest AG wurde selber nicht für bewilligungspflichtige Aktivitäten verwendet; ob ihre Kapitalerhöhungen aktienrechtlich rechtens waren, bildet nicht Gegenstand der Finanzmarktaufsicht. Das Aktienkapital der Realcapital Invest AG ist breiter gestreut als jenes der Steinhalden AG; im Übrigen wird der Verwaltungsrat zwar von A. präsidiert, doch bestehen dort zwei zusätzliche Verwal-

tungsratssitze, die von Personen besetzt sind, die nach Lage der Akten zu den anderen Gesellschaften bzw. deren Aktivitäten in keiner unmittelbaren Beziehung stehen. Es kann nicht gesagt werden, dass zum Zeitpunkt des Entscheids der EBK die Anteile an den Tochtergesellschaften nicht werthaltig gewesen wären. Die verschiedenen Projekte schritten planmässig voran; erst das Eingreifen der EBK und die anschliessende Dauer des Rechtsmittelverfahrens stellten die Werthaltigkeit der Beteiligungen grundlegend infrage, sodass die Tochterunternehmen heute allenfalls überschuldet sind und mit ihnen die entsprechende Holding. Bei den Akten liegen Kurzgutachten von unabhängigen Wirtschaftsprüfern, die zum Schluss gekommen sind, dass mit den nötigen bilanziellen und finanziellen Massnahmen und einer gegenseitigen Entflechtung der Gesellschaften ein Fortbestand unter Konzentration auf die bestehenden Immobiliengeschäfte möglich gewesen wäre; unter diesen Umständen ist zwar klar, dass der Realcapital Invest AG nicht nachträglich eine Effektenhändlerbewilligung erteilt werden konnte, doch hätte zumindest deren Weiterführungsmöglichkeit vertieft geprüft werden müssen, was weder die EBK noch die Vorinstanz hinreichend getan haben.

7.3.4 Mit der Beschwerdeführerin ist davon auszugehen, dass beim aufsichtsrechtlichen Entscheid in erster Linie die Interessen der Anleger zu wahren sind; es sollen Gesellschaften liquidiert werden, die vorwiegend von finanzmarktrechtlich illegalen Tätigkeiten leben und Gläubiger gefährden, nicht Gesellschaften, die (allenfalls) in punktueller Verkennung finanzmarktrechtlicher Pflichten eine legale

Tätigkeit ausüben und denen nicht unzweifelhaft nachgewiesen werden kann, dass sie Teil eines grösseren Systems bilden. Die Realcapital Invest AG verfügt über ein Grundkapital von Fr. 4'375'000.-; die wichtigsten Aktiven sind ihre Beteiligungen an Tochtergesellschaften im Immobilienbereich. Die unmittelbare Liquidation stand in einem Missverhältnis zwischen den privaten Interessen der Aktionäre und Gläubiger an einem möglichst optimalen Werterhalt und jenem an der Anwendung der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, zumal höchstens ein (untergeordnetes) Fehlverhalten der betroffenen Gesellschaft im Rahmen einer bewilligungspflichtig tätigen Gruppe zur Diskussion stand und ihr selber als Emittentin von eigenen Aktien weder börsen- noch bankenrechtlich ein Vorwurf gemacht werden konnte. Zwar haben die AFT und die Steinhalden AG allenfalls durch Verrechnung liberierte Aktien der Realcapital Invest AG aus dem Eigenbestand verkauft und die für die Kapitalerhöhungen erhaltenen Zahlungen nicht 1:1 sofort weitergeleitet, womit diese Gesellschaften als Emissionshaus tätig waren; dies lässt indessen nicht die Kapitalerhöhung der Realcapital Invest AG ihrerseits bereits als aufsichtsrechtlich relevant erscheinen. Die aufsichtsrechtlichen Ziele ihr gegenüber hätten auch dadurch erreicht werden können, dass ihr eine angemessene Frist gesetzt worden wäre, unter Aufsicht des Untersuchungsbeauftragten bzw. der FINMA ihre Strukturen zu bereinigen, die Aktivität auf ihr Kerngeschäft bzw. dasjenige ihrer Tochtergesellschaften zu beschränken (Immobilienbau und -handel) und künftig nicht mehr mit ihren Partnern auf dem Primärmarkt in einer bewilligungspflichtigen Weise aktiv zu werden.