

Urs Schenker / Caroline Grand*

Theranos – Ein betrügerisches «Unicorn»

Inhaltsübersicht

- I. Aufstieg und Fall der Theranos Inc.
 1. Die Gründung der Theranos Inc.
 2. Finanzierungsrunden und steigende Unternehmensbewertung
 3. Erste Produkte und die Unterdrückung interner Zweifler
 4. Erste Probleme dringen an die Öffentlichkeit
 5. Eine Revisionsstelle fehlte
 6. Die Behörden greifen ein
- II. Rechtliche Konsequenzen
 1. Schadenersatzansprüche
 2. Regulatorische Eingriffe
 3. Strafverfahren
- III. Blick in die Schweiz
 1. Der Markt für Privatplatzierung ist nicht reguliert
 2. Zivilrechtliche Haftung
 3. Strafrecht
- IV. Schlussfolgerungen: Investors beware

Theranos ist ein Unternehmen, das bis 2018 zu den Stars der Private Equity Szene gehörte, leider aber auf einer bloss vorgetäuschten Technologie beruhte, was 2018 zum Konkurs führte und ein Strafverfahren nach sich zog, das zurzeit hängig ist. Die Entwicklung der Gesellschaft zeigt, dass auch erfahrene Private Equity Investoren auf Täuschungen hereinfliegen können, wenn eine Gesellschaft eine bahnbrechende Technologie verspricht und eine technische/wissenschaftliche Due Diligence wegen «striker Geheimhaltung» verweigert.

I. Aufstieg und Fall der Theranos Inc.

1. Die Gründung der Theranos Inc.

Die Theranos Inc. wurde 2003 von der damals 19-jährigen Elizabeth Holmes gegründet, die zum Aufbau des Biotech-Unternehmens ihr Studium an der Stanford University abbrach und ihr angespartes Studiengeld als

Startkapital zur Entwicklung des Start-ups benutzte.¹ Der Name Theranos setzt sich aus den Begriffen «therapy» und «diagnosis» zusammen.² Die Geschäftsidee war nichts Geringeres, als die Revolution des Gesundheitswesens: Mit den von Theranos entwickelten Bluttests sollen zur verlässlichen Diagnose von Krankheiten keine aufwendigen und für die Patienten unangenehmen Nadelstiche sowie röhrenweise Blutproben mehr benötigt werden – vielmehr reicht ein Lanzettenstich in den Finger und ein Tropfen Blut für den Untersuch auf über 200 Krankheiten. Erste Finanzmittel erhielt Holmes zu Beginn von Bekannten.³ In den Anfängen fiel es Theranos allerdings schwer, Unterstützung aus der klassischen Forschung zu finden. Nachdem zahlreiche Stanford-Professoren zunächst nicht an die Vision von Theranos glaubten und Holmes mitteilten, dass es grundsätzlich nicht möglich sei, derart komplexe Diagnosen mit nur wenigen Tropfen Blut präzise erstellen zu können, fand die junge Gründerin dann aber doch Unterstützung bei einem Professor, der ihr half, erste Investoren zu akquirieren.⁴

2. Finanzierungsrunden und steigende Unternehmensbewertung

Am 15. Juni 2004 nahm das junge Unternehmen in einer vom Early Stage Venture Capital-Unternehmen Threshold geleiteten Seed-Runde USD 500'000 auf.⁵

* Prof. Dr. iur. LL.M. Urs Schenker / stud. iur. Caroline Grand.
Die Autoren haben nicht an diesem Fall mitgewirkt und auch keine der beteiligten Parteien beraten. Dieser Artikel basiert daher ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Unterlagen.

¹ MARIE-ASTRID LANGER, Sie war die Vorzeige-CEO des Silicon Valley – nun beginnt der Prozess gegen Elizabeth Holmes, NZZ vom 06.09.2021, <<https://www.nzz.ch/technologie/der-prozess-gegen-elizabeth-holmes-beginnt-ld.1643859>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

² LANGER (FN 1).

³ HRISTIO BOYTCHEV, «Schwinde, bis du es schaffst»: Aufstieg und Fall des Silicon-Valley-Stars Elizabeth Holmes, NZZ am Sonntag vom 23.06.2018, <<https://nzzas.nzz.ch/wissen/elizabeth-holmes-schwinde-bis-du-es-schaffst-ld.1397171>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

⁴ LANGER (FN 1).

⁵ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-seed-dfd832be> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

Im Februar 2005 investierte eine Investmentgesellschaft von Rupert Murdoch im Rahmen einer Serie A-Finanzierung USD 5.8 Mio. in das Early Stage-Unternehmen.⁶ 2005 stiess auch der britische Biochemiker Ian Gibbons als Forschungsleiter zu Theranos und meldete schon bald erste Patente an.⁷ 2006 stellte die Risikokapitalgesellschaft ATA Ventures Theranos in einer Serie B-Finanzierung weiteres Eigenkapital in Höhe von USD 9.1 Mio. zur Verfügung.⁸ Noch im selben Jahr wurden in einer Serie C-Finanzierungsrunde mit vier Investoren weitere USD 28.5 Mio. aufgebracht.⁹

Bereits 2010 wurde Theranos mit USD 1 Mia. bewertet. Auf der Basis dieser Bewertung floss in einer Venture-Finanzierungsrunde weiteres Risikokapital in Höhe von USD 45 Mio. in das Unternehmen.¹⁰

3. Erste Produkte und die Unterdrückung interner Zweifler

2013 investierte der amerikanische Apotheken- und Drogerie-Konzern Walgreens USD 50 Mio. in Theranos und vereinbarte auch eine enge Zusammenarbeit im Vertrieb der Tests.¹¹ In diesem Jahr trat Theranos mit seinem ersten Produkt, einem Blutschnelltestgerät namens Edison, nach zehn Jahren Forschung in den Markt ein und eröffnete in 40 Filialen von Walgreens Blutabnahmestationen, in denen Patienten die revolutionären Bluttests angeboten wurden.¹² Zu dieser Zeit beschäftigte Theranos an seinem Sitz in Palo Alto, wo das Blut der Patienten untersucht wurde, bereits über 800 Mitarbeitende.¹³ 2013 trat Adam Rosendorff seine Stelle als Labordirektor bei Theranos an.¹⁴ Mitarbeitende äusserten ihm gegenüber Zweifel an der Zuverlässigkeit und Präzision der Bluttests. Zu Beginn des momentan laufenden Strafprozesses sagte Rosendorff als Zeuge vor Gericht aus, dass er bereits nach ein paar Monaten im Labor von Theranos selbst erste ungenaue und unzuverlässige Testergebnisse feststellte und auch Ärzte sowie Patienten Zweifel äusserten.¹⁵ Schon im August 2013 wies er Hol-

mes offenbar darauf hin, dass die Technologie der Bluttests nicht für die Markteinführung in den Walgreens-Filialen bereit war und dass auch die Ausbildung sowie die Personalausstattung im Labor mangelhaft seien.¹⁶ Auch der Forschungsleiter von Theranos, Ian Gibbons, offenbarte seiner Frau – wie diese später gegenüber dem «Wall Street Journal» erklärte – bereits 2013, dass keiner der Tests funktionierte. Noch im selben Jahr beging Gibbons Suizid.¹⁷ Mitarbeitende berichteten, dass ihnen die Geschäftsleitung von Theranos mit der Entlassung gedroht habe, als sie Zweifel an der Genauigkeit der Bluttests äusserten.¹⁸ Als zwei spätere Whistleblower dem Theranos-Verwaltungsrat mitteilten, dass Holmes bei den Umsatzprognosen übertrieben hatte, entschied dieser, die Position des CEO mit einer erfahreneren Führungsperson aus der Biotech-Branche zu besetzen. Holmes redete sich allerdings gekonnt aus dieser Entscheidung heraus und verhinderte eine spätere Absetzung durch den Verwaltungsrat, indem sie durch eine Statutenänderung ihre Aktien in Stimmrechtsaktien mit mehrfachem Stimmrecht wandelte, sodass sie 99 % der Stimmrechte innehatte.¹⁹ Im August 2013 befragte Holmes ihre Spezialisten, wie viele der Bluttests die für die Verwendung für Patientenversorgung rechtlich vorgesehene Validierung durchlaufen hatten. Die Ergebnisse der Abklärungen waren negativ: Neun Tage vor dem Markteintritt der Bluttests von Theranos hatte noch keiner der Tests die Validierung erfolgreich durchlaufen. CEO Holmes fuhr mit der Markteinführung dennoch fort. Sie liess die Blutproben, die den Patienten entnommen wurden, in Palo Alto aber nicht mit dem neuen Theranos-Gerät analysieren, sondern verwendete zur Analyse konventionelle Bluttestgeräte von Drittanbietern, ohne dies offenzulegen.²⁰ Diese Tests konnten natürlich nicht zu den gewünschten, genauen Ergebnissen führen, da konventionelle Tests wesentlich grössere Blutproben erfordern.

Nach der Einführung des ersten Produktes stieg die Unternehmensbewertung weiter an: 2014 nahm die Gesellschaft in einer weiteren Finanzierungsrunde USD 198.9 Mio. auf.²¹ In der nächsten Private Equity-Finanzierungsrunde wurden 2015 von acht Investoren weitere USD 348.5 Mio. aufgebracht. Zu diesem Zeitpunkt wurde Theranos mit USD 9 Mia. bewertet.²² 2015 bot Thera-

⁶ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-series-a--57aae80e> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

⁷ LANGER (FN 1).

⁸ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-series-b--007595ee> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

⁹ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-series-c--bd44e9c9> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

¹⁰ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-series-unknown--2cf8f894> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

¹¹ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-undisclosed--b76f6025> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

¹² LANGER (FN 1); BOYTCHEV (FN 3).

¹³ LANGER (FN 1).

¹⁴ YASMIN KHORRAM, Ex-Theranos lab director testified that company cared more about «fundraising than patient care», CNBC vom 24.09.2021, <<https://www.cnbc.com/2021/09/24/ex-theranos-employee-says-company-cared-about-funding-over-patients.html>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

¹⁵ KHORRAM (FN 14).

¹⁶ KHORRAM (FN 14).

¹⁷ LANGER (FN 1).

¹⁸ LANGER (FN 1); BOYTCHEV (FN 3).

¹⁹ SACHIN WAIKAR, What Can We Learn from the Downfall of Theranos?, Stanford Graduate School of Business vom 17.12.2018, <<https://www.gsb.stanford.edu/insights/what-can-we-learn-downfall-theranos>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

²⁰ The Wall Street Journal, Live Coverage vom 26.10.2021, <<https://www.wsj.com/livecoverage/elizabeth-holmes-trial-theranos/card/fH2ii3hTlMaVhC1x97RZ>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

²¹ Crunchbase, <https://www.crunchbase.com/funding_round/theranos-private-equity--9ec6b58f> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

²² Startup-Milliardärin Holmes: Von 4,5 Milliarden auf Null, Tagesschau vom 02.06.2016, <<https://www.tagesschau.de/wirtschaft/holmes-theranos-101.html>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

nos Bluttests für über 240 Krankheitsbilder wie Herpes, erhöhte Cholesterinwerte oder Krebs an.²³ Da Theranos seine Produkte nicht an Labore verkaufte, sondern damit selbst das Blut der Patienten untersuchte, konnte Theranos ohne Genehmigung der U.S. Food and Drug Administration agieren – diese hatte nur für die Untersuchung auf Herpes die Zuverlässigkeit der von Theranos angebotenen Bluttests bestätigt.²⁴ In der Öffentlichkeit blieb der Ruf von Theranos ungebrochen. Der damalige Vizepräsident der USA, Joe Biden, nannte Theranos bei einem Firmenbesuch 2015 «ein Labor der Zukunft».²⁵

4. Erste Probleme dringen an die Öffentlichkeit

Im Herbst 2015 veröffentlichte das «Wall Street Journal» zwei Artikel, in denen Mitarbeitende von Theranos offenlegten, dass das vermeintliche Vorzeigeunternehmen viele seiner Tests nicht mit den eigenen «revolutionären» Blutuntersuchungsgeräten durchführte, sondern für die meisten Tests branchenübliche kommerzielle Labogeräte von Drittanbietern wie u.a. Siemens verwendete. Da diese eine grössere Menge Blut erforderten, sollen die Labormitarbeitenden von Theranos die den Patienten entnommenen Blutropfen verdünnt haben, was zu unrichtigen Untersuchungsergebnissen und Fehldiagnosen geführt habe.²⁶ Aufgrund dieser verfälschten Testergebnisse, welche u.a. Schilddrüsenhormone, Prostatakrebs oder den Mangel an Vitamin D betrafen, hatten nach den Recherchen des «Wall Street Journal» verschiedene Ärzte ihren Patienten ungeeignete Medikamente verschrieben. Die Geschäftsleitung von Theranos hatte vergebens versucht, die Veröffentlichung dieses Berichtes zu verhindern, indem sie sich an ihren Investor Rupert Murdoch wandte, dem auch das «Wall Street Journal» gehört. In Folge dieser Veröffentlichungen nahmen Staatsanwaltschaften und Bundesbehörden erste Ermittlungen gegen Theranos auf. Die Geschäftsleitung versuchte gleichzeitig aber auch, die Mitarbeitenden unter Druck zu setzen, um diese von negativen Äusserungen abzuhalten.²⁷

Die damalige CFO von Theranos, Denise Yam, erhielt von CEO Holmes für das Jahr 2015 Umsatzprognosen in Höhe von USD 100 Mio. Im laufenden Gerichtsprozess kam zum Vorschein, dass die Finanzprognosen, welche den Investoren für das Jahr 2015 mitgeteilt wurden, hingegen Umsätze in Höhe von USD 990 Mio. voraus-

sagten.²⁸ Tatsächlich lag der Umsatz in diesem Jahr allerdings bei nur USD 429'000.²⁹ Nach der Veröffentlichung dieser Artikel im «Wall Street Journal» ab Oktober 2015 geriet Theranos in Finanzprobleme, da sie kein neues Eigenkapital mehr aufnehmen konnte. Das Unternehmen musste daher im vierten Quartal 2015 einen Grossteil seiner Mitarbeitenden entlassen.³⁰ Trotz dieser Rückschläge versuchte das Unternehmen, sich zu stabilisieren und arbeitete offenbar daran, das «revolutionäre» Blutanalysegerät doch noch fertig zu entwickeln. Nachdem sich aber keine neuen Investoren mehr fanden, die Aktien übernehmen wollten, versuchte das Unternehmen Fremdkapital aufzunehmen, wofür es seine Aktiven verpfänden musste. 2017 stellte Fortress Investment Group Theranos noch ein Darlehen in Höhe von USD 100 Mio. zur Verfügung.

Im Jahr 2016 teilte die U.S. Bundesbehörde Center for Medicare & Medicaid in einem Bericht mit, dass «die mangelhafte Funktionstüchtigkeit des Testgeräts eine unmittelbare Gefahr für die Gesundheit und Sicherheit der Patienten darstelle».³¹ Es wurden Unregelmässigkeiten im Theranos-Labor festgestellt, woraufhin Theranos die Betriebserlaubnis für Labore in Kalifornien entzogen wurde und eine Geldstrafe verhängt wurde.³² Daraufhin verklagte Walgreens die stark angeschlagene Theranos wegen Vertragsverletzung auf Schadenersatz in Höhe von USD 140 Mio.³³

5. Eine Revisionsstelle fehlte

Theranos hatte bis 2017 trotz der hohen Bewertung und der sehr hohen Kapitaleinzahlungen von Investoren keine Revisionsstelle. Nach dem anwendbaren Gesellschaftsrecht war die Einsetzung einer Revisionsstelle nicht notwendig. Start-up-Unternehmen, die hohe Bewertungen erreichen und entsprechend viel Geld in den Finanzierungsrunden aufnehmen, verfügen im Normal-

²³ LANGER (FN 1).

²⁴ LANGER (FN 1).

²⁵ LANGER (FN 1).

²⁶ LANGER (FN 1).

²⁷ BOYTCHEV (FN 3).

²⁸ TIM DE CHANT, Theranos burned through \$2M a week as investors were given rosy projections, *Ars Technica* vom 15.09.2021, <<https://arstechnica.com/tech-policy/2021/09/theranos-promised-investors-1b-in-revenue-despite-internal-projection-of-just-100m/>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

²⁹ JEMINA McEVoy, Theranos Was Losing Hundreds Of Millions As Elizabeth Holmes Talked Up Prospects To Investors, Ex-Employee Says, *Forbes* vom 14.09.2021, <<https://www.forbes.com/sites/jemimacfoy/2021/09/14/theranos-was-losing-hundreds-of-millions-as-elizabeth-holmes-talked-up-prospects-to-investors-ex-employee-says/?sh=1e85c8914dfb>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

³⁰ LANGER (FN 1).

³¹ LANGER (FN 1).

³² WOLFGANG STUFLESSER, Entzaubertes Medizin-Start-up Theranos verliert Laborlizenz, *Tagesschau* vom 08.07.2016, <<https://tagesschau.de/wirtschaft/theranos-103.html>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

³³ SARA ASHLEY O'BRIEN, Elizabeth Holmes moved ahead with Walgreens rollout despite internal concerns, former Theranos scientist testifies, *CNN Business* vom 23.09.2021, <<https://edition.cnn.com/2021/09/21/tech/elizabeth-holmes-trial-witness-testimony-walgreens/index.html>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

fall aber immer über eine renommierte Revisionsgesellschaft, um Vertrauen bei den Investoren zu schaffen. Diese fehlte bei Theranos. Erst 2017, als die Gesellschaft bei Fortress Investment Group USD 100 Mio. Fremdkapital aufnahm, verpflichtete sie sich gegenüber der Kreditgeberin, KPMG als Revisionsstelle einzusetzen. KPMG gelang es aber bis zum endgültigen Zusammenbruch der Gesellschaft nicht, einen Revisionsbericht zu erstellen. Die Zahlen, die KPMG zur Verfügung gestellt wurden, waren widersprüchlich und die Buchungen konnten mangels Belegen auch nicht nachvollzogen werden.

Der Verzicht auf die Einsetzung einer Revisionsstelle erstaunt wenig, da die Einsetzung einer seriösen Revisionsgesellschaft schnell dazu geführt hätte, dass die Unregelmässigkeiten im Rechnungswesen und in der Berichterstattung gegenüber den Investoren aufgeklärt worden wären. CEO Holmes und der damalige Präsident Ramesh «Sunny» Balwani hatten dementsprechend keinerlei Interesse daran, eine Revisionsstelle einzusetzen. Es erstaunt allerdings umso mehr, dass renommierte Private Venture Capital Funds und Investoren in den Finanzierungsrunden derart hohe Beträge bezahlten, ohne dass ihnen geprüfte Jahresrechnungen vorgelegt worden wären. Tatsache ist aber auch, dass verschiedene Private Equity- und Venture Capital Funds, die von Theranos angegangen worden waren, auf eine Investition verzichteten, weil weder eine Revisionsgesellschaft existierte, noch Testergebnisse für das «revolutionäre» Blutanalysegerät vorgelegt werden konnten.

6. Die Behörden greifen ein

2018 klagte die U.S. Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) das Diagnostikunternehmen Theranos, dessen CEO Holmes sowie den Verwaltungsratspräsidenten Balwani wegen jahrelangem und gewerbmässigem Betrug an. Die SEC warf ihnen vor, dass sie über die Technologie, die Geschäftstätigkeit sowie die Finanzen der Gesellschaft falsche Angaben gemacht hätten und Investorengelder im Umfang von USD 700 Mio. angenommen hatten, indem sie bei Investorenpräsentationen, Produktdemonstrationen und Medienartikeln falsche und irreführende Aussagen gemacht hätten.³⁴ Die SEC wies nach, dass die Geschäftsführung von Theranos insbesondere behauptet hatte, dass das amerikanische Verteidigungsministerium die Bluttestgeräte von Theranos in Afghanistan in First-Aid-Stationen sowie auch in den Sanitätshubschraubern verwenden würde und dass der Jahresumsatz 2014 USD 100 Mio. betragen hätte. Später stellte sich allerdings heraus,

dass dieser bei bloss USD 100'000 lag. Dieses Verfahren wurde durch eine Einigung beendet, in der sich Holmes verpflichtete, ihre Stimmrechtsaktien in Stammaktien zu wandeln, die keine Stimmrechtprivilegien hatten und den grössten Teil ihrer Aktien im Rahmen einer Kapitalreduktion an die Gesellschaft zurückzugeben. Überdies wurde ihr untersagt, in den nächsten 10 Jahren bei einem kotierten Unternehmen eine Position in Geschäftsleitung oder Verwaltungsrat einzunehmen.³⁵ Zudem wurde sie verpflichtet, eine Busse in Höhe von USD 500'000 zu bezahlen.³⁶

2018 meldete Theranos Konkurs an.³⁷ Zudem wurde ein Strafverfahren gegen Holmes und Balwani eingeleitet. Holmes wird Betrug vorgeworfen, womit ihr eine Gefängnisstrafe von 20 Jahren sowie eine Geldstrafe in Höhe von mehreren Millionen Dollar drohen.³⁸ Der Beginn der Hauptverhandlung wurde aufgrund der COVID-19-Pandemie sowie der Schwangerschaft von Holmes mehrfach verschoben. Die Verfahren von Holmes und Balwani werden getrennt geführt, da sich die Verteidigung von Holmes darauf stützen will, dass sich diese in einem Abhängigkeitsverhältnis zu ihrem ehemaligen Lebenspartner Balwani befunden und daher bei der Geschäftsführung von Theranos keine eigenverantwortlichen Entscheide getroffen habe.³⁹ Balwanis Gerichtsverhandlung soll im Januar 2022 beginnen.⁴⁰

II. Rechtliche Konsequenzen

1. Schadenersatzansprüche

Die zwei Hauptverantwortlichen für die Täuschung der Aktionäre sind zumindest nach den öffentlich bekannten Informationen Holmes und Balwani. Das Vermögen dieser beiden Personen bestand aber primär aus ihren Beteiligungen an Theranos. Damit fehlt es in diesem Fall an einer «Deep pocket», d.h. an einem potenziellen Angeklagten, dessen Vermögen genügend gross wäre, um den Schaden, den die Investoren erlitten haben, auch nur ansatzweise zu decken. Daher kam es im vorliegenden

³⁵ LANGER (FN 1); Medienmitteilung des SEC (FN 34).

³⁶ Medienmitteilung des SEC (FN 34).

³⁷ SOPHIA KUNTHARA, A Closer Look at Theranos' Big-Name Investors, Partners And Board As Elizabeth Holmes' Criminal Trial Begins, Crunchbase News vom 14.09.2021, <<https://news.crunchbase.com/news/theranos-elizabeth-holmes-trial-investors-board/>> (zuletzt besucht am 03.11.2021); LANGER (FN 1).

³⁸ McEVOY (FN 29).

³⁹ LANGER (FN 1).

⁴⁰ JEMINA McEVOY, Elizabeth Holmes Was «Well Aware» Of Theranos Problems But Went To Great Lengths To Deceive Investors, Prosecution Says, Forbes vom 08.09.2021, <<https://www.forbes.com/sites/jemimamcevoy/2021/09/08/elizabeth-holmes-was-well-aware-of-theranos-problems-but-went-to-great-lengths-to-deceive-investors-prosecution-says/?sh=2965ed90294d>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

³⁴ LANGER (FN 1); Theranos, CEO Holmes, and Former President Balwani Charged With Massive Fraud, Medienmitteilung des SEC vom 14.03.2018, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-41>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

Fall auch nicht zu einem spektakulären Forderungsprozess. Die Klage von Walgreens, die im Rahmen ihrer Kooperation mit Theranos geschädigt worden ist, ging im Konkursverfahren unter; der Konkursmasse fehlte es an Aktiven, um ungesicherte Forderungen und nicht privilegierte Gläubiger zu decken. Die Investoren können sich weder bei Klagen gegen Theranos selbst noch gegen Holmes und Balwani Hoffnung auf eine Zahlung machen, obwohl natürlich bei beiden die Grundlagen für Ansprüche gegeben seien dürften.

Da bei Theranos eine Revisionsstelle fehlte, können die getäuschten Investoren auch nicht gegen eine Revisionsgesellschaft vorgehen – bei vielen Täuschungsfällen ist diese ja die «Deep pocket», die zur Verfügung steht.

2. Regulatorische Eingriffe

Die SEC hat bei nichtkotierten Gesellschaften, die in Privatplatzierungen Kapital aufnehmen gewisse Eingriffskompetenzen, welche sie im vorliegenden Fall 2018 genutzt hat. Die Intervention der SEC kam bei Theranos allerdings zu spät. Die Massnahmen, die gegen Holmes verhängt wurden, konnten am Problem nichts mehr ändern – die Investoren haben ihr Geld vor der Intervention der SEC investiert und hatten dieses bei nüchterner Betrachtung bereits vollständig verloren, als die SEC eingriff.

3. Strafverfahren

Bei den Strafverfahren gegenüber Holmes und Balwani geht es primär um Betrug. Mindestens aufgrund der öffentlich bekannten Informationen scheint eine Verurteilung sehr wahrscheinlich zu sein – aufgrund der Feststellungen der SEC im Jahr 2018 ist der Tatbestand weitgehend erstellt. Interessant, aber nicht atypisch für derartige Verfahren ist, dass die beiden Beschuldigten sich gegenseitig die Schuld zuschieben – dies dürfte es der Staatsanwaltschaft erleichtern, die Verfahren erfolgreich abzuschliessen. Die strafrechtlichen Sanktionen, die im Rahmen dieser Verfahren verhängt werden, können am Schaden, den die Investoren erlitten haben, aber auch nichts mehr ändern. Sie dienen aber – zusammen mit den Sanktionen der SEC – dazu, die Personen, die für die Täuschung verantwortlich waren, «aus dem Verkehr zu ziehen» und so weitere Schritte dieser Personen verhindern. Harte Strafen dürften aber auch eine generalpräventive Wirkung haben.

III. Blick in die Schweiz

Auch die Schweiz ist nicht von Start-ups gefeit, die mit unwahren Behauptungen Geld aufnehmen und dabei unter Vorspiegelung «bahnbrechender» technischer Fort-

schritte hohe Gewinne für die Anleger prognostizieren. Einer der bekanntesten Fälle war das Zürcher Medtech-Unternehmen Pendragon Medical*, das in den frühen 2000er Jahren die Behandlung von Diabetespatienten revolutionieren wollte. Die Gesellschaft basierte auf der Entwicklung der «Pendra», einer Armbanduhr, welche mittels elektromagnetischer Schwingungen den Blutzuckerspiegel von Diabetikern messen sollte.⁴¹ Im Mai und Juni 2004 konnte Pendragon in einer Finanzierungsrunde bei verschiedenen Investoren Kapital in Höhe von CHF 30 Mio. aufbringen. Für die Investoren war die Investition verlockend, da Pendragon plante, im September desselben Jahres europaweit in den Markt einzutreten und einen IPO in Aussicht stellte. Dass das Produkt überhaupt nicht funktionierte, wurde den Investoren vorenthalten.⁴² Den Gründern der Gesellschaft selbst war allerdings bekannt, dass die «Pendra» die in Aussicht gestellten Ergebnisse nicht erbringen konnte; Studien, die im Februar 2004 an einem Pariser Diabetes-Institut durchgeführt worden sind, waren nämlich zum Ergebnis gekommen, dass das Gerät erhebliche Mängel aufwies und schlicht nicht funktionierte.⁴³ Dennoch gingen die Organe der Pendragon mit den falschen Versprechungen einer kurzfristigen Markteinführung der «Pendra» und eines baldigen Börsengangs auf Investorensuche.

Als die Probleme mit «Pendra» öffentlich bekannt wurden und sich zeigte, dass das Konzept der Blutzuckermessung mittels elektromagnetischer Schwingungen in keiner Weise funktionieren konnte, war eine weitere Finanzierung nicht möglich. Die Gesellschaft konnte nach 2004 kein weiteres Kapital mehr aufnehmen, was dazu führte, dass im Februar 2005 der Konkurs über Pendragon eröffnet wurde.⁴⁴ Das Konkursverfahren wurde mit Verfügung vom 14.03.2007 mangels Aktiven geschlossen und die Gesellschaft gelöscht.

Bekannt sind aber auch andere «Privatplatzierungen» von Technologie Start-ups in der Schweiz, die von verschiedenen Vermittlern immer wieder mit Telefonanrufen als «heisse IPO-Kandidaten» angepriesen werden und deren Schicksal dem von Pendragon verblüffend ähnlich ist.

Damit stellt sich die Frage, welche rechtlichen Konsequenzen ein Fall «Theranos» in der Schweiz hätte.

⁴¹ *Die Autoren haben nicht an diesem Fall mitgewirkt und auch keine der beteiligten Parteien beraten. Dieser Artikel basiert daher ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Unterlagen.

STEFAN LÜSCHER, Pendragon Medical: Völlig überzuckert, Handelszeitung vom 22.02.2005, <<https://www.handelszeitung.ch/unternehmen/pendragon-medical-vollig-uberzuckert>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

⁴² LÜSCHER (FN 41).

⁴³ FRANZISKA PEDROJETTA, Keine frischen Mittel für das Venture-Unternehmen – Klagen wahrscheinlich, Finanz und Wirtschaft vom 19.01.2005, <<https://www.fuw.ch/article/keine-frischen-mittel-fr-das/>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

⁴⁴ Mängel seit Monaten bekannt, NZZ vom 12.09.2004, <<https://www.nzz.ch/article9ULZ9-1.305726>> (zuletzt besucht am 03.11.2021).

1. Der Markt für Privatplatzierung ist nicht reguliert

Plaziert eine Gesellschaft im Rahmen einer Privatplatzierung Aktien bei Angel Investors oder Venture Funds, fällt diese Transaktion nicht unter die Prospektspflicht von Art. 35 FIDLEG.⁴⁵ Normalerweise erfüllen diese Aktienplatzierungen die Bedingungen von Art. 36 Abs. 1 lit. a, b oder c FIDLEG⁴⁶, weshalb sie von der Prospektspflicht ausgenommen sind.⁴⁷ Als einzige Regel gilt damit Art. 39 FIDLEG, der die Gleichbehandlung von Investoren bei Emissionen verlangt, die nicht der Prospektspflicht unterstehen.⁴⁸

Wenn das Unternehmen die Aktien selbst ausgibt, so tritt es auch nicht mit dem FINIG in Konflikt, da die Platzierung eigener Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung (Primärplatzierung) nicht Banken oder Wertpapierhäuser vorenthalten ist und daher ausserhalb der Finanzmarktregularien und der Aufsicht der FINMA durchgeführt werden kann.⁴⁹ Die Personen, die in diesen Fällen die Aktien platzieren bzw. Investoren suchen, sind meist Mitarbeitende des betreffenden Unternehmens oder sind als blosser Vermittler⁵⁰ tätig, welche dem Unternehmen Investoren zuführen, selbst aber weder als Käufer noch Verkäufer der Aktien auftreten.

Dementsprechend hat die FINMA im Allgemeinen bei Anlagebetrug durch Unternehmen, welche ihre eigenen Aktien platzieren keine Möglichkeit einzugreifen, solange nicht Bewilligungsträger im Sinne von Art. 2 Abs. 1 FINIG an der Platzierung der Aktien mitwirken.

2. Zivilrechtliche Haftung

Da Privatplatzierungen nicht der Prospektspflicht unterstehen, kann es auch nicht zur Prospekthaftung im Sinne

von Art. 69 FIDLEG kommen.⁵¹ Hat ein Unternehmen allerdings falsche Angaben in den Unterlagen gemacht, die es zur Platzierung seiner Aktien abgibt⁵² oder macht es falsche Angaben in den Gesprächen, die mit einzelnen Investoren geführt werden, so haften die Personen, die daran mitwirken gemäss Art. 41 OR, da Täuschung im Zusammenhang mit dem Abschluss von Rechtsgeschäften widerrechtlich ist.⁵³ Soweit es sich bei den Personen, welche die täuschenden Aussagen machen, um Mitglieder des Verwaltungsrates oder Mitglieder der Geschäftsleitung der betreffenden Gesellschaft handelt, so haften diese auch nach Art. 754 OR.⁵⁴

Die Personen, die hinter derartigen betrügerischen Gesellschaften stehen, versuchen sich allerdings meist vor Ansprüchen der getäuschten Anleger und Strafverfolgung dadurch zu schützen, dass sie in ihrer Kommunikation mit den Anlegern auf die Risiken der technologischen Entwicklung hinweisen und auch festhalten, dass mit einem Totalverlust zu rechnen ist, falls die in Aussicht gestellte technische Lösung scheitern sollte. Derartige Risikohinweise können zivilrechtliche Ansprüche aber nicht verhindern, wenn die angepriesene Technologie von Anfang an nicht funktioniert – ein Risikohinweis weist nur darauf hin, dass eine in Aussicht gestellte Entwicklung allenfalls keinen Erfolg haben könnte. Ein derartiger Risikohinweis schützt aber nicht vor Haftung, wenn dieses Risiko im Zeitpunkt der Platzierung bereits vollumfänglich eingetreten ist, d.h. die Personen, welche die Aktien vertreiben in diesem Zeitpunkt schon wissen, dass das technologische Konzept, das sie den Investoren vorspiegeln, überhaupt nicht existiert oder nicht funktioniert. Soweit Pendragon bei der Privatplatzierung ihrer Aktien beispielsweise auf die möglichen Risiken bei der Markteinführung und Probleme bei der praktischen Anwendung der «Pendra» hinwies, schränkte dies die Haftung bezüglich der Täuschung nicht ein. Die Täuschung lag ja darin, dass die Organe und Berater der Gesellschaft unter Hinweis auf das bahnbrechende Konzept der «Pendra» Aktien platzierten, ohne darauf hinzuweisen, dass ein Dritter bereits festgestellt hatte, dass das Produkt überhaupt nicht funktionierte – es lag dementsprechend kein technologisches Konzept vor, das mit

⁴⁵ Art. 35 Abs. 1 FIDLEG e contrario; BAKER MCKENZIE, Neue Finanzmarktarchitektur – Das Wichtigste aus FIDLEG und FINIG – Unter Berücksichtigung der definitiven Verordnungstexte, 2. Aufl., Zürich 2021, § 7 Rz. 339; vgl. BEAT D. SPECK, Privatplatzierungen im Schweizerischen Primärkapitalmarkt, Diss., Bern 2009, 8.

⁴⁶ Normalerweise wendet sich das Angebot ja an weniger als 500 Anlegerinnen und Anleger (Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG), nur an Anlegerinnen und Anleger, die als professionelle Kunden gelten (Art. 36 Abs. 1 lit. a FIDLEG) oder verlangt eine Mindestinvestition von mindestens CHF 100'000 (Art. 36 Abs. 1 lit. c FIDLEG). Zum Teil wird aber auch die Ausgabe von Art. 36 Abs. 1 lit. e FIDLEG beansprucht, wenn der Zeitraum von 12 Monaten Aktien im Wert von weniger als CHF 8 Mio. emittiert werden.

⁴⁷ BAKER MCKENZIE (FN 45), § 7 Rz. 339.

⁴⁸ Vgl. ALEXANDER VOGEL/CHRISTOPH HEIZ/RETO LUTHIGER, FIDLEG/FINIG Kommentar: Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen und Bundesgesetz über die Finanzinstitute und weiteren Erlassen, Zürich 2020, Art. 39 N 1.

⁴⁹ FINMA, Überwachung als Kernaufgabe der FINMA, Alles zur Überwachung, <<https://www.finma.ch/de/ueberwachung/alles-zur-ueberwachung/>> (zuletzt besucht am 10.11.2021).

⁵⁰ Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEG i.V.m. Art. 3 lit. c FIDLEG; Baker McKenzie (FN 45), § 2 Rz. 58.

⁵¹ Art. 69 Abs. 1 FIDLEG e contrario; vgl. VOGEL/HEIZ/LUTHIGER (FN 48), Art. 69 N 2, 4.

⁵² Normalerweise wird ein Unternehmen, das versucht Aktien zu platzieren ein Information Memorandum oder eine Investorenpräsentation abgeben, um die potentiellen Investoren zu informieren.

⁵³ BGE 129 III 75, E. 2.6; BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754 N 24; Art. 28 Abs. 1 OR; BSK OR I-SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, Art. 28 N 12; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 18 N 16; BEAT D. SPECK (FN 45), 149 m.w.H.; PATRICK SCHLEIFFER/DAMIAN A. FISCHER, Prospektfreie Platzierungen, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 186 FN 260.

⁵⁴ BÖCKLI (FN 53), § 18 N 18; BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754 N 24, 27; ROLAND VON BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich 2011, Rz. 1259.

gewissen Risiken belastet war, sondern es lag schlicht gar nichts vor, was den Wert der Gesellschaft rechtfertigen konnte. Genau gleich müsste der Fall «Theranos» nach schweizerischem Recht beurteilt werden – Warnhinweise auf allfällige Probleme bei der Weiterentwicklung der Geräte zur Durchführung der Bluttests genügen nicht, wenn den Organen der Gesellschaft bekannt ist, dass die Geräte überhaupt nicht funktionieren bzw. nicht funktionieren können.

3. Strafrecht

Werden Aktien auf der Basis täuschender Angaben platziert, so stellt sich die Frage, ob ein Betrug im Sinne von Art. 146 StGB vorliegt. Das Tatbestandselement der «Vorspiegelung oder Unterdrückung von Tatsachen» zur Herbeiführung eines Irrtums dürfte in derartigen Fällen immer gegeben sein.⁵⁵ Damit stellt sich nur die Frage, ob die Täuschung tatsächlich arglistig war.⁵⁶

In einem Fall wie Theranos dürfte diese Arglist aber vorliegen, da CEO und Verwaltungsratspräsident des Unternehmens ein Lügengebäude im Sinne der bundesgerichtlichen Rechtsprechung⁵⁷ errichteten, indem sie verschiedene aufeinander abgestimmte Lügen verbreiteten⁵⁸ und auch noch Massnahmen trafen, um die auftretenden Probleme zu verschleiern, indem sie Whistleblower und andere Kritiker zum Schweigen brachten.

Die Frage der Arglist muss allerdings im Einzelfall geprüft werden, da die Hürde doch relativ hoch ist und sich auch immer die Frage einer «Opfermitverantwortung» stellt, wenn es sich um geschäftserfahrene Investoren handelt, die Gefahrensignale missachtet oder auf jede Due Diligence verzichtet haben.⁵⁹

IV. Schlussfolgerungen: Investors beware

Wenn Investoren in Privatplatzierungen Aktien von Start-up-Unternehmen im Hightech-Bereich erwerben, die ihre Bewertung vor allem mit bahnbrechenden Erfindungen oder Konzepten rechtfertigen, so gehen die Investoren immer ein grosses kommerzielles Risiko ein. Der Fall Theranos zeigt aber vor allem auf, welche Anzeichen in einem derartigen Fall auf einen Anlagebetrug hinweisen.

- **If it is too good to be true, then it might simply not be true:** Wenn ein Unternehmen geltend macht, dass es Konzepte für technologische Fortschritte hat, die alle bisherigen wissenschaftlichen Erkenntnisse infrage stellen, so ist eine kritische Sicht notwendig. Die Idee von Theranos, aus einer minimalen Menge Blut die verschiedensten Krankheiten zu diagnostizieren, widersprach bisherigen wissenschaftlichen Erkenntnissen genauso wie die Messung des Blutzuckerspiegels auf der Basis elektromagnetischer Impulse, die Pendragon versprach. Diese Lösungen waren schlicht «zu gut, um wahr zu sein» und waren deshalb letztlich auch nicht wahr. Investoren sollten in diesen Fällen trotz der blendenden Aussichten, die mit einem technologischen Durchbruch verbunden sind, kritisch bleiben und die in Aussicht gestellte technische Lösung hinterfragen. Im Fall Theranos haben tatsächlich viele Investoren, die angesprochen wurden, auf eine Investition verzichtet, weil sie von der Machbarkeit der technischen Lösung nicht überzeugt waren bzw. diese für unmöglich hielten und ihnen Geschäftsleitung und Forscher der Theranos das Funktionsprinzip nicht erklären konnten bzw. wollten.
- **Kein Verzicht auf Due Diligence:** Bei Theranos machte offenbar keiner der Investoren, die Aktien zu sehr hohen Bewertungen erwarben, eine vertiefte technologische oder finanzielle Due Diligence. Zahlen und technische Angaben wurden kritiklos akzeptiert und die Investoren akzeptierten auch die Weigerung der Geschäftsleitung, die Details der technischen Lösung des «Wundergerätes» offenzulegen, da diese mit dem Erfordernis begründet wurde, die einzigartige Technik der Gesellschaft vor Konkurrenten geheim zu halten. Investoren, die ohne technologische und finanzielle Due Diligence nicht investieren, haben konsequenterweise auf eine Investition verzichtet und damit einen Verlust vermieden – die Weigerung, eine Due Diligence zuzulassen, ist oft ein klarer Hinweis darauf, dass ein Problem besteht, das den Investoren nicht offengelegt werden soll.
- **Alarmsignal – Unterdrückung von Whistleblowern:** Theranos hat Whistleblower systematisch unterdrückt und diskreditiert. Obwohl die Whistleblower zum Teil auch an die Medien gelangt waren, haben die Investoren weiter investiert. Auch wenn die Organe der Gesellschaft Whistleblower im Normalfall als «neidische Querulanten» qualifizieren oder gegenüber Investoren behaupten, dass es sich um Mitarbeitende handelt, denen gekündigt wurde und nun «nachtreten», um die Aussagen abzuwehren, sind Whistleblower ein starkes Alarmzeichen. Dies sollte Investoren in jedem Fall dazu motivieren, eine vertiefte Due Diligence durchzuführen und den Vorwürfen nachzugehen – bei Theranos ging es ja beim Whistleblowing nicht um Probleme bei der Behandlung von Mitarbeitenden, sondern um zentrale

⁵⁵ Vgl. BSK StGB II-MAEDER/NIGGLI, Art. 146 N 126.

⁵⁶ Vgl. BSK StGB II-MAEDER/NIGGLI, Art. 146 N 61.

⁵⁷ BGE 119 IV 28, E. 3c; BGE 135 IV 76, E. 5.2.

⁵⁸ Insbesondere über die Leistungsfähigkeit der Geräte, die Verwendung der Geräte, die Verwendung von Geräten durch die amerikanische Armee und die mit dem Verkauf von Geräten bzw. Tests erreichte Umsätze und Erträge.

⁵⁹ BGE 142 IV 153, E. 2.2.2; BSK StGB II-MAEDER/NIGGLI, Art. 146 N 68, 94 ff., 100 ff.

Fragen der Technologie, welche die Investoren direkt berührten.

- **Alarmsignal – Keine Revisionsgesellschaft:** Auch das Fehlen einer Revisionsgesellschaft muss für Investoren ein Alarmsignal sein. Bei der Gründung verzichten in der Schweiz zwar viele Start-ups auf eine Revisionsgesellschaft, um diese Kosten zu sparen. Wenn ein Start-up aber eine Organisation mit einer gewissen Grösse aufgebaut hat, hohe laufende Kosten ausweist und bei der Aufnahme von Eigenkapital bei Drittinvestoren eine hohe Bewertung verlangt, so ist eine Revisionsgesellschaft unabdingbar, selbst wenn dies gesetzlich nicht notwendig ist. Dabei ist vor allem aber auch wesentlich, dass die Revisionsgesellschaft unabhängig ist und über eine gute Reputation verfügt. Bei Theranos stellt sich tatsächlich die Frage, weshalb Investoren derart hohe Beträge zur Verfügung stellten, ohne auf diesen Punkt zu achten.

Abschliessend stellt sich natürlich die Frage, ob Privatplatzierungen schärfer zu regulieren sind, um Betrugsfälle zu unterbinden. Unseres Erachtens würden die Kosten und Nachteile einer Regulierung allerdings in keinem Verhältnis zum verhüteten Schaden stehen – konsequenterweise müsste ja dann jede Kapitalaufnahme einer Prospektspflicht und irgendeiner Form der Aufsicht unterstellt werden, was die Kapitalaufnahme im KMU-Sektor bzw. bei Start-ups extrem verteuern und unverhältnismässig belasten würde. Unseres Erachtens genügt die konsequente Umsetzung der strafrechtlichen Normen und die davon ausgehende generalpräventive Wirkung in diesem Bereich.

Allgemein gilt aber der Grundsatz, dass Investoren selbst für ihre Anlagen verantwortlich sind und sich nicht von den grossartigen Aussichten technischer Durchbrüche mitreissen lassen sollten, sondern kritisch bleiben müssen und vor der Investition die notwendige Due Dilligence durchführen.