

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

76. Jahrgang · 15. Oktober 2023

**20-2023**

**Digitaler  
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

**DORA ist da – was tun?**

**TLTRO III – Auswirkungen  
für Banken und Sparkassen**

**EBA Guidelines**

**TLTRO III revisited – Bewertung aus Sicht  
von Banken und Sparkassen**  
Mike Schneider / Robin Haselhorst

Mike Schneider / Robin Haselhorst

# TLTRO III revisited – Bewertung aus Sicht von Banken und Sparkassen

Einen Betrag von circa 2,3 Billionen Euro hat die EZB Banken in Europa im Zeitraum von September 2019 bis Dezember 2021 über das spezielle Refinanzierungsprogramm Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III)<sup>1)</sup> zur Verfügung gestellt.<sup>2)</sup> Zum Vergleich: Die Bilanzsumme aller deutschen Sparkassen belief sich per Ende 2022 auf rund 1,5 Billionen Euro.<sup>3)</sup> Gezielt werden diese Programme genannt, da sie auf eine Ausweitung der Kreditvergabe abzielen und Banken hierfür einerseits die Liquidität und andererseits auch einen wirtschaftlichen Anreiz bieten. Das maximale Refinanzierungsvolumen ist dabei an das Kreditbuch der aufnehmenden Bank gekoppelt.

In den späteren Programmen wird sogar die Verzinsung der TLTRO an das Kreditvolumen geknüpft. Auslöser für diese besonderen Refinanzierungsprogramme war das anhaltend niedrige Zinsniveau im Nachlauf zur Finanzkrise 2008 und der europäischen Staatsschuldenkrise 2010/11.

Das erste Programm dieser Art (TLTRO I) hat der EZB-Rat am 5. Juni 2014 beschlossen, um die Kreditvergabe im Euroraum an Privatpersonen und Unternehmen zu verbessern.<sup>4)</sup> Mit TLTRO II sollte die positive Beeinflussung der Kreditvergabe weiter aufrechterhalten werden. Der EZB-Rat hat den entsprechenden Beschluss für vier zeitversetzte Tranchen am 10. März 2016 getroffen.<sup>5)</sup> Ab 2019 hat die EZB weitere zehn Tranchen im TLTRO III aufgelegt, um die Kreditvergabe weiterhin zu stimulieren. Allerdings sprang die Nachfrage durch die Banken erst mit der vierten Tranche massiv an – allein aus diesem Tender wurden 1,3 Billionen Euro bei der EZB abgerufen. Grund hierfür war die Chance auf eine Bonusverzinsung in Abhängigkeit von der Kreditvergabe, die es in dieser Form bisher nicht gegeben hat.

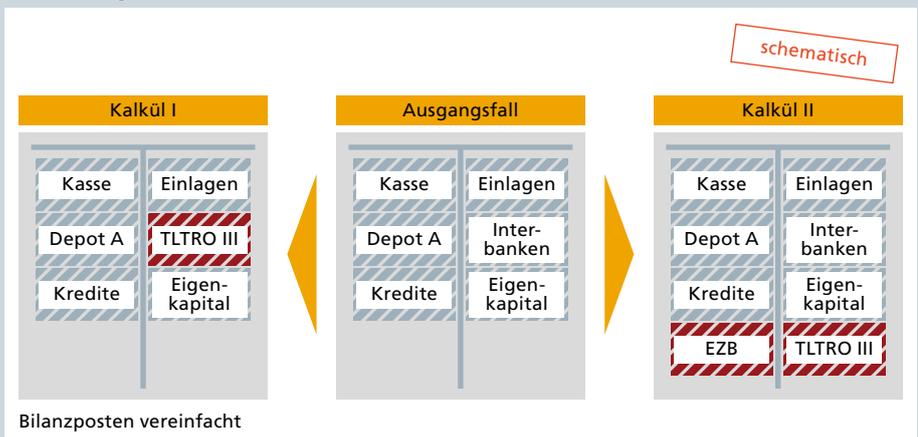
Hintergrund der besonders attraktiven Gestaltung ab der vierten Tranche war das politische Ziel, die durch die Coronapandemie gestressten Finanzmärkte zu

stabilisieren. Dazu legte der EZB-Rat niederschwellige Kreditvergabeziele für die Gewährung der Bonusverzinsung fest. Teilnehmende Banken konnten diesen starken Zinsanreiz bereits durch das Halten ihres vorherigen Kreditvergabenniveaus erreichen. Daher konnten Banken im Rahmen der TLTRO III verschiedene Kalküle entwickeln, um zusätzliche Ertragspotenziale zu erschließen. Das über alle Tranchen mehrfach überarbeitete Refinanzierungsprogramm stellt mit einem Gesamtzuteilungsvolumen von 2,3 Billionen Euro eine der größten Liquiditätsbereitstellungen der EZB an den Bankensektor dar.<sup>6)</sup>

### Sonderzins im Minuszinsumfeld

Ein kurzer Flashback in die Bankenwelt im Jahr 2020: Banken bezahlen für ihre Einlagen faktisch einen Zinssatz von 0,5 Prozent (Deposit Facility Rate, DFR: minus 0,5 Prozent),<sup>7)</sup> Geldaufnahmen über Offenmarktgeschäfte sind zu 0 Prozent möglich (Hauptrefinanzierungssatz beziehungsweise Main Refinancing Operation, MRO: 0 Prozent) und die Vereinbarung von Verwarentgelten beschäftigt die Branche. Kurz gesagt: Mit der Zinsmarge lässt sich in diesem Umfeld kaum noch Geld verdienen<sup>8)</sup> – oder doch? Seit der Auflage der TLTRO haben sich die Geldaufnahmekonditionen in diesem Programm immer weiter verbessert. Konnten sich Banken im TLTRO I noch zur MRO zusätzlich 10 Basispunkten refinanzieren, war im TLTRO II bereits eine Geldaufnahme zur DFR möglich. Einen historischen Schritt vollzog die EZB dann im April 2020. Sie kündigte an, die Verzinsung ab der vierten Tranche der TLTRO III unter bestimmten Voraussetzungen für einen

Abbildung 1: Kalküle der TLTRO III-Teilnahme



Quelle: M. Schneider/R. Haselhorst



Teil der Laufzeit unter die Verzinsung der DFR zu senken. Diese Bonusverzinsung führte im besonderen Fall sogar dazu, dass Banken TLTRO III-Mittel aufnehmen und zur höheren DFR bei der EZB anlegen konnten.<sup>9)</sup> In einer Welt der Minuszinsen bedeutete das, dass für die Geldaufnahme der Bank ein höherer Zins vergütet wurde als für die Geldanlage Zinsaufwand angefallen ist. Mit anderen Worten: Im besten Fall sozusagen die Rückkehr der Zinsmarge in einer verkehrten Zinswelt. Welches Ertragspotenzial die TLTRO III ab der vierten Tranche entfalten konnte, zeigt sich schematisch am Beispiel zweier Kalküle (siehe Abbildung 1).

Das erste Kalkül geht davon aus, dass die Mittel aus dem TLTRO III bereits vorhandene Refinanzierungsbausteine ersetzen. Insbesondere bleibt dabei die Bilanzsumme unverändert. Es stellt sich die Frage, ob diese Substitution von Passiva vorteilhaft, das heißt günstiger ist als die verdrängten Refinanzierungsmittel. Das zweite Kalkül gilt für den Fall, dass die TLTRO III-Mittel die Bilanz verlängern und keine vorhandenen Refinanzierungsmittel ersetzen. In diesem Fall ist diese zusätzliche Liquidität auf der Aktivseite anzulegen. Es wird die Vorteilhaftigkeit untersucht, wenn diese Mittel bei der EZB direkt wieder angelegt werden.<sup>10)</sup> Festzuhalten ist, dass die Intention des Programms in der Aufrechterhaltung des Kreditgeschäfts gelegen hat. Insofern könnte angenommen werden, dass TLTRO III-Mittel tatsächlich für eine Ausweitung des Kreditgeschäfts oder beispielsweise für zusätzliche Anlagen im Depot A verwendet werden könnten – diese Fälle werden allerdings nicht weiter untersucht.<sup>11)</sup> Um beide Kalküle besser zu verdeutlichen, werden sie anhand einer fiktiven Beispiel-Bank in einer Ex-ante-Betrachtung (Juni 2020) anschaulicht. Die Eckdaten dieser Bank sind in Abbildung 2 zusammengefasst.

### Zentrale Merkmale der TLTRO III.4

Im Folgenden werden die zentralen Merkmale dargestellt, die für die Beurteilung einer Teilnahme der vierten Tranche im Juni 2020 und für die Bewertung der zwei Kalküle notwendig sind.<sup>12)</sup>

- Bedingungen für die Teilnahme: Zugang zu geldpolitischen Tenderoperationen.
- Laufzeit: 3 Jahre.
- Vorzeitige Rückgabe: nach 12 Monaten vierteljährliche Kündigungsmöglichkeit für Teil- oder Vollbestand.
- Volumen: maximal 50 Prozent des Bestands anrechenbarer Kredite beziehungsweise ausreichender Sicherheitsbestand für Offenmarktgeschäfte.<sup>13)</sup>
- Verzinsung: abhängig von der Nettokreditvergabe<sup>14)</sup> und Zinsperiode im schlechtesten Fall die durchschnittliche Verzinsung der MRO über die TLTRO III-Laufzeit (also bei konstanten EZB-Zinssätzen 0 Prozent) und im besten Fall die durchschnittliche DFR minus 50 Basispunkte über die TLTRO III-Laufzeit (also bei konstanten EZB-Zinssätzen minus 1 Prozent). Für das Kalkül 2 ist hierbei entscheidend, dass die Bank ein sehr hohes Vertrauen hat, die Nettokreditvergabe mindestens in Höhe der Referenzgröße zu schaffen – denn nur dann würde sie die Bonusverzinsung erhalten.
- Verwendungszweck: keine Restriktionen; Zielsetzung ist allerdings die Vergabe von Krediten an Privatpersonen und Unternehmen.

In Abbildung 3 ist anhand eines Zeitstrahls eine mögliche TLTRO III.4-Transaktion dargestellt. Ex ante lässt sich noch kein Cashflow aufstellen, da die Bank vorzeitige Rückgabemöglichkeiten hat. Dies ist in der Abbildung ebenfalls dargestellt. Die Sichtweise legt die Bedingungen zugrunde, die im Frühjahr 2020 Gültigkeit hatten! Die EZB hat im Nachgang die Teilnahmebedingungen mehrfach verändert, sodass eine Ex-post-Betrachtung Abweichungen zeigen würde. Das gezeigte Beispiel untersucht die Fragestellung, ob es damals (Frühjahr 2020) für eine Bank oder Sparkasse sinnvoll gewesen wäre, am TLTRO III.4 teilzunehmen beziehungsweise unter welchen Bedingungen.

Die besondere Berichtsperiode beschreibt den Zeitraum, für den die Nettokreditvergabe mit Blick auf Bestimmung der Son-



 Prof. Dr. Mike Schneider

Professur für Strategisches Bank- und Vertriebsmanagement, Hochschule für Finanzwirtschaft & Management (HFM), Bonn



 Robin Haselhorst

Spezialist Produktmanagement  
Vermögen/Vorsorge, Sparkasse Dortmund

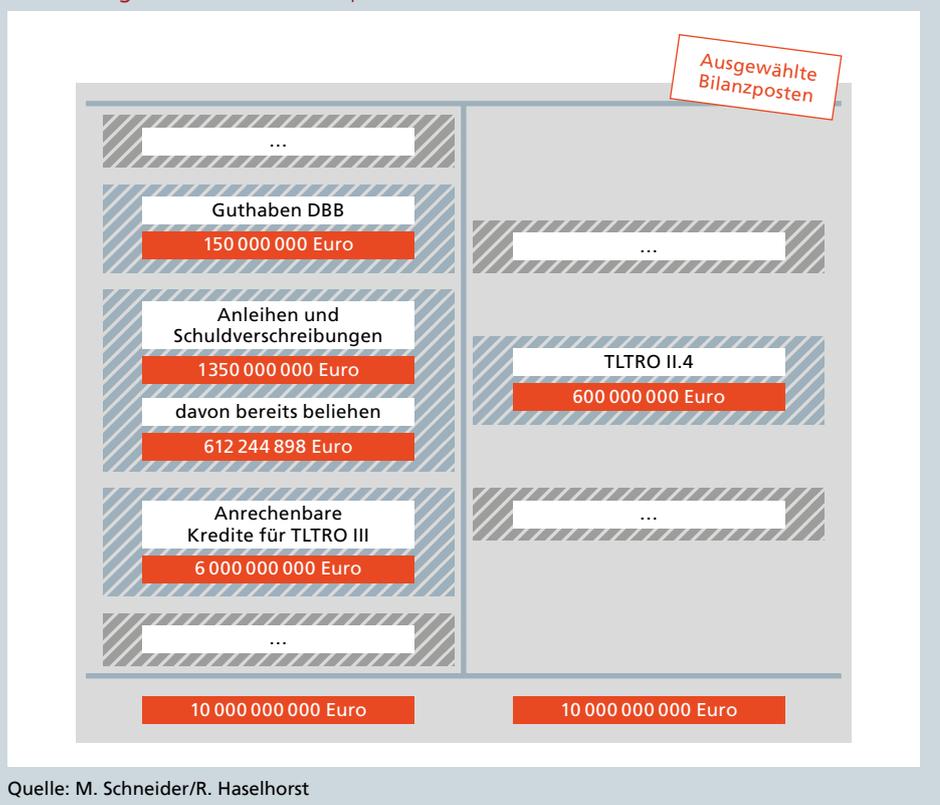
Zurück in das Jahr 2020: Durch die Aufnahme von Refinanzierungsmitteln im Rahmen des TLTRO-Programmes der EZB konnten Banken und Sparkassen ihren Zinsüberschuss verbessern – und das in einem Negativzinsumfeld. In einer Rückschau werden am Beispiel des TLTRO III.4 (4. Tranche des Programms) zwei verschiedene Kalküle auf ihre Vorteilhaftigkeit hin untersucht. Die Mittel aus dem TLTRO III.4 konnten einerseits bestehende Refinanzierungsmittel kostengünstiger ersetzen. Andererseits konnten sich Banken und Sparkassen temporär zusätzliche Liquidität bei der EZB beschaffen, direkt wieder bei ihr anlegen und dadurch Zusatzerträge generieren. Der Artikel beschreibt die Funktionsweise des TLTRO III.4, die beiden Kalküle einschließlich der getroffenen Annahmen und zeigt anhand einer Beispiel-Bank die möglichen ökonomischen Effekte auf. (Red.)

derverzinsung erfasst wird. Dieser Wert wird der Referenzgröße (Benchmark) gegenübergestellt. Wird die Referenzgröße übertroffen, erhält die Bank für die Sonderzinsperiode die besonders vorteilhafte Verzinsung („Best Case“); danach also nicht mehr bis zur Fälligkeit. Hieraus ergeben sich die beiden Verzinsungsszenarien.

### Ersatz bestehender Refinanzierung

Um von der günstigen Refinanzierung der TLTRO III zu profitieren, können Banken also die substituierbaren Passiva zur Erhöhung der Zinsmarge ersetzen. Dies

Abbildung 2: Bilanz der Beispiel-Bank ex ante TLTRO III-Geldaufnahme



Durch eine vorzeitige Ablösung der TLTRO II.4 gegen die TLTRO III.4 vergünstigen sich die Refinanzierungskosten in der Restlaufzeit des älteren TLTRO um 2,7 Millionen Euro.<sup>17)</sup> Im Vergleich zur günstigsten Refinanzierungsalternative ergibt sich in der Restlaufzeit der TLTRO III.4 ein niedrigerer Zinsaufwand von 5,4 Millionen Euro.<sup>18)</sup> Über die gesamte Laufzeit von drei Jahren beläuft sich der ex ante zu erwartende Vorteil aus dem TLTRO III.4 gegenüber alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten in diesem Beispiel auf 8,1 Millionen Euro. Diese Verbesserung geht in einer jährlichen Betrachtung auch mit einer Verbesserung der Bruttozinsspanne von circa 3 Basispunkten per annum einher. Die vorzeitige Rückgabemöglichkeit der TLTRO III.4 ermöglicht zudem eine vorteilhaftere beziehungsweise flexiblere Refinanzierungsplanung. Mit Blick auf die besonders hohe Verzinsungsdifferenz im ersten Laufzeitjahr könnte der TLTRO III.4-Bestand im September 2021 wieder zurückgegeben werden, sofern zu diesem Zeitpunkt bessere Refinanzierungsalternativen am Markt verfügbar sind.

können insbesondere bestehende Bundesbankrefinanzierungen (beispielsweise TLTRO II-Mittel) sein, wobei die Bilanz durch diese Maßnahme nicht verlängert wird. Die aus Refinanzierungssicht optimale TLTRO III-Aufnahmemenge musste dabei bankindividuell differenziert werden. Je weniger Kundeneinlagen das Kreditinstitut zur Refinanzierung nutzen kann, desto höher ist der Bedarf an alternativen Refinanzierungsmitteln und damit auch der substituierbare Refinanzierungsbestand für die TLTRO III.<sup>15)</sup>

Neben dem definierten Kreditlimit determinieren die verfügbaren Sicherheiten den maximalen TLTRO III-Aufnahmebetrag. Offenmarktgeschäfte können unter anderem durch Wertpapiere von Zentralstaaten, Ländern und Gemeinden oder Pfandbriefe besichert werden. Diese Sicherheiten werden je nach Restlaufzeit und Bonität mit unterschiedlich hohen Abschlägen (sogenannten Haircuts) bewertet. Verfügt die Bank über unzureichende Sicherheitsreserven, kann das maximal mögliche Aufnahmevermögen nicht ausgereizt werden. Die Hinterlegung und Freisetzung

der Sicherheiten wirkt sich auch auf die Liquiditätsquoten (LCR und NSFR) aus.<sup>16)</sup>

### Aufbau zusätzlicher Refinanzierung

Der Vergleich mit äquivalenten Refinanzierungsalternativen über die Notenbank oder den Interbankenmarkt zeigt, dass die TLTRO III.4 im Falle der Erfüllung der zur Sonderverzinsung erforderlichen Nettokreditvergabe über die gesamte Laufzeit die vorteilhafteste Refinanzierungsalternative darstellen würden. Sollte die Bank aber absehen können, dass das Nettokreditvergabeziel nicht erreicht wird, kann lediglich im ersten Laufzeitjahr ein Konditionsvorteil erzielt werden. Folglich ist die korrekte Einschätzung, ob das Mindestziel der Nettokreditvergabe auch in einer wirtschaftlich angespannten Situation der Corona-Pandemie erreicht werden kann, essenziell für alle weiteren Kalkulationen. Zum erstmöglichen Kündigungstermin im September 2021 könnten die dann verfügbaren Refinanzierungskonditionen erneut verglichen und der Bestand gegebenenfalls vorzeitig gekündigt werden.

Im Sinne der Ertragsmaximierung konnten Banken versuchen, den höchstmöglichen Betrag der TLTRO III.4 zu refinanzieren, obwohl diese Mittel im Rahmen der Liquiditätsplanung nicht benötigt wurden. Das Kalkül, mit TLTRO III-Mitteln einen Zusatzertrag zu erzielen, wäre demzufolge durch eine Bilanzverlängerung möglich gewesen (unter Beachtung aller weiteren Bedingungen beziehungsweise Restriktionen). Sofern die Rückzahlungsverpflichtung am Ende der TLTRO-Laufzeit nicht durch den Verkauf von Wertpapieren oder neuer Mittelaufnahme erfolgen soll, durfte die Anlage maximal mit gleicher Maximallaufzeit des TLTRO erfolgen; mit Blick auf die vorzeitige Rückgabemöglichkeit wäre selbst eine dreijährige Anlagedauer unter Umständen nicht mehr fristenkongruent. Um die Vorteilhaftigkeit des TLTRO III-Programms zu fokussieren, soll an dieser Stelle nur die risikolose und täglich fällige Anlage auf dem Bundesbankkonto (beziehungsweise bei der EZB) betrachtet werden. Bei der Wiederranlage der TLTRO III-Gelder auf dem Bundesbank-



konto kann die Liquiditätsfreigrenze die Zinsmarge bei der Aufnahme zusätzlicher Refinanzierungsmittel zusätzlich erhöhen, sofern diese nicht bereits vollständig ausgenutzt wird.<sup>19)</sup>

Bei einer bisher ungenutzten Liquiditätsfreigrenze von 330 Millionen Euro kann das Beispelinstitut durch die zusätzliche TLTRO III-Aufnahme von 723 Millionen Euro allein im ersten Laufzeitjahr einen positiven Zinseffekt von circa 5,3 Millionen Euro<sup>20)</sup> generieren. Der Maximalbetrag aus 723 Millionen Euro ergibt sich aus der Restriktion der noch verfügbaren Sicherheiten. In den restlichen beiden Jahren kann dann noch ein positiver Effekt in Höhe von 3,3 Millionen Euro erzielt werden. Anzumerken ist, dass in diesem Kalkül zusätzlich die noch vorhandenen Mittel aus dem TLTRO II.4 durch TLTRO III.4-Refinanzierung ersetzt werden könnte, wodurch sich die kalkulatorische Vorteilhaftigkeit weiter erhöht. Das Beispiel wird allerdings explizit ohne diesen Effekt gezeigt, um die Vorteilhaftigkeit der reinen Bilanzverlängerung deutlich hervorzuheben. Da die Bank in diesem Fall ihre Bilanzsumme erhöht, wird der Zinseffekt leicht durch eine höhere Bankenabgabe gemindert.<sup>21)</sup> Die Bilanzverlängerung führt zudem zu einer höheren Fremdkapitalquote und hat auf

alle Kennzahlen in Bilanzsummenrelation einen dämpfenden Einfluss.<sup>22)</sup>

### Bewertung aus Sicht von Banken und Sparkassen

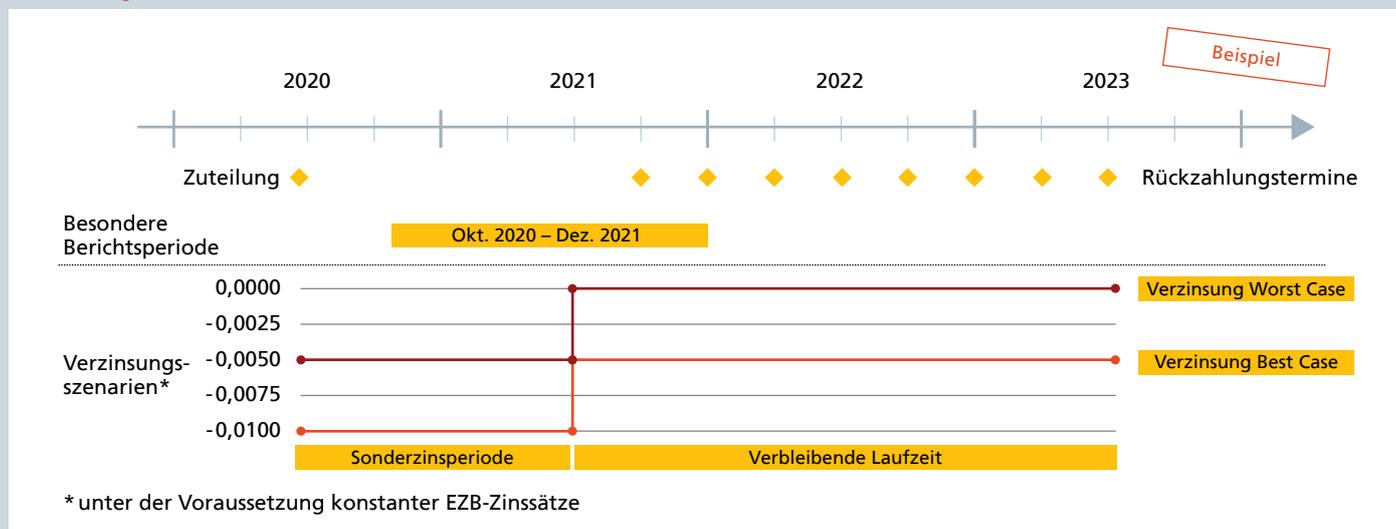
Der Vergleich mit alternativen Refinanzierungsoptionen im Juni 2020 und weiteren markanten Zeitpunkten der TLTRO III-Laufzeit zeigt, dass Banken den Teil der benötigten Aktiva, der nicht über Kundeneinlagen refinanziert werden kann, vollständig über die TLTRO III.4 beziehen sollten (Ex-ante-Sicht).<sup>23)</sup> Die Zinskosten sind unabhängig von der Zielerreichung bei der Nettokreditvergabe vorteilhafter einzuschätzen. Durch die Substitution der Refinanzierungsmittel ergeben sich tendenziell positive Effekte auf die Liquiditätsquoten, sofern sich durch die Substitution die Restlaufzeiten der Refinanzierungsmittel verlängern. Die Höhe des Zinseffekts ist differenziert zu bewerten, da dieser maßgeblich von der Nettokreditvergabe in den jeweiligen Referenzperioden abhängt.

Bei einer Bilanzverlängerung durch TLTRO III-Mittel steigt der Anteil der Fremdfinanzierung und es sinken die Liquiditätsquoten, allerdings auch nur temporär für die Haltedauer der TLTRO-Mittel. Ein we-

sentlicher Faktor zur Erzielung höherer Zusatzgewinne stellt die Höhe der bisher ungenutzten Liquiditätsfreigrenze auf dem Bundesbankkonto dar. Banken, die keine hohen Kundeneinlagenbestände halten, profitieren von diesem Refinanzierungsprogramm daher in besonderem Maße. Aus rein betriebswirtschaftlicher Sicht zeigen die beiden Kalküle, dass eine Aufnahme von Refinanzierungsmitteln aus dem TLTRO III vorteilhaft ist. Anders formuliert: Den Verzicht dieser potenziellen Zusatzerträge kann beziehungsweise darf sich ein Institut in der Ex-ante-Betrachtung (also im Frühjahr 2020) aus ökonomischer Sicht nicht entgehen lassen.

In einer Ex-post-Betrachtung wurden die Bedingungen bezüglich der Sondervverzinsung im Nachgang (nach Verlautbaren der originären Regeln) für die aufnehmenden Banken nochmals verbessert. So wäre in dem hier gezeigten Beispiel des TLTRO III.4 die erhöhte Verzinsung durch Änderungen der Statuen sogar für zwei volle Jahre realisierbar gewesen (Einführung einer „zusätzlichen“ besonderen Verzinsungsperiode von Juni 2021 bis Juni 2022). Dies war zu Beginn des TLTRO III.4 noch nicht absehbar, für teilnehmende Banken bedeutete die nachträgliche Regeländerung allerdings die Chance auf zusätzliche Sondererträge.<sup>24)</sup>

Abbildung 3: Schematischer Ablauf einer TLTRO III.4-Geldaufnahme ex ante<sup>25)</sup>



Hinweis: Es handelt sich um eine Ex-ante-Betrachtung vor Beginn der Bietungsphase des TLTRO III.4 (ca. erste Jahreshälfte 2020). Die EZB hat die Bedingungen im Nachgang verändert, beispielsweise in Form einer zusätzlichen besonderen Berichtsperiode. Dadurch hat sich ex post die Vorteilhaftigkeit der teilnehmenden Banken und Sparkassen sogar noch weiter verbessert (Sondervverzinsung über zwei Jahre).  
Quelle: M. Schneider/R. Haselhorst

Ein weiterer positiver Umstand ergab sich ex post durch die Leitzinserhöhungen ab Mitte 2022 für alle TLTRO III-Teilnehmer, die ihre Bestände nicht vorzeitig zurückgegeben hatten. Unter den geltenden Regeln konnten diese Institute einen zusätzlichen positiven Zinseffekt aus dem Spread zwischen der Geldaufnahmekondition im TLTRO III und der DFR erzielen. Der Grund dafür ist, dass die Leitzinserhöhungen die TLTRO III-Verzinsung nicht direkt um den gesamten Zinsschritt erhöht haben, da die Verzinsung des vorherigen Zeitraums der TLTRO III ebenfalls in der Berechnung berücksichtigt wird (es zählen die durchschnittlichen Leitzinssätze über die gesamte Laufzeit der jeweiligen Tranche als Referenz und nicht über die

schnittzinssatz über die gesamte Laufzeit zugrunde gelegt, sondern lediglich der aktuelle Hauptrefinanzierungssatz. Für Banken besteht seitdem kein ökonomischer Vorteil mehr, zusätzliche Refinanzierung aus dem TLTRO direkt bei der EZB wieder anzulegen – es lässt sich hieraus kein positiver Spread mehr erzielen. Für einige Banken dürfte das auch ein Motiv zur vorzeitigen Rückgabe der Mittel sein.

### Sichtweise von Realität überholt

An diesen Erkenntnissen entlang lassen sich weitere Fragen stellen, die in Teilen über das rein betriebswirtschaftliche Einzelkalkül hinausgehen. Hierbei stehen

– Ist es sinnvoll beziehungsweise geboten, eine Übergewinnsteuer einzuführen, um die einmalig hohen Erträge aus dem TLTRO bei den Banken wieder abzuschöpfen (Beispiel Italien)?

– Besteht für Banken ein zusätzlicher Anreiz zur Finanzierung von Staaten, da sie zusätzliche öffentliche Wertpapiere als Sicherheit für die erhöhte TLTRO-Aufnahme einsetzen könnten?

– Was lässt sich für künftige Refinanzierungsprogramme aus den gemachten Erfahrungen ableiten? Braucht es eine Rekalibrierung der TLTRO-Bedingungen oder gar alternative Refinanzierungsprogramme der Notenbanken?

Abbildung 4: Ausgewählte Daten zur Beispiel-Bank<sup>26)</sup>

	KPIs vor TLTRO-III-Aufnahme	KPIs nach TLTRO-III-Aufnahme	Anmerkungen
TLTRO II.4-Bestand	600 000 Euro	–	Fälligkeit der Mittel am 24.03.2021 – sie stehen der Bank daher noch maximal 9 Monate zur Verfügung; Verzinsung = DFR: -0,4%
TLTRO III.4-Bestand	–	1 323 000 000 Euro	Verzinsung Best Case: -1,00%
Bezugsgröße für den ausstehenden Betrag zum 28.02.2019 (OR <sub>Feb2019</sub> )	6 000 000 000 Euro		Bei vollständiger Rückgabe der TLTRO II.4 liegt das maximale Kreditlimit der TLTRO III.4 bei 3 Mrd. Euro
Beleihbare Anleihen und Schuldverschreibungen von öffentlichen Emittenten (festverzinsliche Bundesanleihen mit Bonität AAA, akt. Kurswert von 100% und Restlaufzeit von 6 Jahren)	1 350 000 000 Euro	1 350 000 000 Euro	Bei einem Haircut von 2% können für das Kalkül 2 noch 737.755.102 Euro des Anleihebestands als Sicherheit hinterlegt werden. Daraus ergibt sich für das Kalkül eine maximale TLTRO III-Aufnahme von 723 000 000 Euro.
<i>davon bei der Deutschen Bundesbank beliehen</i>	612 244 898 Euro	1 350 000 000 Euro	
Liquidity Coverage Ratio (LCR)	160,00%	157,64%	
Net Stable Funding Ratio (NSFR)	119,40%	113,81%	
Guthaben bei der Deutschen Bundesbank	150 000 000 Euro	800 000 000 Euro	Liquiditätsfreigrenze: 480 000 000 Euro

Quelle: M. Schneider/R. Haselhorst

noch ausstehende (Rest-)Laufzeit). Gleichzeitig galt die erhöhte Verzinsung der DFR sofort für den gesamten Betrag auf dem Bundesbankkonto.

TLTRO-Banken konnten somit den erhöhten Einlagenzinssatz auf ihre Guthaben vollständig vereinnahmen, während die Refinanzierungsaufwendungen die Zinserhöhung nur teilweise nachvollzogen. Nicht zuletzt durch öffentlichen Druck sah sich die EZB dazu veranlasst, die Bedingungen im November 2022 erneut zu ändern. In der Folge wurde im Refinanzierungsaufwand nicht mehr ein Durch-

insbesondere auch wirtschaftspolitische Fragestellungen im Raum, zumal das TLTRO-Programm in der Öffentlichkeit auch kritische Stimmen provoziert hat:<sup>27)</sup>

– War die Ausgestaltung der TLTRO ziel führend und sinnvoll, insbesondere vor dem Hintergrund der zahlreichen Änderungen an den Bedingungen?

– Wie sinnvoll ist das TLTRO-Programm, wenn die langfristige Kreditvergabe gesteigert werden soll, die Refinanzierung über das EZB-Programm hingegen kurzfristiger zur Verfügung steht?

Es ist zu wünschen, dass sich weitere Arbeiten diesen Fragestellungen annehmen. Noch vor wenigen Jahren galt ein Negativzinsumfeld als unvorstellbar – die Realität hat diese Sichtweise überholt. Es wäre kühn davon auszugehen, dass wir nie wieder ein solches Negativzinsumfeld sehen werden.

### Fußnoten

1) Im deutschsprachigen Raum wird auch von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) gesprochen.

2) Europäische Zentralbank (Hrsg.) (2023): History of all ECB open market operations. URL: [https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/top\\_history.en.html](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/top_history.en.html) (Stand: 16.09.2023)



3) Deutscher Sparkassen- und Giroverband (Hrsg.) (2022): Die Bilanzzahlen 2022 der Sparkassen-Finanzgruppe. URL: [https://www.dsgv.de/content/dam/dsgv-de/newsroom/bilanz-pk-2023/20230314\\_04\\_BilanzPK\\_2023\\_Pr%C3%A4sentation.pdf](https://www.dsgv.de/content/dam/dsgv-de/newsroom/bilanz-pk-2023/20230314_04_BilanzPK_2023_Pr%C3%A4sentation.pdf)

4) Acht zeitversetzte Tranchen mit einer maximalen Laufzeit von vier Jahren.

5) Wiederum mit Laufzeiten von maximal vier Jahren.

6) Vgl. Barbiero, F. / Boucinha, M. / Burlon, L. (2021): TLTRO III and bank lending conditions. In: Economic Bulletin, Issue 6 / 2021, S. 104–27

7) Die Verzinsung auf Einlagen von Banken bei der EZB bzw. der Bundesbank beläuft sich auf -0,5 % p.a. und ergibt damit einen negativen Zinsertrag.

8) Im Durchschnitt aller deutschen Kreditinstitute beläuft sich die Zinsmarge bzw. Bruttozinsspanne seit 2020 auf unter 1%, 2022 sogar auf einem Rekordtief von 0,86%. Vgl. Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2023b): Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute, in: Monatsbericht September, 2023, S. 101f.

9) Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2023a): Verzinsungsszenarien. URL: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-tenderoperationen/gezielte-laengerfristige-refinanzierungsgeschaefte-iii/verzinsungsszenarien-832668> (Stand: 02.09.2023); Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2023b): EZB-Zinssätze. URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/607806/b6cfe9636ae42a0314422672d61e8b85m/Ls510ttezbzins-data.pdf> (Stand: 02.09.2023)

10) Denkbar wäre auch der Fall einer Investition in das Kreditgeschäft oder in andere Assetklassen innerhalb des Depot A. Die erhöhte Kreditvergabe würde unmittelbar die originäre Zweckbestimmung der EZB adressieren. Dieser Fall wird an dieser Stelle allerdings nicht weiter untersucht; auch nicht die Anlage in andere Wertpapierklassen.

11) Dieser Fall würde eintreten, wenn eine Bank bspw. im Kreditgeschäft wachsen könnte, aber nicht die notwendigen Refinanzierungsmittel bspw. durch Kundeneinlagen oder am Interbankenmarkt beschaffen kann.

12) Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2023c): Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte III. URL: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-tenderoperationen/gezielte-laengerfristige-refinanzierungsgeschaefte-iii> (Stand: 17.09.2023)

13) Wenn die hinterlegbaren Sicherheiten im Depot A also geringer sind als der durch das Kreditvolumen mögliche Aufnahmebetrag, determinieren die Sicherheitsbestände das maximale Volumen. Der Kauf neuer geeigneter Sicherheiten im Depot A wird hier nicht weiter betrachtet.

14) Ob das jeweilige Institut die besonderen Zinsanreize tatsächlich erhält, ist dabei abhängig von der Erreichung der Referenzgröße (Benchmark) für die

Nettokreditvergabe. Diese Referenzgröße liegt bei 0, wenn im ersten Bezugszeitraum vom 01.04.2018 bis 31.03.2019 eine anrechenbare Nettokreditvergabe von  $\geq 0$  erzielt wird. Sollte eine negative Nettokreditvergabe im ersten Bezugszeitraum gemeldet werden, entspricht diese der Referenzgröße für die Nettokreditvergabe. Um den Zinsanreiz zu erhalten, muss also lediglich das bisherige Kreditvergabenniveau erneut erreicht werden.

15) Mit Blick auf Betrachtung vor Beginn des TLTRO III.4 sei an dieser Stelle nochmals in Erinnerung gerufen, dass viele Banken und Sparkassen im Jahr 2020 Kundeneinlagen mit Verwarentgelt belegt hatten. Es wäre daher auch ein Kalkül gewesen, wenig rentable bzw. unprofitable Kundeneinlagen zu substituieren; ggf. mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Reputation. Einen Abfluss hätte dabei eine Anhebung der Verwarentgeltsätze auf ein gegenüber dem Gesamtmarkt relativ hohes Niveau verursachen können (insbesondere mit Zinssätzen unter -0,5 %). Allerdings wäre damit das Risiko eines mit Blick auf die Liquiditäts- und Refinanzierungssituation ggf. risikobehaftet hohen Abflusses verbunden gewesen. Dieses Kalkül wird hier nicht weiter vertieft.

16) Die Bedingungen zu den Sicherheiten im TLTRO III-Programm lassen sich u.a. im FAQ-Bereich der EZB nachlesen. Vgl. [https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omol/tltro/html/ecb.faq\\_tltro.en.html#\\_Collateral](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omol/tltro/html/ecb.faq_tltro.en.html#_Collateral).

17) Zinsvorteil durch vorzeitige Ablösung der TLTRO II.4 für die Restlaufzeit von ca. 9 Monaten:  $600000000 \text{ Euro} * 0,6\% * 9/12 = 2700000 \text{ Euro}$

18) Die Betrachtung erfolgt nun bis zum Laufzeitende des TLTRO III.4; es verbleiben von der Gesamtlaufzeit der dreijährigen Refinanzierung noch 2 Jahre und ca. 3 Monate. Zinsvorteil im Vergleich zu einer marktgerechten Refinanzierungsalternative für diesen Zeitraum ungefähr:  $(600000000 \text{ Euro} * 0,8445\% * 3/12) + (600000000 \text{ Euro} * 0,3445\% * 24/12) = 5400750 \text{ Euro}$

19) Der sechsfache Betrag des Mindestreservesolls wurde seit 2019 auf den Bundesbankkonten von der negativen Verzinsung der DFR (-0,5 %) ausgenommen und mit 0 % verzinst (sog. Tiering-System).

20) Zinseffekt im 1. Laufzeitjahr unter Nutzung der restlichen Liquiditätsfreigrenze:  $(330000000 \text{ Euro} * 1\%) + (393000000 \text{ Euro} * 0,5\%) = 5265000 \text{ Euro}$ .

21) Vorbehaltlich ggf. zusätzlich anfallender Aufwendungen, wie bspw. erhöhten Personalkosten, die bankenindividuell zu ermitteln sind. Aus kalkulatorischer Sicht wären u.a. folgende Aufgaben zu erfassen und zu bewerten: NPP-Durchführung, Erfassungen im Meldewesen, interne Entscheidungsprozesse.

22) Zu nennen wäre bspw. der Return-on-Asset, der auch als Sanierungsindikator Beachtung finden kann. Daneben alle Kennziffern im Rahmen des ROI-Managements bzw. Spannengrößen wie die Betriebsergebnisspanne. Zu beachten ist, dass der Bi-

lanzausweitung im Falle der Sonderverzinsung ein erhöhter Ertrag gegenübersteht, der die jeweilige Kennziffer wiederum verbessert. Insofern geben die Ausprägungen vor Durchführung des TLTRO eine Benchmark vor, die durch die TLTRO-Teilnahme mindestens getroffen werden muss.

23) Unabhängig von der Erreichung der Nettokreditvergabeziele ist die Verzinsung der TLTRO III in der Sonderzinsperiode immer vorteilhafter als die Verzinsung des niedrigsten Swapsatzes zwischen 1 und 10 Jahren. Nach der Sonderzinsperiode können die TLTRO III-Mittel kurzfristig zurückgegeben werden, sollten bessere Refinanzierungskonditionen verfügbar sein. Der zusätzliche Abbau von Kundeneinlagen zugunsten TLTRO III-Geldern wäre zwar theoretisch möglich, wird hier aber nicht weiter betrachtet.

24) Vgl. Ec Money Market Contact Group (Hrsg.), Juni 2022. URL: [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmcg/20220615/TLTRO\\_CaixaBank.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/mmcg/20220615/TLTRO_CaixaBank.en.pdf)

25) Selbst gewähltes Beispiel auf Basis der TLTRO III-Teilnahmebedingungen im Juni 2020: Europäische Zentralbank (Hrsg.) (2020). Beschluss (EU) 2019/1311 der Europäischen Zentralbank – 3. Änderungsversion vom 05.05.2020. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:02019D0021\(01\)-20200505&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:02019D0021(01)-20200505&from=EN) (Stand: 17.09.2023). Die ECB hat in den letzten Jahren eine Übersicht der Verzinsungsszenarien veröffentlicht. Die aktuell verfügbare Fassung beinhaltet für die „verbleibende Laufzeit“ nun drei Teilzeiträume mit unterschiedlichen Verzinsungen. Grund hierfür sind nachträgliche Veränderungen der Teilnahmebedingungen durch die EZB. Das hier gezeigte Beispiel stellt auf eine Betrachtung ex ante ab, d.h. die im November 2022 von der ECB vorgenommenen (nachträglichen!) Änderungen der Programmkonditionen sind in diesem Beispiel nicht enthalten. Im Wesentlichen erhalten Banken aus dem TLTRO III-4 ab dem 24.06.2022 keine verbesserte Verzinsung mehr; verzinst wird bis Laufzeitende zur Einlagenfazilität.

26) Zusätzlich getroffene Annahmen über das Beispielinstitut: Bezugsgröße für den ausstehenden Betrag zum 28.02.2019 (OR<sub>Feb2019</sub>): 6.000.000.000 Euro; Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva: 1.000.000.000 Euro; Gesamter Abfluss von Barmitteln in den nächsten 30 Kalendertagen: 625.000.000 Euro; Verfügbare Betrag stabiler Refinanzierung (ASF): 8.000.000.000 Euro; Erforderlicher Betrag stabiler Refinanzierung (RSF): 6.700.000.000 Euro; Mindestreservebasis: 8.000.000.000 Euro; Bonitätsabhängiger Credit Spread für 3 Jahre: 15 BP. Es handelt sich um ein fiktives Beispiel.

27) Vgl. Bankenverband (Hrsg.) (2021): Langfristender, Ausgleich für Lasten aus negativer Einlagefazilität? URL: <https://bankenverband.de/niedrigzinsen/langfristender-ausgleich-fuer-lasten-aus-negativer-einlagefazilitaet/> (Stand: 17.09.2023)