

Daube, Carl Heinz; Krivenkov, Vladislav

Working Paper

Neu-Emissions-Prämien: Handlungsalternativen für CFOs bei der Emission von Corporate Bonds

Suggested Citation: Daube, Carl Heinz; Krivenkov, Vladislav (2019) : Neu-Emissions-Prämien: Handlungsalternativen für CFOs bei der Emission von Corporate Bonds, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, Kiel, Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/191940>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Carl Heinz Daube und Vladislav Krivenkov^{*)}

Neu-Emissions-Prämien: Handlungsalternativen für CFOs bei der Emission von Corporate Bonds

Abstract

Underpricing of corporate bond offerings result in excess returns for investors (new issue premia) but lead to higher costs for the issuer. This paper analyses the new issue premia of 1.556 Euro denominated fixed coupon corporate bonds and finds a systematic underpricing of new issued bonds. The results are evaluated from a perspective of CFOs whether opportunities for saving funding costs exist.

Zusammenfassung

Underpricing bei Neuemissionen von Unternehmensanleihen führt zu Überrenditen für Investoren und höheren Finanzierungskosten für Emittenten. Im vorliegenden Aufsatz werden Neu-Emissions-Prämien von 1.556 Euro-Festzinsanleihen von Unternehmen untersucht; dabei wurde ein systematisches Underpricing festgestellt. Die Ergebnisse wurden dahingehend analysiert, ob sich daraus für CFOs die Möglichkeit zur Kostenersparnis bei der Refinanzierung ergeben.

I. Einleitung

1. Entscheidungsfeld eines CFOs: Finanzierung und Investition

In der Literatur findet man meist drei wesentliche Aufgaben eines Chief Financial Officers.¹

1. Identifikation und Durchführung von Investitionen, die den Unternehmenswert erhöhen
2. Beschaffung und Strukturierung von finanziellen Mittel, um die Investitionen durchzuführen
3. Organisation des Working Capital Managements

^{*)} Prof. Dr. Carl Heinz Daube lehrt und forscht an der NBS Northern Business School Hochschule für Management und Sicherheit am IUCF Institut für Unternehmensrechnung, Controlling und Finanzmanagement. Vladislav Krivenkov, B.A., war Mitarbeiter am IUCF und ist nun Portfolio Manager bei der nordIX AG.

¹ Vgl. Berk/DeMarzo, Corporate Finance, 4. Aufl. 2017, S. 25 f.

Der wesentliche Hebel für die Steigerung des Unternehmenswertes liegt in der Mittelverwendung, also in der Identifikation und Durchführung von geeigneten Investitionen. Bei der Mittelbeschaffung über Eigen- oder Fremdkapital sind die Möglichkeiten, Kosteneinsparungen zu erzielen tendenziell gering. Das liegt in erster Linie daran, dass auf den Finanzmärkten starker Wettbewerb herrscht und ein Unternehmen daher bei gegebenem Rating, Geschäftsmodell, Bilanzstruktur, etc. nicht erwarten kann, signifikante Finanzierungsvorteile gegenüber Wettbewerbern zu erzielen.²

Gleichwohl lohnt es sich für CFOs – vor allem bei großen Investitionen – nach dem einen oder anderen Basispunkt mehr an Zinskostensparnis Ausschau zu halten. Im Folgenden wird untersucht, welche Handlungsoptionen es bei der klassischen Fremdfinanzierung über die Emission von Anleihen³ gibt. Analog gilt das grundsätzlich auch für die Emission von Schuldscheindarlehen. Dabei geht es weniger um die Frage nach den Konditionen, dem richtigen Timing oder dem Emissionsverfahren für eine Anleiheemission, sondern um die Frage, ob sich aus der Kenntnis über die Existenz von Neu-Emissions-Prämien von Anleihen systematisch Finanzierungsvorteile erzielen lassen.

Daher wird – aufbauend auf frühere Untersuchungen – zunächst auf Basis von Daten über Unternehmensanleihen von 2009 bis 2017 die Existenz und Höhe von Neu-Emissions-Prämien ermittelt. Dabei wird auch analysiert, ob es Zusammenhänge zwischen den Ausstattungsmerkmalen einer Anleihe und der Höhe der Prämie gibt. Abschließend wird untersucht, ob sich hieraus konkrete Handlungsempfehlungen für CFOs bei der Emission von Anleihen ableiten lassen.

2. Stand der Forschung

An dieser Stelle soll eine Auswahl wichtiger Veröffentlichungen vorgestellt werden. Besonders erwähnenswert ist die Untersuchung von Joseph Conard und Mark Frankena aus den späten 60er Jahren. Sie ist eine der ältesten Untersuchungen und zeigt, dass sich die akademische und praktische Welt schon seit über 50 Jahren mit diesem Thema beschäftigt. Conard/Frankena (1969) untersuchten Neu-Emissionen in den Jahren von 1952 bis 1963. Sie stellten im Rahmen ihrer Untersuchung eine Differenz zwischen den Renditen der Neu-Emissionen und den im Umlauf befindenden Anleihen von

² Vgl. Brealey/Myers/Markus, Fundamental of Corporate Finance, 8. Aufl. 2015, S. 416 f.

³ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Aufl. 2017, S. 461 f.

durchschnittlich 16,7 bp fest.⁴ Die Jahre 1964 bis 1971 wurden von Ederington (1974) und Lindvall (1977) untersucht. Während Ederington (1974) eine durchschnittliche Renditedifferenz von 30,9 bp feststellte⁵, kam Lindvall (1977) zu einer Renditedifferenz von 45,5 bp. Obwohl Ederington (1974) und Lindvall (1977) zu unterschiedlich starken Ausprägungen des Underpricings kommen, belegen sie doch die Dimension und die Existenz des Underpricings bei Anleiheemissionen. Zusätzlich zur durchschnittlichen Renditedifferenz ermittelte Lindvall (1977) auch die Veränderung dieser Differenz bzw. Spreads und damit die realisierte Neu-Emissions-Prämie im Zeitverlauf⁶. Die durchschnittliche realisierte Neu-Emissions-Prämie in einem Zeitraum von drei Monaten betrug in der Untersuchung von Lindvall (1977) 17,5 bp.⁷ Eine der wenigen Untersuchungen für Neu-Emissions-Prämien im Euro-Markt stammt von Rojahn/Schyra (2010). Sie untersuchten 120 Euro-Anleihen von DAX Unternehmen in der Zeit zwischen 2005 und 2009. Sie stellten im Rahmen ihrer Untersuchung eine Neu-Emissions-Prämie von durchschnittlich 57 bp nach einem Tag fest⁸. Diese Ergebnisse sind aber kritisch zu beachten, weil diese Untersuchung gänzlich den Einfluss der Änderungen von Credit Spread und risikolosem Zins außer Acht lässt.

II. Empirische Untersuchung von Neu-Emissions-Prämien

1. Beschreibung der Stichprobe

Die für diese Untersuchung verwendeten Daten wurden aus Bloomberg entnommen. Die verwendeten Anleihen wurden so gefiltert, dass diese zu den ebenso auf Bloomberg veröffentlichten Bloomberg BVAL Yield Curves⁹ passen, die als Benchmark¹⁰ für diese Untersuchung verwendet worden sind. Hierbei diente die Methodik von Hird/Young (2014) als Orientierung. Die Anleihen, die den Kriterien entsprechen, wurden über

⁴ Vgl. Conard/Frankena, in: Guttentag/Cagan (Hrsg.): Essays on Interest Rates, 1. Aufl. 1969, S.143-222. Hier: S. 147.

⁵ Vgl. Ederington: Journal of Finance 1974 S.1531-1543. Hier: S. 1536

⁶ Siehe II.2 für Definitionen

⁷ Vgl. Lindvall: Journal of Finance 1977 S.1057-1067. Hier: S. 1057-1064

⁸ Vgl. Rojahn/Schyra, CF 2010 S. 123-128. Hier: S. 125-128.

⁹ Bloomberg BVAL Yield Curves stellen die durchschnittliche aktuelle Rendite von auf Bloomberg geführten Anleihen bestimmter Merkmale dar (Fiktives Beispiel: Die durchschnittliche Rendite von Euro-Corporate Bonds mit einem fixen Kupon und einem Rating von AAA lag am 05.01.2017 bei 2,5%).

¹⁰ Die Wahl einer adäquaten Benchmark ist für diese Untersuchung entscheidend, weil die Änderungen in den Renditen der neu emittierten Anleihen um Marktfaktoren wie Credit Spread und Marktzensänderungen bereinigt werden müssen.

Bloomberg gefiltert. Hierfür wurde die *Fixed Income* Searchfunktion (SRCH <GO>) verwendet.

Bei der Eingrenzung der Stichprobe wurde nach folgenden Kriterien gefiltert:

- Am 09.11.2017 waren in der Datenbank insgesamt ca. 1,659 Mio. Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) vorhanden.
- Im ersten Schritt wurde nach schon fälligen oder noch laufenden Anleihen eingegrenzt, die zwischen dem 01.01.2006 und dem 09.11.2017 emittiert wurden (923T Anleihen übrig).
- Im nächsten Schritt wurden nur die Anleihen ausgewählt, die in Euro emittiert und bei denen ein Emissionspreis bekannt ist (316T Anleihen übrig).
- Als nächstes wurde weiter eingegrenzt nach Anleihen, die über einen Prospekt oder ein Informationsmemorandum verfügen (88,9T Anleihen übrig).
- Anschließend wurde die Stichprobe weiter nach fehlenden Daten aussortiert. Weiter ausgewählt wurden nur Anleihen, die einen fixen Kupon, ein bekanntes Fälligkeitsdatum und Emissionsvolumen hatten (39T Anleihen übrig).
- Nachfolgend wurden die Anleihen ausgewählt, die bei Emission von S&P oder von Moody's als Investmentgrade geratet wurden¹¹ (12T Anleihen übrig).
- Danach wurden aus der Stichprobe Anleihen von Emittenten aussortiert, die Staaten¹², Behörden, Organisationen, staatliche Unternehmen oder Finanzinstitute sind (2.431 Anleihen übrig).
- Als Benchmark für die Berechnung von Überrenditen wurden Bloomberg BVAL Yield Curves¹³ verwendet. Diese stellen die durchschnittliche Anleiherendite für bestimmte Anleihegruppen dar (z.B. durchschnittliche Rendite von AA gerateten Euro Corporate Bonds mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren etc.). War diese Benchmark-Rendite am Tag der Anleihe-Emission und acht Wochen nach der Emission für eine

¹¹ Hierbei kann es zu Splitratings kommen. Mindestens ein Rating von S&P oder Moody's muss als Investmentgrade bewertet worden sein.

¹² Staaten haben zuweilen eigene Emissionsverfahren; so werden Bundesanleihen z.B. über ein Tendersverfahren innerhalb einer definierten Bankengruppe „Bietergruppe Bundesemissionen“ an feststehenden Terminen verauktioniert; vgl. Daube, in: Eller/Heinrich/Perrot/Reif (Hrsg.): Repeat Jahrbuch Treasury und Private Banking 2009, S. 73-97.

¹³ Folgende BVAL Yield Curves dienten als Benchmark: EUR EU Composite AAA BVAL Yield Curve (BVSC0545 Index), EUR Europe Corporate AA+ , AA , AA- BVAL Yield Curve (BVSC0165 Index), EUR Europe Corporate A+, A, A- BVAL Yield Curve (BVSC0077 Index) und EUR Europe Composite BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve (BVSC0166 Index)

Anleihe nicht verfügbar so wurde die Anleihe aus der Stichprobe entfernt.¹⁴ Übrig bleiben dann final 1.556 Anleihen.¹⁵ Diese bilden die Grundlage für diese Untersuchung.

Tabelle 1 zeigt einige deskriptive Merkmale der Stichprobe.

Tab. 1: Verteilung von verschiedenen Merkmalen der Stichprobe

	-Perzentil							Ø
	Min	5%	25%	50%	75%	95%	Max	
Emissionsvol. in Mio. EUR	29	128,8	500	600	800	1250	4000	678,04
Kupon in %	0,000	0,600	1,500	2,500	3,750	5,125	9,250	2,650
Laufzeit in Wochen	52	157	313	392	522	783	1148	431
Yield to Maturity in %	-0,060	0,638	1,580	2,540	3,760	5,203	9,522	2,718
Differenz zu Par in bp	-1.000	-113	-68	-39	-15	0	698	-44
I-Spread in bp	-159	26	63	99	149	293	661	120
Anleihe Rendite-BM in bp	-358	-40	-5	15	49	151	540	31

2. Methodik

Diese Untersuchung beschäftigt sich mit dem Underpricing von Anleiheemissionen. Hierbei wird eine Anleihe zu einer höheren Rendite begeben als die aktuellen Renditen von vergleichbaren Anleihen am Sekundärmarkt sind. Im Rahmen dieser Untersuchung soll die Differenz zwischen der Rendite der neu-emittierten Anleihe und der durchschnittlichen Rendite von vergleichbaren Anleihen als **Neu-Emissions-Spread** definiert werden.¹⁶

Der Neu-Emissions-Spread könnte möglicherweise durch idiosynkratische Unterschiede, wie z.B. Covenants oder Governing Law zwischen der Anleihe selbst und den Vergleichs-Anleihen-Renditen geprägt sein. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, auch die Veränderung dieser Differenz bzw. dieses Spreads zu beobachten. Sollte dieser Spread jedoch nicht idiosynkratisch, sondern systematisch durch z.B. eine Gewährung von einer Art *Rabatt* für die Anleihe-Zeigner entstanden sein, so müsste diese *Fehlbepreisung* mit der Zeit abgebaut werden und sich die Renditen zwischen den Vergleichs-Anleihen

¹⁴ Die frühesten BVAL Yield Curves waren erst ab Mitte 2009 verfügbar, daher fallen Emissionen vor diesem Zeitpunkt raus.

¹⁵ Darunter sind 10 Wandelanleihen und 344 Anleihen, die durch den Emittenten vorzeitig kündbar sind.

¹⁶ Ähnlich wie bei Lindvall (1977) und Hird/Young (2014)

und der neu-emittierten Anleihe angleichen. Die Differenz (Spread) zwischen der Rendite der neu-emittierten Anleihe und der Rendite der Vergleichs-Anleihen wird an fünf verschiedenen Zeitpunkten gemessen: Bei Emission der Anleihe, eine Woche nach der Emission, zwei Wochen nach der Emission, vier Wochen nach der Emission und acht Wochen nach der Emission. Nach den oben erwähnten Untersuchungen ist davon auszugehen, dass diese Differenz bzw. der Spread mit der Zeit abgebaut wird und dadurch die Erstzeichner die **Neu-Emissions-Prämie** (= Differenz zwischen dem Rendite-Spread bei Emission der Anleihe und dem Rendite-Spread zu einem späteren Zeitpunkt) realisieren können.

Die realisierten Neu-Emissions-Prämien werden nach folgenden Stichtagen gemessen: Eine Woche nach Emission, zwei Wochen nach Emission, vier Wochen nach Emission und abschließend acht Wochen nach Emission. Die Stichtage wurden so ausgewählt, dass sie möglichst einen Zeitraum abdecken, der lang genug ist, um die marginalen Spreadveränderungen beobachten zu können. Die Wahl der Stichpunkte orientiert sich an Hird/Young (2014), die die Neu-Emissions-Prämien über einen ähnlich langen Zeitraum analysierten. In der vorliegenden Untersuchung liegt der Fokus auf der realisierten Neu-Emissions-Prämie acht Wochen nach der Emission der Anleihe.

Grundlage der Untersuchung sind die 1.556 Anleihen, die nach den Kriterien im Abschnitt II.1 ausgewählt worden sind. Für die Bestimmung der durchschnittlichen Rendite *vergleichbarer Anleihen* wurden die in Abschnitt II.1 angesprochenen Bloomberg BVAL Yield Curves verwendet. Diese basieren auf Renditen, ausgehend von den von Bloomberg errechneten *fairen* Preisen der zugrundeliegenden Anleihen. Auch die Renditen der neu-emittierten Anleihen gehen auf diese sogenannten Bloomberg BVAL Kurse zurück (mit Ausnahme Rendite bei Emission. Diese basiert auf dem Re-Offer Preis). Dies stellt eine Einheitlichkeit in der Bestimmung der Neu-Emissions-Spreads und realisierten Neu-Emissions-Prämien dar.

3. Auswertung

Die Methodik aus Abschnitt II.2 auf die Stichprobe angewendet, führt zu den in Tabelle 2 dargestellten Werten.

Tab. 2: Entwicklung der realisierten Neu-Emissions-Prämien (NEP) in bp

	NEP W1-W0	NEP W2-W0	NEP W4-W0	NEP W8-W0
Min	-202,2	-195,5	-311,4	-457,0
Perzentil-				
5%	-45,9	-50,8	-59,6	-68,5
25%	-19,2	-21,7	-24,6	-26,5
50%	-9,1	-10,1	-11,5	-12,6
75%	-0,3	-0,6	0,0	0,9
95%	15,0	16,9	18,8	29,7
Max	94,6	131,1	252,2	165,2
Durchschnitt	-11,3	-12,6	-14,6	-15,5
t-Wert	-20,7***	-19,3***	-18,9***	-17,1***
Wilcoxon Test ¹⁷	32,5***	21,9***	21,8***	20,1***
Std.Dev	21,3	25,4	30,1	35,9
NA	37	40	34	0

***/ **/ * Irrtumswahrscheinlichkeit unter 1% / 5% / 10%

Der Methodik von Rojahn/Schyra (2010) folgend, wird für diese Stichprobe die Nullhypothese $H_0: NEP = 0$ mit Hilfe des parametrischen Einstichproben t-Tests und des nicht-parametrischen Einstichproben Wilcoxon-Vorzeichen-Rang-Tests geprüft. Wie in der Tabelle 2 zu sehen ist, kann die Nullhypothese H_0 mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1 %, sowohl durch den t-Test als auch durch den Wilcoxon-Vorzeichen-Rang-Test, verworfen werden. Somit kann festgehalten werden, dass es in der Stichprobe zu Underpricing und damit zu Neu-Emissions-Prämien gekommen ist.

Bei der Betrachtung von Tabelle 2 fällt auf, dass der größte Teil der Spread-Einengung innerhalb der ersten Woche nach Emission geschieht (ca. 70 % der gesamten durchschnittlichen Einengung des zweimonatigen Betrachtungszeitraums). Für jede darauffolgende Woche nimmt die Einengung degressiv ab¹⁸. Sehr auffällig ist auch die sehr breite Spanne in der die realisierten Neu-Emissions-Prämien liegen. Innerhalb der ersten Woche lagen die Neu-Emissions-Prämien innerhalb einer knapp 300 bp großen Spanne (zwischen einer Einengung von -202 und einer Ausweitung von 95 bp). Bemerkenswert sind die Verteilungen an den Rändern. Werden nur die Werte innerhalb des 5 % und

¹⁷ Vgl. Walz/Grabowski (Hrsg.), Lexikon der Statistik mit ausführlichem Anwendungsteil, 2004, S. 282.

¹⁸ Vereinfacht dargestellt: -11,3 bp innerhalb der ersten Woche, -1,3 bp bis zum Ende der zweiten Woche, je -1bp innerhalb von Woche drei und vier und -0,2bp innerhalb der darauffolgenden Wochen bis zum Ende des Betrachtungszeitraums am Ende der Woche acht.

95 % Perzentils betrachtet, so ist die Spanne um ein Vielfaches kleiner. 90 % der innerhalb der ersten Woche realisierten Neu-Emissions-Prämien liegen in einer nur 61 bp breiten Spanne. Mit zunehmender Zeit wird auch die Spanne über die sich die einzelnen realisierten Neu-Emissions-Prämien verteilen größer und das in einem viel stärkeren Maße als durch die Zunahme der durchschnittlichen Spread-Einengung vermuten lässt. Am Ende der achten Woche, bzw. nach 56 Tagen, liegen die realisierten Neu-Emissions-Prämien über einer Spanne von 622 bp verteilt. Auch hier ist die Verteilung sehr stark von den Außenrändern geprägt. 90 % der Neu-Emissions-Prämien liegen in einer viel kleineren Spanne von einer Einengung von -69 und einer Ausweitung von 30 bp. Bemerkenswert ist auch die Tatsache, dass innerhalb der ersten Woche 75 % der Spreads sich eingengt haben. Am Ende der achten Woche haben 73 % der Anleihen einen engeren Spread als zum Emissionszeitpunkt.

Rojahn/Schyra (2010) werfen die Hypothese auf, dass es nach der Finanzkrise zu einem bewussten Underpricing durch Emittenten gekommen ist, um die restriktive Kreditvergabe der Banken während der Finanzkrise zu substituieren.¹⁹ Dieser Argumentation folgend, müssten die von Rojahn/Schyra (2010) beobachteten Neu-Emissions-Prämien nach der Normalisierung der Kreditvergabe und erst Recht durch Maßnahmen der EZB, wie die expansive Geldpolitik (Liquiditätsschwemme²⁰) und die Niedrigzinspolitik²¹, wieder verschwunden sein. Wie Tabelle 3 zeigt, ist dies nicht der Fall. Tabelle 3 stellt die durchschnittlichen realisierten Neu-Emissions-Prämien nach Jahren aufgeschlüsselt dar. Die durchschnittliche Acht-Wochen-Neu-Emissions-Prämie betrug für Anleihen, die zwischen Mitte 2009 und Ende 2014 emittiert worden sind, ca. 18,3 bp. Für den Zeitraum von Anfang 2015 bis Mitte 2017 betrug die durchschnittliche Acht-Wochen-Neu-Emissions-Prämie hingegen 9,8 bp.

¹⁹ Vgl. Rojahn/Schyra, CF 2010 S. 123-128. Hier: S. 126.

²⁰ Vgl. o.V., EZB verleiht ihr Geld weiter ohne Zins, Zeit Online am 20.07.2017, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2017-07/mario-draghi-ezb-sitzung-finanzmarkt>, Abruf am 17.01.2018.

²¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/P/programm_zum_an-kauf_von_vermoegenswerten.html, Abruf am 19.12.2017 und Deutsche Bundesbank, Die Geldpolitik des Eurosystems - Krisenbedingte Sondermaßnahmen des Eurosystems, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Service/Schule_und_Bildung/krisenbedingte_sondermassnahmen_des_eurosystems.html, Abruf am 19.12.2017.

Tab. 3: Durchschnittliche 8-Wochen-Neu-Emissions-Prämie in bp von 2009 bis 2017

Jahr	Durchs. 8W NEP	Median	σ	Anzahl
2009	-28,5	-21,3	40,1	124
2010	-9,9	-12,8	33,2	136
2011	-18,5	-23,1	36,4	130
2012	-32,6	-24,8	55,6	232
2013	-9,2	-9,7	23,8	231
2014	-11,2	-9,8	20,2	227
2015	-3,7	-6,9	27,2	195
2016	-16,2	-11,9	36,0	188
2017	-9,5	-7,6	15,0	93
				$\Sigma 1556$

Wie Tabelle 3 zu entnehmen ist, schwanken die Neu-Emissions-Prämien von Jahr zu Jahr relativ stark. Die Standardabweichung der durchschnittlichen Neu-Emissions-Prämien lag bei 9,6 bp. Das Ergebnis des Zweistichproben Welch-Tests²² stellt tatsächlich einen statistisch signifikanten Unterschied (t-Wert: -4,6498; Irrtumswahrscheinlichkeit <1 %) zwischen den zwei Stichproben fest. Auch der Zweistichproben Wilcoxon-Vorzeichen-Rang-Test zeigt einen signifikanten Unterschied zwischen den Stichproben auf (t-Wert: 22,0982; Irrtumswahrscheinlichkeit <1 %). Die Aussage, dass Unternehmen durch bewusstes Underpricing von Anleihen die Kreditaufnahme von Banken substituiert haben, sollte jedoch kritisch gesehen werden. Zum einen ist die von Rojahn/Schyra (2010) verwendete Stichprobe sehr klein (n=26), zum anderen kann festgestellt werden, dass es auch nach den Maßnahmen der ultralockeren Geldpolitik zu Neu-Emissions-Prämien gekommen ist und immer noch kommt. Die in Abschnitt I.2 angesprochenen Untersuchungen dokumentieren Neu-Emissions-Prämien bzw. Underpricing über eine ca. 60 jährige Zeitspanne, die sowohl von Hoch- und Niedrigzinsperioden als auch von verschiedenen Krisen geprägt war. Neu-Emissions-Prämien konnten durchgängig festgestellt werden, sodass eine Erklärung von Neu-Emissions-Prämien durch eine Substitution der Kreditaufnahme über Banken durch die Emission von Anleihen zu kurz greift. Da die Zinspolitik bzw. die Interventionsmaßnahmen einer Zentralbank sowohl Lage als auch Steilheit der Zinsstrukturkurve beeinflussen können, stellt sich die Frage, ob die festgestellte

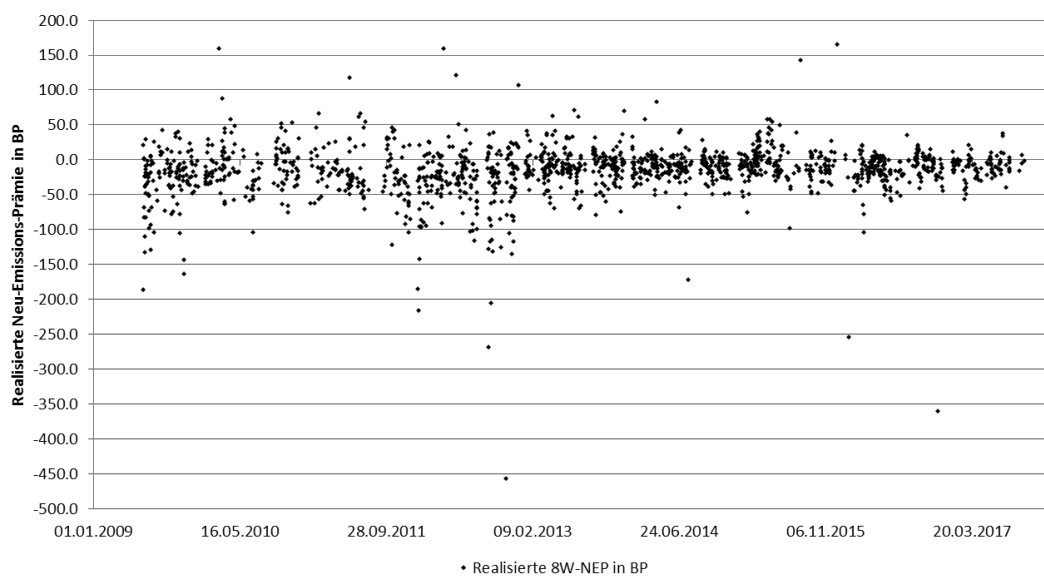
²² Vgl. Sachs/Hedderich, Angewandte Statistik - Methodensammlung mit R, 13. Auflage 2009, S. 441 und Dormann, Parametrische Statistik - Verteilungen, maximum Likelihood und GLM in R, 2013, S. 191.

Unterschiedlichkeit der Teilstichproben (2009-2014 vs. 2015-2017) nicht angebotsseitig (*Emittenten bieten Schulden attraktiver an*), sondern nachfrageseitig (*EZB als zusätzlicher Nachfrager*) zu erklären ist. Die Prüfung dieser Hypothese kann Teil einer weiteren Untersuchung sein. Hilfreich für den Beweis des kausalen Zusammenhangs wäre, wenn es mit der Einstellung des EZB-Anleihekaufprogramms zu einem stärkeren Underpricing kommt und ob sich diese Beobachtungen auch für den US-amerikanischen Anleihemarkt (Wirkung des *Quantitative Easings* auf Neu-Emissions-Prämien) machen lassen.

Grundsätzlich scheint es jedoch als habe das allgemeine Zinsniveau (abgebildet durch den 3M-Euribor) keinen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Neu-Emissions-Prämien (Siehe II.5.e).

Die Darstellung und Verteilung der einzelnen Neu-Emissions-Prämien im Untersuchungszeitraum von Mitte 2009 bis Mitte 2017 lässt sich Abbildung 1 entnehmen.

Abb. 1: Verteilung der Neu-Emissions-Prämien von Mitte 2009 bis Mitte 2017



Interessant ist die anfangs sehr breite Streuung der Neu-Emissions-Prämien in der zweiten Jahreshälfte von 2009. Die breite Streuung läuft vom Anfang des dritten Quartals 2009 bis zum Ende des ersten Quartals 2011 immer weiter zusammen um dann wieder, insbesondere Anfang 2012 und am Anfang des vierten Quartals 2012, stark auseinander zu laufen. Die breite Streuung normalisiert sich in den darauffolgenden zwei Jahren wieder und bleibt von der Jahresmitte 2014 bis zur Jahresmitte 2017 relativ stabil.

4. Statistisches Modell zur Schätzung von Neu-Emissions-Prämien bei Unternehmensanleihen

Im Folgenden soll untersucht werden welche Faktoren auf die Höhe der Neu-Emissions-Prämien von Unternehmensanleihen Einfluss nehmen könnten. Dazu werden Merkmale der Anleihen betrachtet und geprüft ob diese Merkmale in Zusammenhang mit der realisierten Neu-Emissions-Prämie der Anleihe stehen könnten. Die Stichprobe wird dazu in eine Train-Periode (1.000 Anleihen, die vor dem 05.09.2014 emittiert wurden) und eine Test-Periode (556 Anleihen, die nach dem 05.09.2014 emittiert wurden) aufgeteilt. Die abhängige Variable ist bei den Modellen immer die nach acht Wochen realisierte Neu-Emissions-Prämie der jeweiligen Anleihe²³. Die erklärende Variable ist jeweils ein renditeprägendes Anleihemerkmale. Es wird angenommen, dass die einzelnen Merkmale einen Einfluss auf die Neu-Emissions-Prämie haben. Im Rahmen der Modellbildung werden folgende Vorzeichen in der Regressionsgleichung erwartet: Wenn Neu-Emissions-Prämien eine Kompensation für eingegangene Unsicherheiten darstellen könnten, dann müsste mit fallendem Rating (AAA hätte die Note 1, AA+ die Note 2 usw.) auch die Kompensation für diese Unsicherheit steigen und sich damit der Spread über die acht Wochen des Beobachtungszeitraums einengen (Rating: negatives Vorzeichen). Ähnliches gilt auch für das Emissionsvolumen. Je größer das Emissionsvolumen, desto höher die Unsicherheit des Underwriters alle Stücke zu platzieren und daher auch eine höhere Neu-Emissions-Prämie (Emissionsvolumen: negatives Vorzeichen). Analog verhält es sich mit der Laufzeit. Je länger die Laufzeit desto höher muss das Incentive für einen Investor sein, um ihn zu einer Investition in die Neu-Emission statt einer Bestandsanleihe zu bewegen (Laufzeit: negatives Vorzeichen). Einen psychologischen Effekt könnten Emissionen haben, bei denen der Emissionspreis unter dem Nennwert liegt und es daher im Sekundärmarkt zu verstärkter Nachfrage kommt und dies den Preis der Anleihe treibt, was wiederum die Verzinsung reduziert und den Spread einengt. Die Hypothese ist daher, je höher die Differenz zwischen Nennwert und Emissionspreis, desto höher die realisierte Neu-Emissions-Prämie (Unter par Differenz: negatives Vorzeichen). Einen ähnlichen Einfluss könnte auch die Kuponhöhe haben. Hier könnten Anleihen mit einem hohen Kupon gefragter sein und somit zu einer verstärkten Nachfrage im Sekundärmarkt führen, wodurch es zu Kurssteigerungen kommt und damit zu einer höheren realisierten

²³ Neu-Emissions-Prämien sind im Rahmen dieser Untersuchung als Spreadveränderung zwischen zwei Zeitpunkten definiert (vgl. mit Abschnitt II.2)

Neu-Emissions-Prämie (Kupon: negatives Vorzeichen). Ähnliches sollte auch für die Höhe des Neu-Emissions-Spreads gelten. Je höher der Renditeaufschlag einer Anleihe gegenüber ihrer Benchmark, desto unterbewerteter ist diese und Investoren könnten mit Käufen gegensteuern und so diesen Zustand eliminieren (Neu-Emissions-Spread: negatives Vorzeichen). Im Rahmen dieses Modells ist das Merkmal Callable eine Dummy-Variable in der Gleichung (1 für Anleihe mit Call-Recht, 0 für Anleihe ohne Call-Recht). Hierbei wäre es nachvollziehbar, dass es bei Anleihen mit vorzeitigem Kündigungsrecht des Emittenten zu einer höheren Neu-Emissions-Prämie kommen würde als ohne (Callable: positives Vorzeichen). Hierbei kann wieder der Incentive-Argumentation gefolgt werden.

Die realisierte Neu-Emissions-Prämie soll mit Hilfe einer OLS-Regression modelliert werden. Der Methodik von Rojahn/Schyra (2010) folgend²⁴, wird wenn die Annahme homoskedastischer Residuen durch den Breusch-Pagan-Test abgelehnt wird, statt mit dem OLS-Verfahren das White-Verfahren (HC-Schätzer²⁵) zum Schätzen eingesetzt. Sollten die Residuen nicht nur heteroskedastisch, sondern auch autokorreliert sein, wird mit dem HAC-Schätzer von Newey und West geschätzt.

Tab. 4: Univariate Regression zur Erklärung von Neu-Emissions-Prämien

Gleichung	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Regressoren	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient
Schätzverfahren	HC	HC	OLS	HC	HC	HC	OLS
Konstante	2,427	-7,719	-17,336***	10,550*	-32,283***	-11,632***	-19,163***
Rating	-2,751***						
Emissionsvol.		-0,016					
Unter pari			-3,091				
Kupon				-8,659***			
Laufzeit					0,033***		
Neu-Emis.-Sprd.						-0,215***	
Callable							8,965
R ²	0,0140	0,0243	0,0018	0,0773	0,0239	0,1693	0,0029
adj. R ²	0,0131	0,0233	0,0008	0,0764	0,0229	0,1685	0,0019

*** / ** / * Irrtumswahrscheinlichkeit unter 0,1% / 1% / 5%

²⁴ Vgl. Rojahn/Schyra, CF 2010 S. 123-128. Hier: S. 126.

²⁵ Vgl. von Auer, Ökonometrie - Das R Arbeitsbuch, 2017, S. 243 und Long/Ervin, The American Statistician 3/2000, S. 217-224.

Bei der Auswertung der Regressionen in Tabelle 4 fallen die niedrigen R^2 und adj. R^2 -Werte auf. Auch aus einer grafischen Auswertung der Regressionen, lässt sich nur eine sehr schwache Aussagekraft der einzelnen Merkmale auf die Höhe der realisierten Neu-Emissions-Prämie feststellen.

Das Ergebnis der Richtung des Einflusses auf die Neu-Emissions-Prämie ist in allen Fällen wie angenommen. Einzige Ausnahme ist das Merkmal Laufzeit. Hier scheint es, dass mit zunehmender Laufzeit die Neu-Emissions-Prämie kleiner wird bis diese sogar in manchen Fällen negativ wird.

Des Weiteren auffallend sind die sehr niedrigen Irrtumswahrscheinlichkeiten (unter 0,1 %) bei den Koeffizienten von Rating, Kupon, Laufzeit und Neu-Emissions-Spread.

Aufbauend auf den Erkenntnissen aus Tabelle 4 werden in Tabelle 5 mehrere multivariante Regressionsmodelle zur Modellierung der Neu-Emissions-Prämien aufgestellt

Tab. 5: Regression der Train-Periode

Gleichung	(1)	(2)	(3)
Regressoren	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient
Schätzverfahren	HC	HC	HC
Konstante	-19.666***	-25.32***	-15.053
Rating		1.336*	0.968
Emissionsvolumen			-0.009
Unter pari			-3.787
Kupon		-2.278	-2.391
Laufzeit	0.019**	0.025***	0.025**
Neu-Emissions-Spread	-0.207***	-0.189***	-0.178***
Callable			1.884
R^2	0.1769	0.1811	0.1912
adj. R^2	0.1752	0.1778	0.1855

***/ **/ * Irrtumswahrscheinlichkeit unter 0.1%/ 1%/ 5%

Für die erste Regressionsgleichung wurden die Gleichungen aus Tabelle 4 ausgewählt, die eine signifikante Konstante und einen signifikanten Koeffizienten hatten. Bei der zweiten Gleichung wurden die Merkmale ausgewählt, die einen signifikanten Koeffizienten hatten und abschließend für die dritte Gleichung wurden alle Koeffizienten verwendet.

Festzustellen ist, dass bei der multivariaten Regression der Train-Periode die R^2 und adj. R^2 -Werte zwischen 0,17 und 0,2 liegen und damit eine niedrige Vorhersagegüte haben. Während der Koeffizient des Merkmals *Rating* in der einfachen Regression eine hohe Signifikanz ausweist, geht die Signifikanz bei der multivariaten Regression zurück und ist in Gleichung (3) sogar nicht signifikant. Eine hohe Signifikanz weisen durchgehend die Koeffizienten der Merkmale Laufzeit und Neu-Emissions-Spread auf. Diese sind durchgehend bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1 % signifikant.

In Tabelle 6 wird die multivariante Regression auf die bisher nicht verwendete Test-Periode angewendet.

Tab. 6: Regression der Test-Periode

Gleichung	(1)	(2)	(3)
Regressoren	Koeffizient	Koeffizient	Koeffizient
Schätzverfahren	HC	HC	HC
Konstante	-3.741	-15.255*	-5.119
Rating		1.432	1.344*
Emissionsvolumen			-0.011
Unter pari			0.218
Kupon		-0.039	-1.790
Laufzeit	0.001	0.003	0.008
Neu-Emissions-Spread	-0.239**	-0.252**	-0.218**
Callable			-5.265**
R^2	0.2056	0.2131	0.2363
adj. R^2	0.2027	0.2074	0.2265

***/ **/ * Irrtumswahrscheinlichkeit unter 0.1%/ 1%/ 5%

Interessant ist es festzustellen, dass in der Test-Periode die Anpassungsgüte einer Regression höher ist als die während der Train-Periode. Prägend bei den drei Gleichungen ist der Einfluss des Neu-Emissions-Spreads. Dieser hat durchgehend eine hohe Signifikanz von bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1 %. Es scheint, dass die Höhe des Neu-Emissions-Spreads die stärkste Vorhersagekraft auf die tatsächlich nach acht Wochen realisierte Neu-Emissions-Prämie hat. Das erscheint nachvollziehbar, denn je höher der Spread bzw. Renditeaufschlag ist, desto mehr kann sich dieser verkleinern. Jedoch ist anzumerken, dass dieser Zusammenhang viel stärker erwartet worden ist als es tatsächlich der Fall war.

5. Mögliche Ursachen von Neu-Emissions-Prämien

a) Incentive

Neu-Emissions-Prämien könnten als Instrument dienen, um Opportunitätskosten der Underwriter und Bookrunner zu senken. Durch einen schnellen Abverkauf der Anleihen können sie neue Mandate übernehmen und so ihren Umsatz (und die meist davon abhängige variable Vergütung der Mitarbeiter) steigern. Somit könnten Neu-Emissions-Prämien als Incentive²⁶ gesehen werden, um Investoren einen Anreiz zu geben, in die Neu-Emission zu investieren statt in eine am Sekundärmarkt verfügbare Anleihe.

b) Strukturelle Hindernisse

Überzeugend und noch heute gültig ist die Argumentation von Lindvall (1977), wonach institutionelle Investoren kaum ihren Bestand von Anleihen handeln und eher einen buy-and-hold-to-maturity Ansatz verfolgen und Anleihen in ihrem Bestand häufig anders (zum Beispiel gemindert um Abschreibungen) bewerten²⁷. Das führt möglicherweise dazu, dass die Investoren diese Prämien nicht arbitrieren, weil sie dafür ihren Bestand verkaufen müssten (ggf. den Preis für ihre Anleihe senken und damit die Rendite erhöhen) und mit dem freigewordenen Kapital Anleihen-Neu-Emissionen zeichnen (und damit durch ihre zusätzliche Nachfrage die Renditen der Neu-Emissionen senken würden, bis beide Renditen sich angeglichen haben). Der Verkaufsprozess einer (illiquiden) Anleihe, kann mehrere Tage bzw. Wochen dauern. Die Anleihe könnte da schon emittiert worden sein. Und selbst wenn ein Investor seine Anleihe rechtzeitig verkaufen könnte, wäre es unsicher, ob er bei der Zeichnung auch denselben Betrag zugewiesen bekommt. Durch den Verkauf der Bestandsanleihe setzt sich dieser damit Wiederanlagerisiken aus.²⁸

c) Schätzmethode

Bei der Emission der Anleihe ist die Rendite der Anleihe (und damit die Finanzierungskosten des Emittenten vor Emissionskosten des Konsortiums) durch den Bookrunner zu schätzen. Obwohl in diese Schätzung verschiedene Faktoren, wie zum Beispiel Umfragen unter Investoren (Shadow Bookbuilding) und Vergleiche mit ähnlichen Anleihen,

²⁶ Vgl. Brealey/ Myers/ Marcus, a.a.O., S. 442f

²⁷ Vgl. Lindvall: Journal of Finance 1977 S.1057-1067. Hier: S. 1057-1058

²⁸ Transaktionskosten als Ursache für Neu Emissionsprämien vgl. Conard/Frankena, a.a.O. (Fn. 4), S. 168.

eingehen, kann die Rendite am Sekundärmarkt besser bestimmt werden, weil dort mehr Marktteilnehmer am Bepreisungsprozess involviert sind und der Wettbewerb höher ist.

d) Survivorship-Bias

Eine weitere Argumentation für das Vorkommen von Neu-Emissions-Prämien lässt sich durch ein Gedankenexperiment erklären: Angenommen, dass der aktuelle Marktzinssatz von AAA gerateten Anleihen mit 10 Jahren Laufzeit bei 10 % liegen würde und der Bookrunner bzw. der Underwriter die Emissionsrendite einer neuen Anleihe bei 5 % ansetzen würde, wäre bei der Annahme eines rationalen Marktes kein Investor bereit für dasselbe Risiko eine viel geringere Vergütung zu übernehmen. Die Emission würde nicht zustande kommen und scheitern. Bei dem umkehrten Fall, wenn der Marktzinssatz bei 5 % liegen würde und die Emission zu 10 % angeboten werden würde, würde die Emission sehr schnell beendet werden, weil Investoren diese Chance auf einen Free-Lunch ausnutzen wollen würden. Daher kann davon ausgegangen werden, dass eher fair- oder unterbewertete als überbewertete Emissionen zustande kommen. Abschnitt II.3. zeigt, dass nach dem dort verwendeten Messverfahren 75 % der Anleihen eine (positive) Neu-Emissions-Prämie hatten.

e) Sonstige Beobachtungen

Wird angenommen, dass Underwriter die Anleiheemission vorfinanzieren und die Anleiheemission in den eigenen Bestand nehmen, könnten Finanzierungskosten des Underwriters auch eine Rolle bei der Höhe der Neu-Emissions-Prämien spielen. Als Proxy für die Finanzierungskosten des Underwriters wurde für diese Hypothese der 3-Monats Euribor verwendet. Ein Zusammenhang zwischen dem 3-Monats Euribor und Neu-Emissions-Prämien (lineare Regression monatlicher Durchschnitte von 3M-Euribor und realisierter Neu-Emissions-Prämie nach acht Wochen) konnte jedoch nicht festgestellt werden.

Auch der Zusammenhang zwischen dem Emissionsvolumen und der Höhe der Neu-Emissions-Prämie konnte, ebenso wie bei Conard/Frankena (1969)²⁹, nicht nachgewiesen werden. Obwohl es logisch erscheint, dass je größer die Emission, desto größer

²⁹ Vgl. Conard/Frankena, a.a.O. (Fn. 4), S. 185-186.

auch das Risiko für die Underwriter, ist nicht festzustellen, dass dies ein Einflussfaktor auf die Neu-Emissions-Prämie ist.

III. Schlussfolgerungen für CFOs

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die im Rahmen dieser Untersuchung festgestellten Neu-Emissions-Prämien in einem Zeitraum von acht Wochen durchschnittlich bei 15,5 bp lagen, während der Neu-Emissions-Spread bei durchschnittlich 30,9 bp lag. Die statistische Modellbildung und -analyse in Abschnitt II.4 hat hervorgerufen, dass keine der renditeprägenden Merkmale einen nachweisbaren signifikanten Einfluss auf die Höhe der Neu-Emissions-Prämie hatte. Einzig signifikantes Merkmal, dass die Höhe der realisierten Neu-Emissions-Prämie mit einer schwachen aber durchgehend signifikanten Güte vorhersagen kann, ist die Höhe des Neu-Emissions-Spread bei Emission der Anleihe.

Als wichtigste Erkenntnis für CFOs kann festgehalten werden, dass die entgangenen Mittel bzw. zusätzlichen Finanzierungskosten auf eine typische Anleiheemission³⁰ von 500 Mio. € im Durchschnitt 1.550.000 € (Neu-Emissions-Spread bei Emission), bzw. im Median 750.000 € betragen. Die Auswertung in Abschnitt II.4 zeigt gleichwohl, dass es systematisch kaum möglich ist, durch die Auswahl der untersuchten Anleihe-Eigenschaften auf diese entgangenen Mittel aktiv einen Einfluss zu nehmen bzw. einen Beitrag zur Reduktion der Finanzierungskosten zu generieren. Folglich wird es einem CFO kaum möglich sein, systematisch (und wiederkehrend bei Folgeemissionen) diese Kosten einzusparen, um damit einen Beitrag zu Erhöhung des Marktwertes des betreffenden Unternehmens zu leisten. Die aufgerufenen Beträge sind zwar absolut gesehen hoch, relativ betrachtet sind es bei einer Emission von 500 Mio. € „nur“ 0,31 %.

Der wichtigste Treiber der Finanzierungskosten eines Unternehmens ist nach wie vor das Unternehmensrating. Das Rating hat nicht nur einen Einfluss auf die Höhe der Zinszahlungen, sondern auch auf die Gebühren der Anleiheemission.³¹ Es gilt dieses aktiv zu gestalten und an einer Verbesserung der Bonitätsqualität zu arbeiten. Hier liegt also

³⁰ Wie Tabelle 1 zu entnehmen ist, haben 75% der emittierten Anleihen ein Volumen von über 500 Mio. €

³¹ Vgl. Iannotta, Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services, 1. Aufl. 2010, S. 105.

ein beachtliches Potential zur Kostenersparnis bei Anleiheemissionen – und es könnte sich als sinnvoll erweisen, dass ein CFO seinen Schwerpunkt langfristig darauf legt.

CFOs sollten auch die Wahl der Finanzierungsalternativen genau prüfen. Neben einer Anleiheemission könnte die Emission eines Schuldscheindarlehens eine attraktivere Alternative darstellen, die möglicherweise eine leicht höhere Zinsbelastung, jedoch dafür insgesamt günstiger von den Gesamtkosten her ist.

Im Übrigen könnte es attraktiv sein, die Märkte danach zu analysieren, ob das betreffende Unternehmen u.U. in einem bestimmten Marktsegment komparative Kostenvorteile hat – zu denken ist etwa an die Segmente variable / fixe Verzinsung. Hier könnte ein Unternehmen bei gegebenem Rating komparative Vorteile haben und es könnte sich lohnen z.B. mit einer variablen Verzinsung finanzielle Mittel aufzunehmen und diese in feste Verzinsung zu swappen.³² Im Ergebnis würde ein CFO also dort emittieren, wo das Unternehmen komparative Kostenvorteile hat und anschließend der Emissionserlös ggf. in die präferierte Zinsstruktur gewappt werden.

Da die „Kontrahenten“ für einen CFO im übertragenen Sinne Fondsmanager, Treasurer und institutionelle Investoren sind, scheint von deren Sicht aus ein Anlagekonzept einzig auf der Realisierung von Neu-Emissions-Prämien ausgehend von theoretischen Maximalrenditen zwischen 45,6 bp und 148,8 bp pro Jahr (Median-Neu-Emissions-Prämien bei perfektem Umschlag alle zwei Monate) als zu wenig ertragreich, da es durch Gebühren und andere anfallende Kosten kaum nachhaltig tragfähig sein dürfte. Für Investoren, die in Anleihen investieren müssen, bieten jedoch Neu-Emissionen attraktive Überrenditen, mit denen sich die Performance ihrer Portfolien durch einfache Mitnahmeeffekte steigern lässt. Ausgehend von den Ergebnissen der statistischen Analyse in Abschnitt II.4 konnten, bis auf die Höhe des Neu-Emissions-Spreads, keine signifikanten Faktoren ermittelt werden, nach denen sich die Neu-Emissionen mit der höchsten realisierten Neu-Emissions-Prämie hervorsagen lassen. Bei der Realisierung von Neu-Emissions-Prämien ist daher das systematische Zeichnen eines breiten Portfolios von Neu-Emissionen ein empfehlenswerter Ansatz für das Einnehmen der Neu-Emissions-Prämien.

³² Vgl. Hull, Options, Futures und andere Derivate, 9. Aufl. 2015, S. 213 f.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Neu-Emissionsprämien für Anleihen existieren. Ein CFO kann aber nicht erwarten, dass es ihm gelingt, systematisch und über einen längeren Zeitraum diese Prämien als Zinskostensparnis zu realisieren.