

Little Shop of Horrors

HOME24 Der Möbelhändler zeigt, mit welcher dubiosen Methoden Digitalfirmen an die Börse gepeitscht werden. Den Großschaden haben die Aktionäre.

Am 15. Juni 2018 liefert Marc Appelhoff (40) noch einmal eine solide Inszenierung ab. Gemeinsam mit seinem Team ist er mit dem ICE von Berlin nach Frankfurt gefahren, um den Börsengang von Home24 einzuläuten. Der Online-möbelshop, dessen Vorstandschef er ist, erscheint da als digitale Zukunftschance, verlustreich noch, aber mit viel Potenzial. Typisch für Oliver Samwers (46) Rocket Internet, das Home24 gemeinsam mit dem schwedischen Investor Kinnevik über die Jahre pöppelte.

Appelhoff steht vor der Börse und posiert für die Fotografen. Er reckt die linke Hand in Siegerpose nach oben. Drinnen haben seine Leute das Parkett in eine Möbelausstellung verwandelt: olivgrünes Sofa, beigefarbener Ledersessel, gläserner Beistelltisch.

Als der Erstkurs verkündet wird, jubeln die Berliner. Mit 28,50 Euro liegt er mehr als 20 Prozent über dem Ausgabepreis. Appelhoff und sein Studienfreund Christoph Cordes (39), im Home24-Vorstand fürs Operative verantwortlich, strecken die Börsenglocke in die Höhe und läuten. „Woohoo!“, ruft Appelhoff.

Ihr Unternehmen sammelt an diesem Freitag mit ihrem Initial Public Offering (IPO) über 165 Millionen Euro ein, Börsenportale bejubeln einen „Traumstart“. Abends, zurück in Berlin, feiern Appelhoff und Cordes mit ihren Führungskollegen im Club „Weekend“, hoch über dem Alexanderplatz.

Den Berlinern war ein Coup gelungen. Sie brachten ein Unternehmen an die Börse, das dort nie hätte landen dürfen. Für den IPO-Prospekt aufgehübscht, abhängig von immer neuen Kapitalspritzen und mit einem Geschäft, das noch immer nicht skaliert. So war der Börsengang wohl der größte Erfolg, den Home24 je verbuchen wird. Nur ein Jahr später hat das Unternehmen rund 85 Prozent seines Wertes verloren (siehe Grafik „Verramscht“ Seite 82).

Home24 ist ein Extrem-, aber kein Einzelfall. Besonders bei E-Commerce-Unternehmen sind die Einbrüche schon Monate nach Börsengang oft dramatisch. Der Onlineeinrichtungsklub Westwing, ein Unternehmen, das Rocket Internet kurz nach Home24 an die Börse gebracht hat? Hat inzwischen

über 60 Prozent des Börsenwerts verloren. Die Kochboxdienste Marley Spoon, Blue Apron und HelloFresh? Alle im Minus, Blue Apron hat sogar über 90 Prozent eingebüßt. Windeln.de, aufgepumpt von Goldman Sachs und Deutsche Bank? 99,1 Prozent Kursverlust.

Als Nächstes steht der Börsengang der Global Fashion Group an, die Mode außerhalb Europas anbietet. Rocket Internet hat sie aufgebaut, Hauptaktionär ist inzwischen Finanzinvestor Kinnevik.

Es lohnt sich, auch da genau hinzusehen, denn Internetunternehmen können die Zahlen besser schön als die Offlinekonkurrenz. „Bei E-Commerce-Unternehmen geht es besonders leicht. Durch das punktuelle Hochfahren der Marketingausgaben kann schnell ein künstlicher, also nicht nachhaltiger Umsatzanstieg erzielt werden, sodass eine Fehlzündung wie Home24 plötzlich als Rakete erscheint – zumindest für den Moment des Börsengangs“, sagt der bekannte Internetunternehmer und -investor Sven Schmidt, früher Venture Partner beim renommierten Risikokapitalgeber Accel.

Rocket-Boss Oliver Samwer ist talentiert darin, seine Portfoliofirmen genau zum richtigen Zeitpunkt zu platzieren. Egal ob Home24, Westwing oder etliche andere Rocket-Unternehmen: Sie wurden „alle zur Höchstbewertung“ an die Börse gebracht, resümiert Christoph Bast, Analyst vom Bankhaus Lampe. Danach folgte – mit wenigen Ausnahmen – der Absturz.

„Die Börsengänge laufen wie ein Zaubertrick“, erklärt ein Rocket-Insider. Selbst der größte Schrotthaufen erstrahlt plötzlich als goldenes Schloss. An Home24 kann man sehen, wie die Trickerei funktioniert. Start-up-Experte Schmidt nennt es „ein Paradebeispiel für das Optimieren hart an der Grenze zur bewussten Täuschung der Anleger“.

Tatsächlich gehört eine gehörige Portion Dreistigkeit dazu, ein Unternehmen so zu verkaufen wie Appelhoff am Tag des Börsengangs. So erklärte er einem Journalisten treuherzig, dass sich das Marktwachstum gerade „beschleunige“. Home24 wolle sogar „schneller wachsen“ als der Markt. Im ersten Quartal habe man „bereits“ um 30 Prozent ➤

LUFTNUMMER

Marc Appelhoff,
CEO des Möbel-
händlers Home24,
suggerierte beim
Börsengang, sein
Geschäft sei dabei
abzuheben.
In Wirklichkeit
schmierte
es schon ab.





zugelegt. Wie eine Rakete, die gerade den Nachbrenner zündet.

In Wirklichkeit war Home24 bereits im April und Mai ins Taumeln geraten – im Juni, also im Monat des Börsengangs, ging es Mitarbeitern zufolge dann besonders rapide abwärts. Statt mit 30 Prozent, wie im ersten Quartal, wuchs der Umsatz bloß um 8 Prozent. In Europa schrumpfte das Geschäft sogar. Explodierte war nur der Verlust, er hatte sich fast verdoppelt. Home24 zeigte sich plötzlich wieder so wie in den Jahren vor dem Börsengang: als ein E-Commerce-Schauermärchen, das einfach nicht enden will (siehe Grafik „Aufgehübscht“ Seite 82).

Möchtegern-Ikea-Killer

Rocket Internet hatte Home24 kurz nach dem Modeshop Zalando gegründet, bis heute einer seiner größten Erfolge. Diese Story wollte man nun im Möbelbusiness wiederholen und sogar Branchenprimus Ikea in die Schranken weisen („Kill Billy“). Home24 bezog sogar wehevoll ehemalige Zalando-Büros. Doch während das Original rasant wuchs, mit Milliardenbewertung an die Börse ging und seit Jahren profitabel wirtschaftet, kam Home24 nicht vom Fleck.

Versuche, mit aggressiver TV-Werbung eine Marke aufzubauen, rechneten sich nicht. Die Kauffre-



DIE DRAHTZIEHER

Oliver Samwer (oben) und **Cristina Stenbeck** (Kinnevik) finanzierten Home24 vor dem Börsengang. Jetzt steigt Samwer schnell aus.

quenz ist bei Möbeln einfach zu gering. Ein neues Sofa wird nicht alle drei Monate geordert. Und die Logistik? Viel komplexer als bei Schuhboxen. Kunden klagen über Falschlieferungen, die teils mit Schäden und in kaputten Kartons bei ihnen ankamen.

Mehrfach richtete Rocket das Geschäftsmodell neu aus und wechselte die Manager durch. Allein in den drei Jahren vor dem Börsengang wurden knapp 200 Millionen Euro in das Start-up gepumpt. Home24 blieb dennoch tief in den roten Zahlen – ohne, wie bei erfolgreichen Digitalmodellen üblich, nennenswert zu wachsen.

Vor zwei Jahren dann, so berichten es mehrere Insider, soll Oliver Samwer die Geduld verlo-

ren haben. Er habe darauf gedrungen, das Unternehmen „loszuwerden“.

Niemand hat in den letzten Jahren mehr Digitalunternehmen an die Börse gebracht als der Rocket-Chef. Mit dabei waren fast immer die Banker von Berenberg, bekannt dafür, alles für ihre Kunden herauszuholen. Und zwei Anwälte: Sascha Leske, Partner der Kanzlei Noerr, sowie der Sullivan-&-Cromwell-Partner Carsten Berrar, ein IPO-Profi, ohne den kaum ein Digitalbörsengang in Deutschland auskommt.

Die Topleute tolerieren, dass der Rocket-Chef auch an Feiertagen abends spät anruft. Statt „Hallo“ oder „Guten Abend“ heißt es dann nur: „Ich habe eine Frage.“ Über Sascha Leske, quasi Rockets Hausanwalt, der das Samwer-Imperium besser kennen soll als jeder andere, wird nur halb im Spaß erzählt, dass er hauptsächlich wegen der Zeitverschiebung nach New York umgesiedelt sei. Samwer könne ihn so in Hochphasen nur noch den halben Tag lang im 15-Minuten-Takt mit Fragen löchern.

Damit die Platzierung der stets defizitär operierenden Unternehmen gelingt, hat Samwers schnelle Einpeitschtruppe eine neue Art des Investorenbezirks entwickelt. Sie kommen früher als andere, machen mehr Meetings und tragen dabei besonders dick auf.

Erstmals kam die Methode bei Rockets eigenem Börsengang zum Tragen. Samwer drängte darauf, schon früh mehr Investoren als üblich zu treffen, damit seine Geschichte von der größten Internetplattform außerhalb der USA und Chinas ihre Macht entfalten konnte. Am Ende schickte seine Truppe vier Teams gleichzeitig los, die in mehreren Ländern für Rocket warben. Rund 80 bis 100 Meetings fanden so noch vor der eigentlichen Roadshow statt. In Samwers Team freut man sich bis heute über die damalige Chuzpe: „Alibaba macht China, Amazon

Fotos: Thies Raetzke / laif, Magnus Hjalmarsson, Neideman / TT News / Reuters

die USA und wir den Rest der Welt – darauf muss man erst mal kommen.“

Die Story war so überzeugend, dass Rockets Kurs nach dem IPO anhub – angefacht auch durch aufgeblasene Bewertungen der Portfoliounternehmen. Home24 wurde zwischenzeitlich auf fast eine Milliarde Euro taxiert. Dann brach der Kurs ein, die Rocket-Aktie krebst heute weit unter Ausgabepreis vor sich hin.

Dafür profitiert inzwischen Rockets Portfolio von den Verkaufstricks. Bei Home24 begannen die Vorbereitungen 2017. Mit dem Management wurde damals ein Anreizsystem verhandelt, das Appelhoff und Cordes klarmachte: Richtig verdienen würden sie nur, wenn es ihnen gelingen sollte, ihren Laden an die Börse zu bringen – und zwar zu einer möglichst hohen Bewertung.

Zu jener Zeit schien das unmöglich: Home24 war nicht nur defizitär, sondern wuchs auch praktisch nicht. Also musste dringend neuer Umsatz her. Das wenig einfallreiche Mittel der Wahl: TV-Werbung. Im Juli 2017 ging das Management

einen Deal mit der TV-Gruppe ProSiebenSat.1 ein, der Home24 bis heute teuer zu stehen kommt. Im Prinzip geht es um Werbung auf Pump. Das Elegante: Home24 konnte die Kosten teilweise auf die Zeit nach dem Börsengang verschieben. Das Geschäft war so strukturiert, dass SevenVentures, der Investmentarm von ProSiebenSat.1, erst bei einem Börsengang eine Erlösbeteiligung von etlichen Millionen erhalten sollte.

So sprang das Geschäft genau rechtzeitig an. Home24 konnte sich den Investoren zum IPO als Wachstumsstory verkaufen.

Kennzahlenkosmetik

Heute zeigt sich die Kehrseite: Bis der Deal Ende 2019 ausläuft, muss das Unternehmen nun relativ teures TV-Volumen in München einkaufen, wie intern geklagt wird.

Für die weitere Kosmetik war Sullivan-&-Cromwell-Partner Berrar zuständig. Der charismatische Jurist versteht sich darauf, die Börsenstory im Prospekt mit glänzenden Zahlen zu untermauern,

ohne das Unternehmen dabei für Klagen angreifbar zu machen.

In den Prospekt komme nur, was sich rechtlich einwandfrei in den Buchhaltungsunterlagen rückrechnen lasse, berichten Insider. „Voodoo-Kennzahlen“ fliegen raus. Oliver Samwer sei in dieser Hinsicht „ultrakonservativ“, beteuern Beteiligte. Doch was rechtlich möglich ist, wird ausgenutzt.

Der Kern der Prospektstory: potenziellen Investoren zu vermitteln, dass das Unternehmen in absehbarer Zeit das Wachstum auch in Profite verwandeln kann. Eine Gratwanderung, da der Prospekt auch für den Fall stimmen muss, dass es ganz anders kommt.

So prognostizierte Home24 beim Börsengang für 2018 ein Wachstum von 30 Prozent oder mehr. Angesichts des Einbruchs im zweiten Quartal war das wenig realistisch – und tatsächlich verfehlte Home24 das Ziel brutal. Mit 13 Prozent lag das Wachstum bei weniger als der Hälfte.

Berrar und Co. hatten jedoch vorgesorgt. Appelhoff verweist heute da- ➤

Mehr im Blick



International erfolgreich.

23 Länder. 2.500 Asset-Finance-Experten.

Alles dreht sich um Ihre Investitionen. Für einen perfekten Auslandsauftritt. Wir sind überall persönlich für Sie da:
mehr-im-blick.com

Finanzgruppe

Deutsche Leasing

rauf, dass der Wachstumsrückgang sehr wohl im Prospekt festgehalten wurde: Dort wurde vermerkt, dass das ungewöhnlich warme Wetter zu Umsatzrückgängen im zweiten Quartal führen werde. Da stand auch, dass das Unternehmen im zweiten Halbjahr umso schneller wachsen könne – eine Hoffnung, die sich nicht erfüllte.

Auch an anderer Stelle hatte man sich abgesichert. So irritierte Home24 die Analysten nach dem Börsengang damit, dass die katastrophalen Zahlen angeblich mit der Einführung des neuen SAP-Systems zusammenhängen. Dabei war im Prospekt an mehreren Stellen bereits von einer „erfolgreichen Implementierung“ die Rede gewesen. Der Deckungsbeitrag sollte deswegen gar um 10 Prozentpunkte gestiegen sein. Doch in einem Nebensatz hieß es, die SAP-Einführung könne noch zu „Störungen und zusätzlichen Kosten“ führen.

Cash dringend benötigt

Auf diese Formulierung der Home24-Anwälte verweist heute Marc Appelhoff. An einem Dienstag im April sitzt er im grauen Pulli in der Berliner Home24-Zentrale und versucht die Ungereimtheiten zu erklären. Der Chef verkauft die Probleme als eine Verkettung unglücklicher Umstände. Umstellung auf SAP, du meine Güte, wo ist das je glattgelaufen?

Appelhoff, Sohn eines ehemaligen Karstadt-Vorstands, ist ein

ruhiger, vertrauenerweckender Gesprächspartner, der seriöser auftritt als viele Berliner Start-up-Lenker. Das hilft ihm – und bis heute vermittelt er, dass sein Unternehmen noch sehr viel Potenzial habe. Sobald das neue Lager steht. Oder ein nasser Sommer kommt. Oder einfach öfter online ein Sofa bestellt wird.

Zur bitteren Wahrheit gehört allerdings: Hätte er Home24 damals nicht an die Börse geprügelt, würde es das Unternehmen vielleicht gar nicht mehr geben.

„Ein Börsengang mit den Zahlen der späteren Quartale wäre praktisch unmöglich gewesen“, sagt E-Commerce-Analyst Jochen Krisch („Exciting Commerce“). Rocket Internet und die anderen Investoren hätten neue Finanzquellen für das Unternehmen finden – oder es pleitegehen lassen müssen.

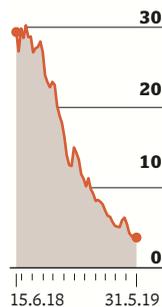
Denn Cash brauchten die Berliner dringend. Im Quartal vor dem Börsengang hatte Home24 gerade noch knapp neun Millionen Euro auf dem Konto. Verbrannt wurden allein im folgenden Quartal über 20 Millionen Euro. Insgesamt hat Home24 seit dem Börsengang fast 90 Millionen Euro verbraucht – und ein Ende ist nicht abzusehen.

Anfang April waren noch rund 80 Millionen Euro in der Kasse. Beim derzeitigen Tempo der Kapitalvernichtung reicht das gerade noch neun Monate, sofern das Management die Kosten nicht stark reduzieren kann, etwa in-

Ein Börsengang mit den Zahlen der späteren Quartale wäre praktisch unmöglich gewesen.“

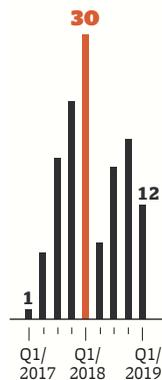
Jochen Krisch, E-Commerce-Analyst

VERRAMSCHT
Kursentwicklung der Home24-Aktie seit dem Börsengang, in Euro

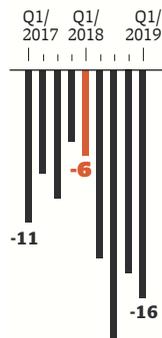


AUFGEHÜBSCHT
Geschäftszahlen von Home24, rot zum Börsengang

Umsatzwachstum¹, in Prozent



Bereinigte Ebitda-Marge, in Prozent



¹ Im Vergleich zum Vorjahr.
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Unternehmen, mm-Recherche
Grafik: mm

dem es das Marketing drosselt. Doch dann droht das Wachstum einzubrechen und das Geschäft in der Bedeutungslosigkeit zu versinken.

Die Altinvestoren scheinen das existenzielle Problem zu sehen, sie trennen sich auffällig schnell von ihren Anteilen. Wenn Home24 wieder Geld braucht, könnte Oliver Samwer schon nicht mehr an dem Unternehmen beteiligt sein. Bei Home24 hat Rocket bereits mehr als ein Drittel seiner Anteile verkauft (Erlös: rund 23 Millionen Euro). Die Restbeteiligung (18,8 Prozent) ist noch mal knapp 20 Millionen Euro wert. Rocket baut die eigene Position bei Börsengängen häufig schnell ab, manchmal noch vor Ablauf der Haltefrist. Das ist legal, wenn die Konsortialbanken zustimmen, und – klar – Samwers Hausbanker winken das Anliegen häufig durch.

Inzwischen bewegt sich Samwer selbst bei Börsengängen mitunter im Hintergrund, wie beispielsweise jüngst bei Jumia. Den afrikanischen E-Commerce-Marktplatz brachte man im April in New York an die Börse. Auch Samwer war vor Ort, unbemerkt von der Presse. Die PR-Strategen hatten für den wahren Initiator des Unternehmens keinen Platz auf dem berühmten Balkon der New Yorker Börse vorgesehen.

Obwohl die Kurse der letzten Rocket-IPOs am Boden lagen, konnte so die als „Amazon für Afrika“ verkaufte E-Commerce-Gruppe trotz enormer Verluste mit Milliardenbewertung an die Börse gehen. Der Kurs verdoppelte sich sogar kurzzeitig fast – bevor er Tage später einbrach.

Mit dabei im Hintergrund waren natürlich wieder: Leske, Berrar und die Berenberg-Banker.

Selbst im eigenen Haus stauen manche, wie das immer wieder funktioniert.

Philipp Alvares de Souza Soares/
Jonas Rest