



Viele Privatanleger zeichneten die Anleihen der German Pellets GmbH, die in den Jahren 2011, 2013 und 2014 emittiert wurden. Das ausstehende Gesamtvolumen dieser Anleihen lag zum 31.12.2014 bei rund 208 Mio. Euro. Damit zählt die German Pellets GmbH zu einem der größten Emittenten von Mittelstandsanleihen in Deutschland.

Der Geschäftsbericht über das Geschäftsjahr 2014 wirft aus Sicht unserer Redaktion jedoch zahlreiche Fragen auf, die auch die Fähigkeit der German Pellets GmbH betreffen könnten, die emittierten Anleihen zurückzuzahlen.

Große Konkurrenz am Heizmarkt

German Pellets zählt sich nach eigener Einschätzung zu den weltweit führenden Produzenten und Händlern von Holzpellets. In Deutschland wird das Heizen mit Pellets immer beliebter. Pellets sind gepresste Holzstäbchen oder -kugeln, die in speziellen Pelletöfen verfeuert werden. Im Jahr 2014 heizten laut dem Statistik-Portal Statista 3 % der deutschen Haushalte mit Holz oder Pellets. Der beliebteste Energieträger ist laut Statista jedoch weiterhin Gas, fast die Hälfte der deutschen Haushalte vertraut darauf. Rund 26 % nutzen laut Statista Heizöl, Fernwärme kommt immerhin auf 13,5 % Marktanteil.

Von den Kosten für die Verbraucher sind die Pellets gegenüber Gas und Heizöl, zumindest zum aktuellen Zeitpunkt, leicht im Vorteil. Dieser Vorteil ist jedoch auch zum Teil auf staatliche Förderprogramme für Pelletöfen zurückzuführen.

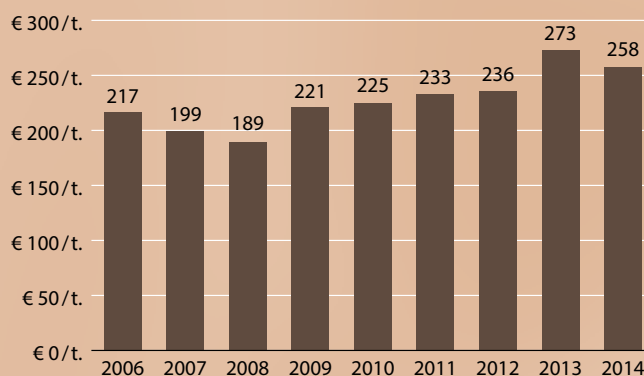
Die German Pellets GmbH

Die German Pellets GmbH wurde 2005 von Peter H. Leibold in Wismar gegründet. Zum Unternehmen gehören zahlreiche Tochterfirmen. Bei einigen davon handelt es sich um ehemalige Wettbewerber, die übernommen und in den Konzern eingegliedert wurden. Die Pelletproduktion findet laut Geschäftsbericht 2014 an 15 Standorten in Deutschland, Österreich sowie den USA statt. Bei den Produktionswerken handelt es sich entweder um eigene Werke der German-Pellets-Gruppe oder um Werke Dritter, die durch die German-Pellets-Gruppe nur betrieben werden. Weiterhin hat sich German Pellets die Produktion von Dritten durch Lieferverträge gesichert. Neben der Produktion und dem Handel von Holzpellets produziert und vermarktet die Gesellschaft auch „grüne“ Wärme und Ökostrom. Außerdem ist man als Hersteller von Tierhygiene-Produkten aktiv.

German Pellets hat sich vorgenommen, weltweit weiter zu wachsen. Ein besonderer Fokus liegt hierbei seit einigen Jahren auf den USA. In den USA betreibt das Unternehmen zwei Pellet-Produktionsstätten in Texas und Louisiana. Nach eigenen Angaben wurde der Standort USA aufgrund der niedrigeren Rohstoff- und Energiekosten

Durchschnittspreise von Holzpellets p.a.

Abgebildet werden die Verbraucherpreise bei Abnahme von sechs Tonnen Pellets der Güteklasse ENplus A1 inkl. MwSt. und sonstigen Kosten.



Quelle: Deutsches Pelletinstitut GmbH, bis 2010 Solar Promotion, ab 2011 Deutsches Pelletinstitut (DEPI)

gewählt. Hauptabsatzmarkt für die dort produzierten Pellets ist allerdings ein anderer: Vor allem große Energiekonzerne in Westeuropa, die ihre Wärme- und Stromproduktionsanlagen mit Pellets befeuern, sollen mit diesen Pellets beliefert werden.

Im Jahr 2014 erzielte der German-Pellets-Konzern Umsätze in Höhe von rund 593 Mio. Euro und erwirtschaftete ein Ergebnis nach Steuern in Höhe von rund 7,9 Mio. Euro. Zum 23.6.2015 waren laut Handelsregister der Geschäftsführer Peter H. Leibold zu 60 % und Anna Kathrin Leibold zu 40 % Gesellschafter der German Pellets GmbH.

Die German-Pellets-Anleihen

Das Wachstum der German-Pellets-Gruppe wurde in den letzten Jahren durch besicherte Bankenfinanzierungen und vor allem durch die Emission von Unternehmensanleihen finanziert. Bislang wurden von der German Pellets GmbH mehrere Anleihen emittiert, die alle u. a. auch bei Privatanlegern platziert wurden. Drei der emittierten Anleihen sind noch ausstehend:

Die erste dieser drei ausstehenden Anleihen wurde im Jahr 2011 begeben und hat ein Emissionsvolumen von 80 Mio. Euro. Sie muss am 1.4.2016 zurückgezahlt werden. Die Zinsen in Höhe von 7,25 % p. a. sind jährlich zum 1. April eines Jahres zur Zahlung fällig. Die Anleihe wurde nach Angaben der Gesellschaft voll platziert. ▶

Auch die im Jahr 2013 emittierte zweite Unternehmensanleihe konnte laut Unternehmensangaben in zwei Schritten mit einem Emissionsvolumen in Höhe von 72 Mio. Euro voll platziert werden. Die zweite Anleihe wird ebenfalls jährlich zum 9. Juli eines Jahres mit 7,25 % p. a. verzinst und ist am 9.7.2018 zur Rückzahlung fällig.

Die dritte Anleihe schließlich wurde erst gegen Ende des letzten Jahres mit einem Volumen von 100 Mio. Euro emittiert. Wie die beiden anderen wird auch diese Anleihe mit 7,25 % p. a. verzinst. Die Rückzahlung dieser dritten Anleihe steht am 27.11.2019 an. Besonderheit bei der dritten Anleihe ist, dass diese nicht komplett neu gezeichnet wurde, sondern dass ein Teil der ersten Anleihe in Höhe von 26 Mio. Euro von den Anleihehabern in diese dritte Anleihe getauscht wurde. Neben dem Umtausch hat German Pellets Anleihen auch teilweise zurückgekauft, sodass man zum 31.12.2014 Anleihen mit einem Nennwert von rund 208 Mio. Euro ausstehend hatte.

Neben den Anleihen hat die German-Pellets-Gruppe über die Tochtergesellschaft German Pellets Genussrechte GmbH in den letzten Jahren auch Genussrechte zur Unternehmensfinanzierung begeben. Zum Bilanzstichtag am 31.12.2014 betrug das ausstehende Nominalvolumen des Genussrechtskapitals rund 34,7 Mio. Euro. Die Laufzeit der Genussrechte beträgt mindestens fünf Jahre und den Anlegern wird ein ergebnisabhängiger Zinssatz von 8 % p. a. in Aussicht gestellt.

Anleihen und Genussrechte zusammengenommen, hatte die Gesellschaft Ende 2014 somit rund 242,6 Mio. Euro an Kapitalmarktverbindlichkeiten ausstehend, die unserer Einschätzung nach wohl zu einem wesentlichen Teil von Privatanlegern gehalten werden. Ein Grund mehr, uns das Unternehmen einmal genauer anzuschauen.

Intransparente Unternehmensstruktur

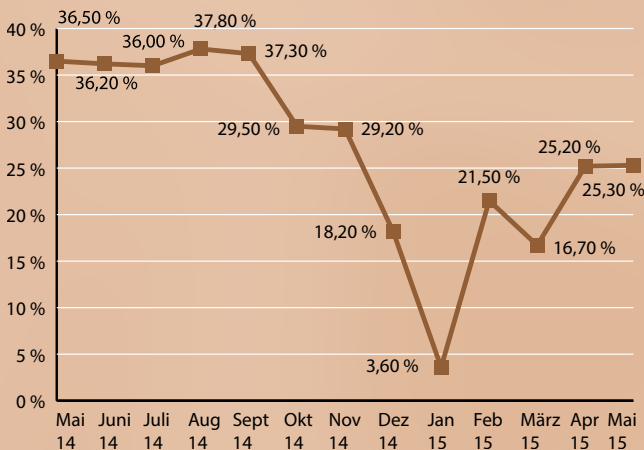
Auf den ersten Blick erscheint uns bereits die Unternehmensstruktur sehr komplex. Zwar hatte die German Pellets GmbH Ende 2014 nur 26 Tochtergesellschaften und hielt an sieben weiteren Gesellschaften eine wesentliche Beteiligung, was für ein Unternehmen mit einem Jahresumsatz von über einer halben Milliarde Euro nichts Ungewöhnliches ist.

Es fällt jedoch auf, dass die German Pellets GmbH eine Vielzahl von Geschäftsbeziehungen zu Gesellschaften aufweist, die im Einflussbereich von Gründer und Geschäftsführer der German Pellets GmbH Peter H. Leibold liegen, jedoch nicht zum German-Pellets-Konzern gehören.

Ein Beispiel hierzu gefällig? Bitte schön: German Pellets hat in den USA für die amerikanischen Gesellschaften Louisiana Pellets Inc. und Texas Pellets Inc., an denen die German Pellets GmbH nicht beteiligt ist und die im Einflussbereich von Peter H. Leibold zwei Anlagen zur Pelletsproduktion gebaut. Finanziert wurde dieser Bau mit Garantien in Höhe von insgesamt rund 58,7 Mio. US-Dollar der German Pellets GmbH gegenüber dem Treuhänder von Gläubigern der in den USA ansässigen, nicht zum German-Pellets-Konzern gehörenden Gesellschaften Louisiana Pellets Inc. und Texas Pellets Inc. Diese beiden Gesellschaften haben

Preisvorteil von Pellets gegenüber Heizöl

Der starke Ölpreisverfall gegen Ende des Jahres 2014 ließ den Preisvorteil von Pellets gegenüber Heizöl zwischenzeitlich auf nur noch 3,60 % schrumpfen.



Quelle: Deutsches Pelletinstitut GmbH, Brennstoffspiegel, esyoil

laut dem Geschäftsbericht 2014 wiederum Verträge mit Tochtergesellschaften der German Pellets GmbH, die es dem German-Pellets-Konzern ermöglichen, die beiden Werke zur Produktion von Pellets zu nutzen.

Allein diese Konstruktion für sich genommen erscheint uns schon etwas gewöhnungsbedürftig. Es ist doch schwer nachzuvollziehen, warum die beiden US-Werke zur Pelletproduktion nicht einfach direkt von Tochtergesellschaften der German Pellets GmbH gebaut wurden. Richtig fragwürdig erscheint die Konstellation aus unserer Sicht aber, wenn im Geschäftsbericht 2014 ausdrücklich darauf hingewiesen wird, dass die Verträge zwischen den zum German-Pellets-Konzern gehörenden Gesellschaften und den beiden US-Gesellschaften Louisiana Pellets Inc. und der Texas Pellets Inc. nicht zu marktüblichen Konditionen abgeschlossen worden seien.

Da stellt sich dem neutralen Beobachter doch die Frage: Warum nicht? Unserer Meinung nach ist dies für größere Unternehmen eigentlich ein unübliches Vorgehen, da alleine schon aus steuerlichen Gesichtspunkten stets darauf geachtet werden sollte, dass die Transaktionspreise innerhalb eines Konzerns und auch mit externen Dritten einem Marktpreisvergleich standhalten können.

In Sachen Transparenz ist uns noch ein weiterer Kritikpunkt aufgefallen. Er betrifft die Umsatzdarstellung der German Pellets GmbH im Geschäftsbericht 2014: Dort wurden die Erlöse für durchgeführte Werksneubauten, u. a. für die beiden oben aufgeführten US-Gesellschaften, im Anhang zum Geschäftsbericht in dem Segment „Erlöse Handelsware“ aufgeführt, ohne diese in der tabellarischen Form gesondert auszuweisen. Diese „Erlöse Handelsware“ betragen 2014 360 Mio. Euro, immerhin 103 Mio. Euro davon machten die „Erlöse“ für die Werksneubauten aus.



Nun fragt man sich natürlich schon, was der Bau von Pelletswerken mit Erlösen aus dem Handel von Pellets zu tun hat? Und auch wenn man in der textlichen Erläuterung zur Umsatztafel auf den Anteil der Werksneubauten eingeht, warum hat man diesen nicht transparent in der tabellarischen Form separat ausgewiesen?

Ein angenehmer Nebeneffekt der unserer Meinung nach unglücklichen Darstellungsform ist für die Gesellschaft in jedem Fall, dass dadurch die Erlöse aus dem Handelsgeschäft auf den ersten Blick höher erscheinen.

So sind wir letztlich der Ansicht, dass die unserer Meinung nach intransparenten Darstellungsweisen und unüblich gestalteten Unternehmensstrukturen es Dritten erschweren, sich ein umfassendes Bild über die Vermögens- und Ertragssituation des Unternehmens zu machen. Investoren sollten derartige Konstellationen stets zur Vorsicht mahnen.

Wo sind die Anleihegelder geblieben?

Nicht nachvollziehbar ist aus unserer Sicht auch die (Konzern-) Kapitalflussrechnung für das Jahr 2014, welche dem Geschäftsbericht 2014 zu entnehmen ist. Um dies aufzuzeigen, wollen wir an dieser Stelle nur ein Beispiel nennen:

So hat die Gesellschaft am 26.11.2014 vermeldet, dass die Anleihe 2014/2019 mit einem Gesamtvolumen in Höhe von 100 Mio. Euro voll platziert worden ist. Die Kapitalflussrechnung des German Pellets-Konzerns weist für das Geschäftsjahr 2014 jedoch nur „Einzahlungen aus der Begebung von Anleihen“ in Höhe von 55,9 Mio. Euro aus. Auf unsere Nachfrage bei der Gesellschaft hin wurde uns mitgeteilt, dass „die sich über den Jahreswechsel hingezogene Abwicklung für einen Teilbetrag der Anleihe 2014/2019“ für diesen Umstand verantwortlich sei.

Aus unserer Sicht ist dies zunächst einmal nicht nachvollziehbar, da die Abwicklung einer Anleiheplatzierung in der Regel keine fünf Wochen in Anspruch nehmen sollte. Ferner müssten dann, sofern die Anleihen platziert, aber noch nicht bezahlt wurden, unserer Meinung nach zumindest Forderungen gegenüber den Käufern der Anleihen vorhanden sein. Dem Geschäftsbericht 2014 konnten wir aber vergleichbare Positionen nicht entnehmen. Das könnte darauf hindeuten, dass eine solche Forderung nicht existiert. Es bleibt aus unserer Sicht zumindest rätselhaft, wie die Darstellung im Geschäftsbericht mit der Meldung vom 26.11.2014 in Übereinstimmung zu bringen ist.

Ein Hauch von Selbstbedienungsmentalität

Und ein weiterer Punkt gibt uns Rätsel auf: die gewährten Gesellschafterdarlehen. Insgesamt waren zum 31.12.2014 Darlehen in Höhe von rund 4,5 Mio. Euro ausstehend. Angesichts der hohen und teuren Finanzverbindlichkeiten fragen wir uns, warum überhaupt Darlehen ausgereicht werden und freie Liquidität nicht besser zur Tilgung der Finanzverbindlichkeiten verwendet wird? ▶

Finanzdaten der German Pellets GmbH

German Pellets konnte den Konzernumsatz in den letzten fünf Jahren zwar deutlich von rund 160 Mio. Euro 2010 auf rund 593 Mio. Euro 2014 ausweiten. Dies hat sich jedoch nicht entsprechend im Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit niedergeschlagen. Aufgrund der zeitgleich angestiegenen Verbindlichkeiten könnte es unserer Einschätzung nach für die Gesellschaft daher immer schwieriger werden, die Verbindlichkeiten zurückzuzahlen.

(Alle Angaben in Tausende Euro)	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Umsatz	593.007	556.907	519.095	286.092	159.548
Jahresüberschuss	7.882	4.500	4.425	1.758	3.902
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	16.021	-1.807	19.217	-30.605	13.270
Eigenkapital	73.228	56.248	37.929	30.372	22.878
Bilanzsumme	494.785	443.620	321.801	270.980	168.688
Verbindlichkeiten	403.731	368.724	264.770	221.017	126.808
Anleiheverbindlichkeiten	207.942	154.400	86.400	90.000	10.000
Eigenkapitalquote	14,8 %	12,7 %	11,8 %	11,2 %	13,6 %

Quelle: Unternehmensangaben, eigene Berechnungen zur EK-Quote



Aber sind ja die vielleicht Gesellschafterdarlehen besser verzinst und das Geschäft rechnet sich für die German Pellets GmbH? Daran haben wir Zweifel. Denn während man für die Finanzverbindlichkeiten (vor Platzierungskosten!) Zinsen zwischen 7,25 % p. a. (Anleihen) und 8 % p. a. (Genussrechte) bezahlt, bekommt man für die Gesellschafterdarlehen im Allgemeinen nur Zinsen zwischen 3 und 9 %. Dazu kommt für die gewährten Darlehen ein Ausfallrisiko, auf welches im Wertpapierprospekt der Anleihe 2014/2019 sogar explizit hingewiesen wird. Es stellt sich uns die Frage, inwieweit die Gesellschafter über ausreichend Vermögenswerte außerhalb der Beteiligung der German Pellets GmbH besitzen, sodass im Falle einer Insolvenz der German Pellets GmbH die Forderung gegenüber den Gesellschaftern auch noch werthaltig wäre? Auf Anfrage der Redaktion, warum überhaupt Darlehen an Gesellschafter gewährt werden, wer die Bonität des Darlehensnehmers überprüft hat und zu welchem Durchschnittszins die Darlehen vergeben worden sind, haben wir von der Kommunikationsabteilung der German Pellets GmbH nur die aus unserer Sicht ausweichende Antwort, dass es „sich um Darlehen an die Gesellschafter, die nominal für allgemeine Geschäftszwecke ausgezahlt wurden“, handelt. Auf unsere konkreten Fragen ging die Gesellschaft in keiner Weise ein.

Schwieriges Umfeld

Die Darlehensgewährung an die Gesellschafter ist vor allem aufgrund der unserer Einschätzung nach geringen Eigenkapitalquote, die zum 31.12.2014 rund 14,8 % betrug, und der hohen Verbindlichkeiten in Höhe von ca. 404 Mio. Euro (31.12.2014) unserer Meinung nach nicht angemessen. Besonders im Hinblick darauf, dass German Pellets vor einem eher raueren wirtschaftlichen Umfeld stehen dürfte: Trotz staatlicher Fördermaßnahmen für Pelletheizungen und der zunehmenden Nachfrage nach Pellets im Kernmarkt Westeuropa steht die Gesellschaft unserer Ansicht nach nämlich vor großen Herausforderungen. German Pellets konkurriert immer noch mit anderen Energieträgern. Und die Preise für die Alternativen zur Pelletheizung wie Öl und Gas sind gegenüber dem Vorjahr rückläufig. Dies dürfte vor allem eine Folge des umstrittenen Frackings zur Förderung von Öl und Gas sein, was zu einem erhöhten Angebot führt. Doch Fracking wird nicht mehr nur in den USA stark vorangetrieben, sondern inzwischen gibt es auch in Europa erste Bestrebungen, Erdgas und Erdöl mit Fracking zu fördern. In den USA hatte Fracking einen Einbruch des Gaspreises zur Folge. Diese Ent-

wicklung wird unserer Einschätzung nach auch langfristig über den momentanen Tiefstand hinaus Auswirkungen auf die Preise fossiler Brennstoffe haben. Für Anbieter konkurrierender Energieformen wie German Pellets würde dies unserer Einschätzung nach bedeuten, dass die Konkurrenz größer und die Margen noch kleiner werden dürften. Und dies könnte im Ergebnis dazu führen, dass in den kommenden Jahren die operativen Cashflows, also die Zahlungsmittelzuflüsse aus dem Tagesgeschäft, und die Jahresüberschüsse nicht nur nicht gesteigert werden, sondern sogar zurückgehen könnten.

In dieser Kombination wäre das aber aus unserer Sicht eher ungut für die German-Pellets-Gruppe. Denn diese müsste unserer Einschätzung nach ihre operativen Cashflows in Zukunft sogar stark steigern, damit die Zinszahlungen für die Verbindlichkeiten und deren Rückzahlung gewährleistet sind.

Im Jahr 2014 betrug der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit des German-Pellets-Konzerns rund 16 Mio. Euro. Es flossen aufgrund der operativen Tätigkeit also 16 Mio. Euro in die Kassen der German-Pellets-Gruppe. Die gesamten Zuflüsse hätten aber aus unserer Sicht nicht ausgereicht, um die Zinszahlungen, ähnliche Aufwendungen und Tilgungen für bestehende Finanzverbindlichkeiten leisten zu können. Möglicherweise hat die Gesellschaft aus diesem Grund Ende 2014 noch die Unternehmensanleihe 2014/2019 emittiert.

Wie geht es weiter?

Angesichts niedriger Zinsen bei den traditionellen Sparformen wendeten sich in den letzten Jahren viele Privatanleger dem Markt für Mittelstandsanleihen zu. Sie orientierten sich dabei vor allem an den hohen Zinscoupons und den in der Vergangenheit bereits erfolgten Zinszahlungen. Doch Privatanleger, die meist nur über einen geringen Diversifikationsgrad bei der Vermögensverteilung verfügen, sollten nicht so sehr auf den Zinscoupons, sondern auf die Rückzahlungsperspektiven des investierten Geldes achten.

Letztere sehen wir für die von der German Pellets GmbH ausgegebenen Anleihen und Genussrechte nicht sehr positiv, wenn wir die letzte Bilanz (hohe Verschuldung), die Geschäftszahlen (zu geringer operativer Cashflow) und die langfristige Perspektive (schwieriges Marktumfeld) des Konzerns betrachten. Hinzu kommt die erwähnte, aus unserer Sicht hohe Intransparenz bezüglich der Darstellung der Vermögens- und Ertragslage im Rahmen des Geschäftsberichtes 2014, die einen detaillierteren Einblick in das Unternehmen erschweren. Wir sind daher der Ansicht, dass Privatanleger ihr Investment in Anleihen der German Pellets GmbH überprüfen sollten. Im Falle einer Insolvenz der Gesellschaft könnte ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden.

Redaktion AnlegerPlus