PETRUSADVISERS

Louis Hagen
Vorsitzender des Aufsichtsrats
Deutsche Pfandbriefbank („**pbb**“)
Parkring 28
85748 Garching bei München

London, 14. Dezember 2023

Sehr geehrter Herr Hagen,

Petrus Advisers ist einer der wichtigsten Marktteilnehmer in der pbb-Aktie. Seit Ihrem IPO wurde für pbb-Aktionäre kein Wert geschaffen[1]. Wir haben seit einiger Zeit Ihre blinde Wachstumsstrategie und aufgeblähten Kostenstrukturen kritisiert und gleichzeitig vor Kreditrisiken in den Geschäftsbereichen US-Bürokredite („**US-Office**“) sowie Immobilienentwicklung („**Development**“) gewarnt. Leider müssen wir daran zweifeln, dass die aktuelle pbb-Führung Trends und Risiken versteht bzw. richtig einschätzen kann. So hat Andreas Arndt selbst im November 2022 den US-Büromarkt noch als Hauptwachstumsmarkt für pbb gepriesen[2]. Damals hatte bereits ein Abwertungszyklus eingesetzt, der – vor allem aus dem US-Markt originierend – inzwischen ein erschreckendes Ausmaß erreicht hat. pbbs Engagement im Development ist ein weiteres Beispiel für schlechtes Judgement: Noch im November 2023, wenige Wochen vor der sich abzeichnenden SIGNA-Pleite, redete Andreas Arndt die Kreditrisiken von pbbs Kreditbuch mit Developern herunter [3].

Wir resümieren unsere Markteinschätzung wie folgt: Aktuell sehen wir deutlich mehr Risiko von Verlusten in pbbs Euro 3,9 Mrd. US-Büro-Portfolio und Euro 3,5 Mrd. Immobilienentwicklungs-Kreditbuch, als zu erwartende Fortschritte aufgrund der von pbb eingeschlagenen Verbesserungsmaßnahmen[4].

Nachdem Ihr Team regelmäßig falsch liegt, hat es den Dialog mit uns beendet. Für uns ist dies ein gefährliches Zeichen von fehlender Transparenz und einer mangelnden Problemsicht bei pbb. Prekär ist dies vor allem angesichts einer Reihe klarer Warnsignale und Herausforderungen:

(1) Aufbau von US-Office kurz vor dem Absturz

pbb hatte es jahrelang versäumt, aus dem niedrig-margigen deutschen Markt in andere Märkte zu expandieren. Entsprechend spät erfolgte der Ausbau von US-Office von Euro 0,8 Mrd.[5] im Jahr 2017 auf Euro 1,9 Mrd. bis Ende 2020. Trotz der absehbaren Veränderungen im Arbeitsverhalten der Amerikaner (Stichwort ‚working from home‘) hat pbb US-Office seitdem auf ca. Euro 4 Mrd. verdoppelt. Das Ergebnis ist desaströs: Der Anteil von NPLs[6] per Q3 2023 beträgt unglaubliche 14,4% des Kreditvolumens[7]. Ihre Transparenz zu US-Office ist bisher sehr gering. Im Markt hören wir, dass pbb Kredite deutlich aggressiver als andere Syndikatsbanken bilanziert. Die NPL-Deckungsrate von pbbs Gesamtportfolio liegt bei mageren 24% per Q3 2023 und für US-Office sogar nur bei 16%[8]. Europäische Banken haben im Durchschnitt eine NPL-Deckungsquote von 36%[9]. Wir machen uns Sorgen, dass deutlich größere Rückstellungen nötig sein könnten.

---

[1] Gesamtrendite für Aktionäre seit dem IPO im Jahr 2015 (‚Total shareholder return‘) liegt bei -7% per 11. Dezember 2023.
[2] Andreas Arndt Q3 2022 Earnings Call: „as we also announced and communicated earlier this year in our growth initiatives, New York, i.e. United States, remains on the agenda as one of the target markets“.
[3] Andreas Arndt Q3 2023 Earnings Call: „All in all, I'm personally not so much worried about development loans“.
[4] U.a. Kostenprogramm ab 2024, Ausstieg bei Capveriant und Aufbau von gebührenbasierten Geschäftsmodellen.
[5] Zu dem Zeitpunkt hat pbb noch keine Zahlen zu Assetklassen pro Region veröffentlicht. Die EUR 0,8 Mrd. beziehen sich daher auf das gesamte US-Kreditbuch.
[6] Non-performing loans (Notleidende Kredite).
[7] Bezieht sich auf das gesamte US-Portfolio, da keine detaillierteren Zahlen auf Ebene der Assetklassen vorhanden sind.
[8] Zitate vom Q3 Earnings Call: Borja Ramirez Segura (Citi Analyst): “Thank you. So, if I understood well, your stage 3 loans in the US have a coverage ratio of 16%, 1-6, of provisions.“ Andreas Arndt: “Yes.”.
[9] Per Citi Research.

Petrus Advisers Ltd, Company Number 08288908 is a company incorporated as private limited by shares, having its registered office situated in England and Wales with the registered office address of 8th Floor, 6 New Street Square, New Fetter Lane, London EC4A 3AQ. Petrus Advisers Ltd is Authorised and Regulated by the Financial Conduct Authority.

(2) Keine Rückstellungen für Entwicklungsprojekte

In allen relevanten Märkten für pbb befinden sich Entwickler von Gewerbeimmobilien in großen Schwierigkeiten. In Deutschland und Österreich zeichnet sich eine riesige Insolvenzwelle ab (z.B. SIGNA, Gerch, Development Partner, Euroboden, etc.). Ihr Kreditgeschäft mit Immobilienentwicklern beträgt Euro 3,5 Milliarden. Auf konkrete Anfragen von Petrus Advisers hatte Andreas Arndt mehrfach bestätigt, dass pbb kein SIGNA-Exposure habe. Öffentliche Quellen belegen zumindest zwei SIGNA-Finanzierungen durch die pbb: die Alte Akademie in München und das Andaz-Hotel in Wien. Bisher wurden keinerlei Risikorückstellungen gebildet[10]. Auch hier befürchten wir negative Überraschungen für pbb.

(3) Intensive Nutzung von Management Overlay

Die letzten Quartalsberichte erwecken den Anschein, dass Ihre Quartalszahlen sehr stark ‚massiert' sind. Im Q3 2023 wurde ein Verlust auf Konzernebene nur durch das Auflösen von Euro 17 Mio. an Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten kombiniert mit der Auflösung von Euro 28 Mio. an Management Overlay vermieden. Ihr Management Overlay wurde somit im Q3 komplett aufgebraucht – in starkem Gegensatz zum europäischen Sektor. Gleichzeitig kündigte das pbb-Management den Wiederaufbau von Management Overlay in den kommenden Quartalen an. Wir wundern uns über solche ‚Eingriffe', die im Übrigen auch nicht die Sicht der EZB zu reflektieren scheinen[11].

(4) Druck auf der Funding-Seite

Unsere Fragezeichen zu Risiken auf der pbb-Bilanz scheinen auch die Finanzierungsmärkte zu beschäftigen. Der Zugang zu Kapitalmärkten hat sich in den vergangenen Quartalen für pbb als schwierig und teuer dargestellt. Gleichzeitig handeln existierende pbb-Instrumente zu signifikant höheren impliziten Zinskosten als beim Wettbewerb[12]. Auch Pfandbriefe – das Rückgrat des pbb-Geschäftsmodells – handeln zu deutlich höheren Renditen als Vergleichsemissionen der gesamten deutschen Konkurrenz[13]. Da pbb kein solides Einlagengeschäft entwickelt hat und aktuell ca. 4% für Termineinlagen (5-Jahre) zahlen muss[14], kann auch dieser Teil des Finanzierungs-Mixes keine Erleichterung bringen.

Der Aufsichtsrat unter Ihrer Führung entschied sich, einen neuen CEO auszuwählen, der zuletzt im Jahr 2010 mit den Problemen im Gewerbeimmobilienbereich beschäftigt war[15]. Die Herausforderungen sind offensichtlich und turmhoch. pbb lag zuletzt fast immer falsch, reagierte fast immer zu langsam und zu spät. Wir fordern Sie auf, gerade in diesem schwierigen Umfeld Transparenz zu schaffen sowie früh und klar zu kommunizieren. Der anstehende und überfällige Managementwechsel bietet dazu eine gute Gelegenheit, die nicht ungenutzt bleiben darf.

Mit freundlichen Grüßen,

Klaus Umek
Managing Partner

Till Hufnagel
Partner

---

[10] Andreas Arndt Q3 2023 Earnings Call: "Now, as far as development loans in Europe are concerned, we can say up until now, the situation for the bank is that we have no written provisioning for development loans".

[11] Siehe dazu einen ECB Blog zu diesem Thema: "Overlays are a useful tool to address emerging risks, but only when they are delivered with strong governance and transparency, are supported by evidence and are built on sound methodologies."; (https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2023/html/ssm.blog230526~29af0452d6.en.html).

[12] Bloomberg und Factset per 11. Dezember 2023. Die Prämie, die der Markt von pbb im Vergleich zu Aareal fordert, liegt für Senior Preferred Bonds aktuell bei c. 110bps und für die AT1s sogar bei c. 170bps.

[13] https://www.pfandbrief.de/site/de/vdp/statistik/statistik/spread.html#. Aufgerufen am 11. Dezember 2023.

[14] Vs. 2,7% 5Y EUR Swap Rate.

[15] https://www.pfandbriefbank.com/en/media/press/detail/kay-wolf-folgt-andreas-arndt-als-vorstandsvorsitzender-der-deutsche-pfandbriefbank-ag.html.

Petrus Advisers Ltd, Company Number 08288908 is a company incorporated as private limited by shares, having its registered office situated in England and Wales with the registered office address of 8th Floor, 6 New Street Square, New Fetter Lane, London EC4A 3AQ. Petrus Advisers Ltd is Authorised and Regulated by the Financial Conduct Authority.