Das Underpricing beim Management der Investorenbeziehung

Vortrag im Rahmen der DIRK-Creditor Relations Tagung 2026, 11.02.2026 in Frankfurt am Main

Prof. Dr. Dirk Schiereck
Leiter des Fachgebietes Unternehmensfinanzierung an der TU Darmstadt
Mitglied im Advisory Board DebtRay

Why active Issuer Engagement in Primary Markets matters?

1. Material financial Impact
Every basis point of the New Issue Premium (NIP) typically translates into approximately **€670,000 in financing costs**, with a direct impact on P&L. Even seemingly marginal differences in pricing—such as a yield of **2.51% versus 2.52%**—therefore have **material economic consequences**. Given the comparatively limited effort required, disciplined NIP management constitutes a **high-leverage value driver**, delivering immediate and measurable upside to shareholder value

2. Governance & Market Credibility
Fair and consistent pricing strengthens **investor trust and issuer credibility**. Active issuer involvement signals strong governance and accountability, supporting demand and execution quality in future transactions.

3. Regulatory Necessity (MiFID II)
MiFID II imposes enhanced **cost transparency, inducement and conduct obligations**. Issuers cannot fully delegate pricing responsibility to banks; **independent NIP measurement** supports compliance, transparency and sound governance

Empirical Evidence on Underpricing

1. **First days in the life of a new security:** For initial public offerings (IPOs) and seasoned equity offerings significant first day stock returns are well known for decades and most often explained by information asymmetry models.

2. **Corporate bond markets are similar but different:** There is underpricing in bond markets, too. Smaller returns are met by larger issuing volumes, measurement problems are severe, and effects are fluctuating over time. And sometimes central banks enter the markets to manipulate prices.

3. **Measurement concepts:** While measuring underpricing in IPO markets is simple and in empirical studies always the same it varies in bond studies: yield spreads (Ederington, 1974), benchmarking by risk-free bonds (Datta et al., 1997) or event study (Rischen & Theissen, 2021).

4. **Still an underresearched topic:** Driven by measurement issues, lack of data and extremely high effort to clean data sets bond underpricing in bond markets is underresearched compared to stock markets.

Empirical Evidence on Underpricing

1. **Early evidence with focus on US bonds:** Weinstein (1978) observes new issue premium of 38 bps. but Fung and Rudd (1986) provide evidence that this underpricing disappears after controlling for liquidity and transaction costs. The medium issue is not underpriced.

2. **Early European evidence for Swiss corporate bonds:** Wasserfallen and Wydler (1988) analyze 328 Swiss bonds and find an underpricing of 30 to 50 bps. which was not exploitable after transaction costs.

3. **More recent studies for the US:** Nagler & Ottonello (2017) report an average underpricing of 23 to 64 bps. under different regulatory regimes between 2003 and 2013. Bessembinder et al. (2022) only observe a premium of 11 bps. for investment grade bonds between 2010 and 2018.

4. **Most recent European evidence:** Rischen & Theissen (2021) report time dependent premiums between 2002 and 2017. Before the global financial crisis average underpricing was low at 9 bps. but reached 98 bps. during the crisis.

There is Evidence for Overpricing as well

1. **Overpricing in case of specific investor groups:** There is also a long history of studies which provide evidence on overpricing for corporate bonds that concentrate on specific investor groups.

2. **Issues of sin stock companies:** Sin stock companies operate in industries (tobacco, alcohol, casinos, defense, fast food) which are excluded by large investor groups. Fabozzi et al. (2019) show an overpricing in the period 1994 to 2010.

3. **Green bonds:** Caramichael & Rapp (2024) analyze a global sample of 1,169 green bonds and 120,000 conventional bonds between 2014 and 2021. They find a reduced underpricing of 3 to 8 bps. for green bonds which can be interpreted as a relative overpricing.

4. **Chinese corporate bond market:** Ding et al. (2020) examine the Chinese bond market where banks act as underwriters and investors parallel. Based on 14,310 issues there is an average overpricing of 5 to 6 bps. which widely disappeared in an adjusted regulatory environment.

Scientific Framework of BondRanking

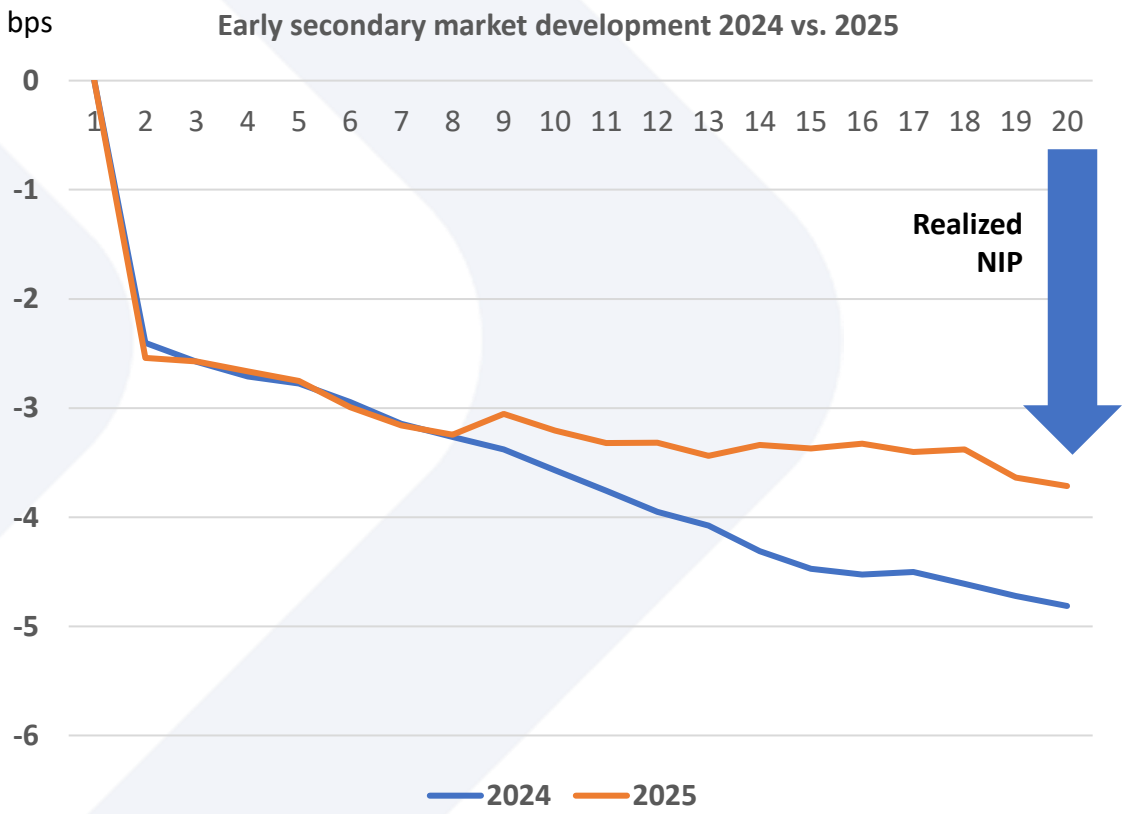
1. **Benchmarking:** Early secondary market performance is adjusted for overall market movements using peer benchmarks based on comparable credit quality and maturity. This approach neutralizes external market events beyond the issuer's control.

2. **Analysis of early secondary market development:** Analyzing early secondary market performance reveals whether a bond was priced fairly or skewed in favor of either the issuer or the investors.

3. **Best-in-class-approach:** The pure performance of a new issuance is benchmarked against a peer group issued within a matching time window. This approach allows issuers to assess success relative to market conditions—enabling reliable results even in challenging environments.

4. **Quantification of pricing & timing:** BondRanking quantifies the financial impact of pricing and timing decisions—enabling precise evaluation of bond issuance outcomes.

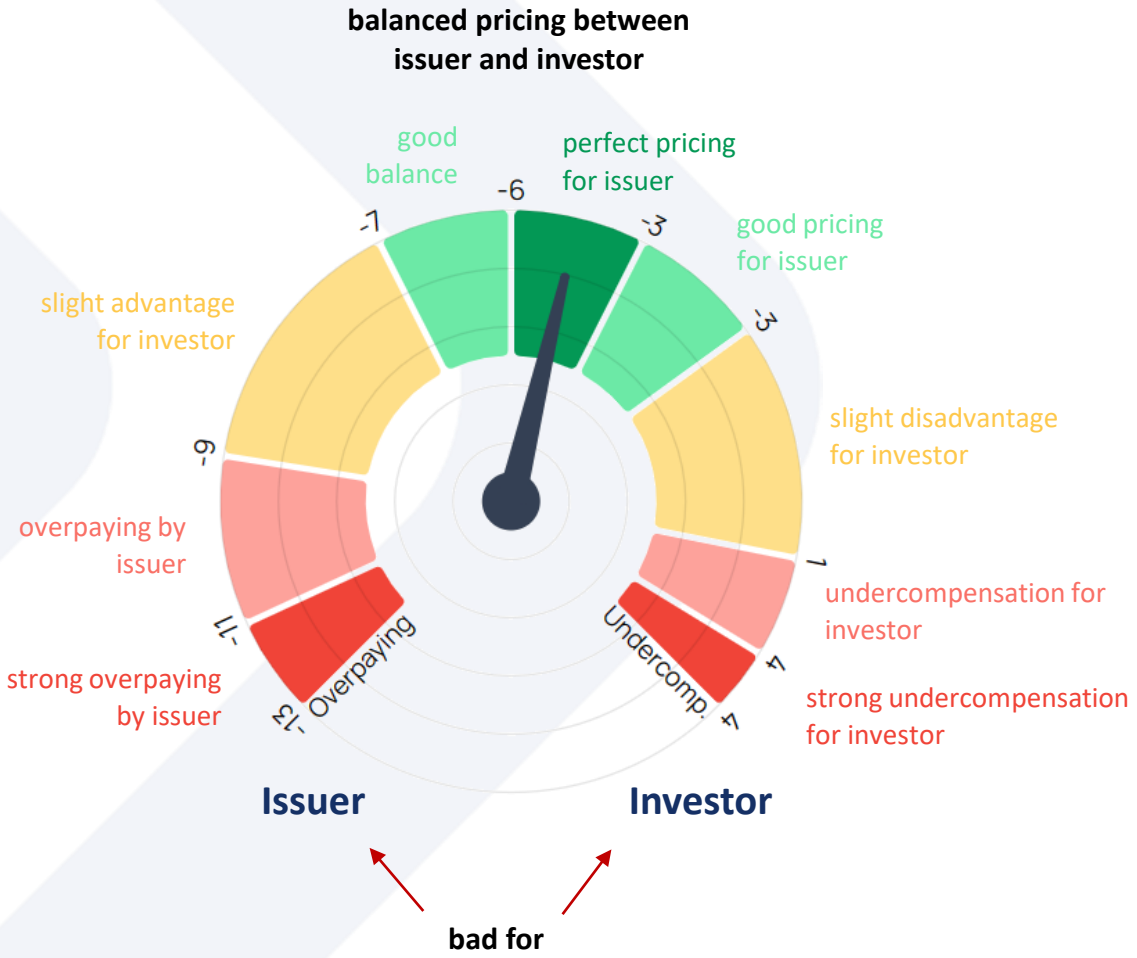
Early Secondary Market Development



- The chart shows the average performance (spread tightening) of new issues over the first 20 trading days, marking the transition from the primary to the mature secondary market
- The data reflects adjusted performance, eliminating secondary market effects, isolating the impact of the new issue premium (NIP)
- In the first 8-10 days, the NIP is "neutralized" by rising prices → NIP absorption by secondary market
- This effect diminishes over the following days, and by the end of the period, the bond aligns with the secondary market, signaling its integration into the mature secondary market

DebtRay

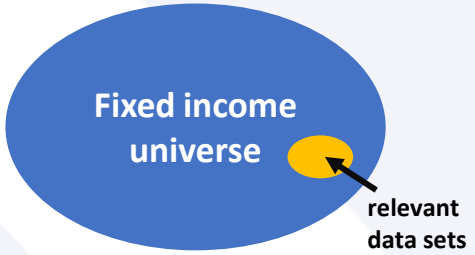
Best-in-Class Approach



- BondRanking's Peer Group approach first **identifies relevant peer bonds** based on criteria such as issuance date, credit rating, and maturity.
- Once these **bonds are identified, they are ranked,** starting from the left with the bond showing the highest realized New Issue Premium (NIP) and ending on the right with the bond showing the lowest realized NIP.
- The evaluation of a specific bond is based on its **position within the identify peer group**, providing a comparative measure of performance relative to its peers.
- This methodology ensures that there are **always relatively high and low-rated bond issues**, as the overall market development is already factored in.

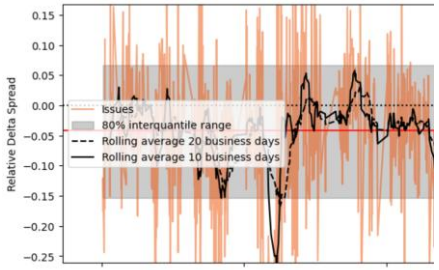
DebtRay

Value Creation of BondRanking



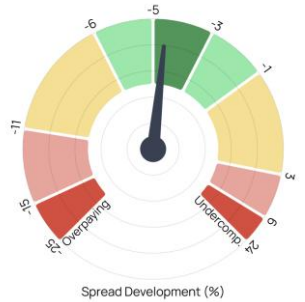
Data Selection & Validation

Data selected & sourced from established providers, validated, enriched, and structured for time-series analytics



Scientific Processing

Consistent application of proprietary scientific methodologies to produce actionable fixed income insights



Easy-to-use frontend

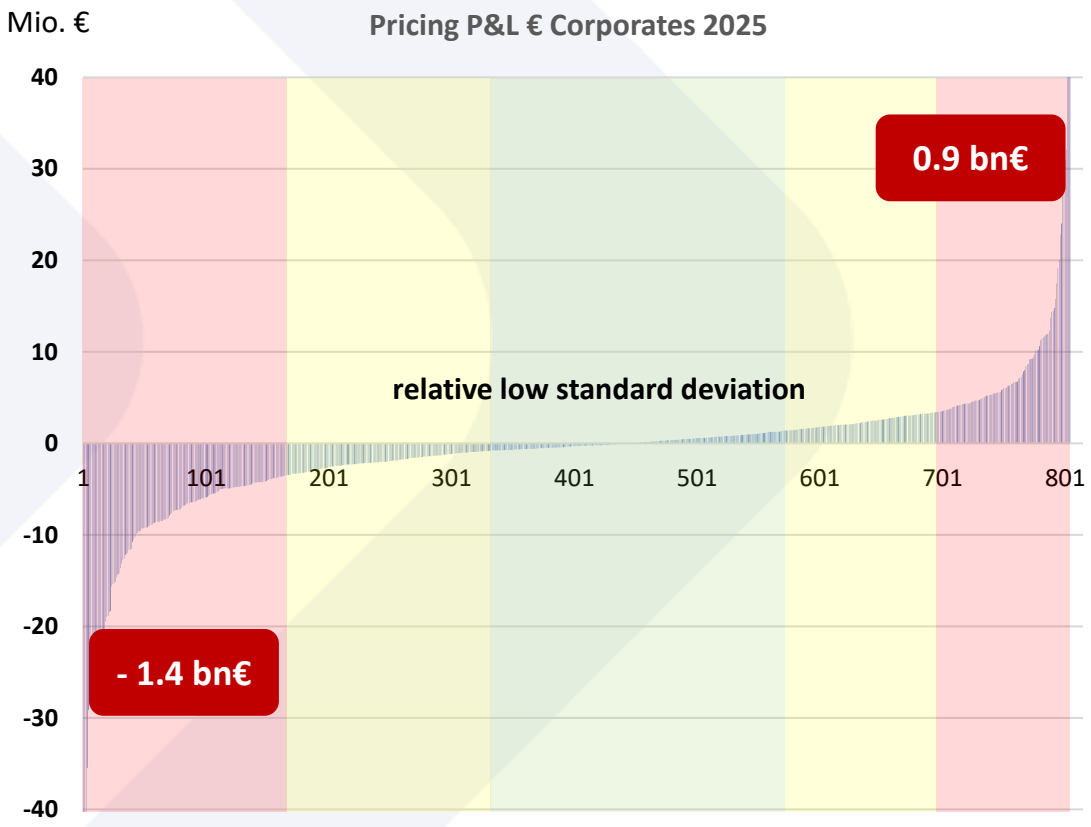
DashBoard presents complex fixed income analytics in a clear and easy understandable way

Beneficiaries of BondRanking



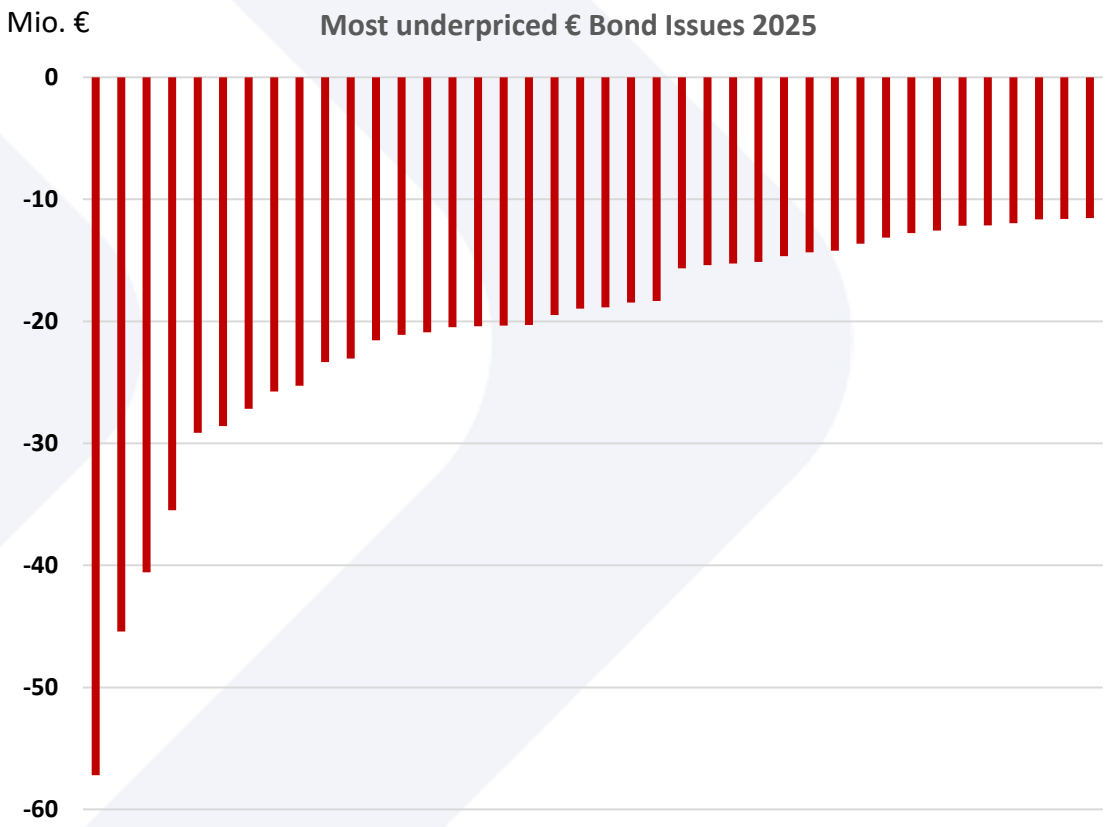
DebtRay

Pricing € Corporates 2025



- In 2025, the **most underpriced new issues** (around 20% of total issuance) resulted in **average additional interest expenses of €8.7 million** compared to fairly priced transactions.
- Conversely, the **most overpriced new issues** (around 13% of total issuance) generated an **average loss of €8,9 million for investors**; while issuers paid less than fair value, this **eroded investor confidence** and may negatively affect future demand and pricing.
- **In aggregate,** excessive spread mispricing in the € bond market amounted to approximately **€1.4 billion in unnecessary interest costs for issuers**, while **investors suffered around €900 million** in foregone interest income.

Most underpriced Issues 2025



- In 2025, the **40 most underpriced new issues** (representing approximately **5% of total issuance**) resulted in **additional interest expenses of around €21 million for issuers**, compared with fairly priced transactions between issuers and investors.
- By contrast, the **40 most overpriced issues** led to average losses of **approximately €18.7 million for investors.**

DebtRay

Highest-Ranked German € Bond Issues in 2025

ISIN	Issuer	Pricing Date	lifeSpan	Nominal	Original Spread (bund)	PricingRank
XS3215470280	Adidas Ag	30.10.25	5	500	51,8	1
DE000A4DFUE3	Amprion Gmbh	27.05.25	5	500	95,8	2
DE000A4DFUF0	Amprion Gmbh	27.05.25	11	500	123,6	2
DE000A460N38	Amprion Gmbh	22.09.25	15	900	110,7	2
DE000A460GR7	Bauspar.Schwaebisch Hall	01.10.25	10	500	33,9	2
DE000BYL0EN9	Bayerische Landesbank	10.09.25	7	500	70,6	2
DE000BYL0BH7	Bayerische Landesbank	28.01.25	8	750	123,8	2
DE000BYL0CV6	Bayerische Landesbank	20.05.25	7	750	44,5	2
DE000BHY4US2	Berlin Hyp Ag	28.01.25	8	500	45,9	2
XS3209539520	Bertelsmann Se & Co Kgaa	21.10.25	8	750	104,4	2
XS2982332400	Bmw Intl Investment Bv	15.01.25	4	1000	84,2	2
XS3032045554	Deutsche Post Ag	17.03.25	9	750	86,2	2
XS2987630873	Deutsche Telekom Ag	20.01.25	7	500	74,9	1
XS3171594636	E.On Intl Finance Bv	27.08.25	10	600	90,7	2
XS2978482169	E.On Se	09.01.25	15	900	126,7	1
XS3077380825	Eurogrid Gmbh	19.05.25	12	800	133,5	2
XS3036647777	Fresenius Medical Care A	01.04.25	7	500	139,9	2
XS3178858224	Fresenius Se & Co Kgaa	08.09.25	9	500	107,2	1
DE000A4DFCU7	Hamburger Sparkasse	10.02.25	6	500	81,8	1
DE000A460CJ3	Hamburger Sparkasse	15.10.25	6	500	39,2	2
XS3074499511	Heidelberg Materials Fin	14.05.25	5	750	98,4	2
XS2996771767	Infineon Technologies Ag	06.02.25	5	750	86,3	2
XS3074424188	Landbk Hessen-Thueringen	12.05.25	4	750	38	1
DE000LB4W7C0	Lb Baden-Wuerttemberg	14.01.25	5	500	114,7	2
DE000LB4W9X2	Lb Baden-Wuerttemberg	14.05.25	10	500	39,4	2
DE000MHB67Q8	Muenchener Hypothekenbnk	21.10.25	9	500	96,4	1
XS3092557126	Rewe Int Finance	26.06.25	7	500	130,1	2
XS3078501502	Siemens Financieringsmat	19.05.25	8	500	80,5	2
XS3078501684	Siemens Financieringsmat	19.05.25	11	1000	91	2
XS2970728205	Sudzucker Int Finance	22.01.25	7	500	192	2
DE000A4EFPS1	Traton Finance Lux Sa	19.08.25	3	750	87,7	1
XS3099828355	Volkswagen Bank Gmbh	12.06.25	3	800	100,7	2
XS3249926935	Volkswagen Bank Gmbh	03.12.25	4	1000	99,1	2
XS3195126084	Volkswagen Bank Gmbh	25.09.25	4	900	94,3	2
DE000WBP0BP8	Wuestenrot Bausparkasse	23.09.25	8	500	38,8	2
XS3091660194	Zf Europe Finance Bv	04.06.25	5	1250	491,1	2

Prism Index by DebtRay

What is the Prism Index used for?

- **The PRISM Index** by **DebtRay**, provides a measure of the **value generated in the primary market**
- It quantifies the **realized performance advantage investors achieve by participating in new bond issuances**.

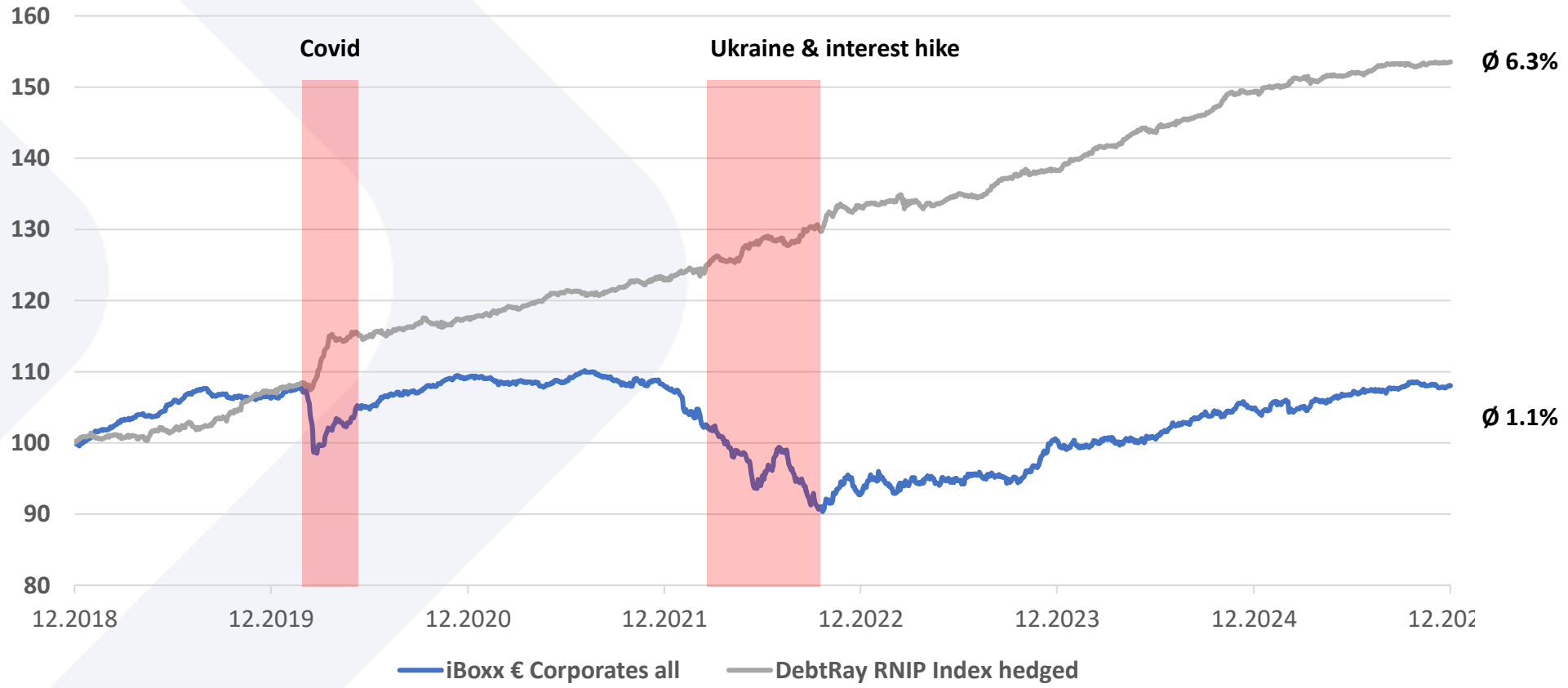
How the PRISM Index Works?

The PRISM Index is built on a **transparent and rules-based investment strategy**:

- The index invests in **newly issued bonds at primary market pricing**.
- Each bond is **held for 20 trading days**, capturing the period in which new issue premia typically materialize.
- After 20 days, bonds are **sold at prevailing market prices**, and performance is realized.
- **Index Portfolio is hedged** against overall market movements to isolate overall mature secondary market movements

This approach reflects the **actual, realizable return profile** experienced by primary market investors.

DebtRay RNIP Indices vs. iBoxx € Corporates all



DebtRay

What the PRISM Index Family indicates to Issuer?

- The **PRISM Index Family** measures the **additional alpha generated in the corporate bond primary market**, isolating the contribution of the **new issue premium** from broader market effects.
- Empirical evidence shows that the **PRISM portfolio significantly outperforms the mature secondary market**, delivering an average return of **6.3% versus 1.1%** over the period **2019–2025**. This demonstrates that the **primary market—and in particular the new issue premium—is the dominant source of excess returns** in corporate bonds.
- Accordingly, **primary market pricing**, rather than secondary market performance, is the **key driver of investor alpha**.

Implications for issuers

- Issuers must pay a new **issue premium to ensure successful placement and liquidity**.
- However, this **premium should be market-adequate and well balanced**, aligning issuer and investor interests.
- **More disciplined and consistent NIP management** would reduce excess returns captured by the RNIP Index Family, **signaling lower and more efficient issuance costs for issuers**.

Executive Summary

- For funding practitioners, underpricing matters because it **directly increases financing costs and impacts P&L**. Disciplined NIP management has **material financial relevance**, strengthens governance and investor trust, and is **required under MiFID II**

- Academic research shows that **new issue premia are persistent but time-varying**, averaging **10–40 bps in normal markets** and rising to **50–100 bps or more during stress or low liquidity**. Across regions and credit segments, evidence consistently confirms that **primary market pricing materially affects investor returns and issuer funding costs**

- The **PRISM indices** translate this evidence into a **transparent, rules-based measure of realized primary market premia**. Empirically, the PRISM portfolio **outperformed the mature secondary market**, delivering **average returns of 6.3% versus 1.1%** (2019–2025)

- **BondRanking** benchmarks early secondary market performance against peers to **isolate market effects and quantify pricing and timing impacts**. Since 2019, **over 5,000 euro-denominated bonds** have been automatically evaluated

- Underpriced issues generated **€8.7–21m issuer costs per deal in 2025**, overpriced issues **€8.9–18.7m investor losses**. In total, mispricing resulted in **€1.4bn excess issuer costs** and **€0.9bn foregone investor income**.

Key Takeaways for Practitioners

1. **Underpricing is not theoretical** – it is a controllable cost driver with **direct and material P&L impact** for issuers

2. **The evidence is clear:** pricing and timing decisions **systematically create or destroy value** across market cycles

3. **Treasury teams should treat issuance discipline** - including measurement and creditor relations— as **core funding competencies**, supported by **data-driven tools** such as RNIP and BondRanking.

4. **Active, transparent and consistent primary market execution** is not only economically rational – **profit center** – but also **critical for sustainable market access, investor trust and regulatory**

Further Reading

INVESTMENT & KAPITALMARKT

von Prof. Dr. Dirk Schiereck, Leiter des Fachgebiets Unternehmensfinanzierung, TU Darmstadt, und Dr. Markus Walchshofer, Gründer und CEO, DebtRay

Underpricing – der unterschätzte Kostenfaktor?

Zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen und Beraterstudien befassen sich damit, Emittenten von Unternehmensanleihen Handlungsempfehlungen zu geben, wie sie insbesondere durch eine transparente Informationspolitik das Rating und damit auch die Emissionsrendite positiv beeinflussen können. Das ist zweifellos wichtig, denn das Rating hat einen maßgeblichen Einfluss auf die Kosten der Kapitalaufnahme. Doch bei diesem starken Fokus auf das Rating bleibt eine weitere, ebenfalls bedeutende Kostenkomponente der Anleihefinanzierung häufig unberücksichtigt – das Underpricing. Dieses kann die Emittenten gerade zum Zeitpunkt der Emission erheblich belasten.



Prof. Dr. Dirk Schiereck (li.)
ist Leiter des Fachgebiets Unternehmensfinanzierung im Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der **Technischen Universität Darmstadt.** Seine aktuellen Forschungsschwerpunkte liegen im Bereich der (kapitalmarktorientierten) Unternehmensfinanzierung, des Asset-managements und der Digitalisierung der Finanzindustrie.

Dr. Markus Walchshofer
ist Gründer und CEO der **DebtRay GmbH.** Als ehemaliger Portfoliomanager für Unternehmensanleihen und früherer Emittentenvertreter verfügt er über umfassende Erfahrung auf beiden Seiten des Marktes. Mit DebtRay zielt er darauf ab, Transparenz zwischen den zentralen Akteuren am Markt für Unternehmensanleihen zu schaffen.

Das Phänomen des Underpricings ist aus dem Aktienmarkt wohlbekannt und gut erforscht. Es bezeichnet den – um die allgemeine Marktentwicklung bereinigten – Kurssprung am ersten Handelstag einer Neuemission. Ein solcher Effekt lässt sich auch bei Unternehmensanleihen beobachten. Zwar fällt er in der Regel geringer aus als bei Aktien, er ist aber dennoch von erheblicher materieller Bedeutung. Emittenten müssen sich bewusst sein, dass sie hier faktisch Geld „auf dem Tisch liegen lassen". Ein Grund für die bislang geringe Aufmerksamkeit, die dem Underpricing am Anleihemarkt zuteilwurde, liegt in der bislang eingeschränkten Datenverfügbarkeit – insbesondere im Euroraum. Mit dem neuen Datenanbieter DebtRay hat sich dies jedoch geändert. Es ist daher zu erwarten, dass die Diskussion über diesen Kostenfaktor künftig deutlich an Dynamik gewinnt.

Was kostet den Emittenten das Underpricing?

Nahezu alle empirischen Untersuchungen zeigen, dass der Primärmarkt für Unternehmensanleihen durch ein relativ konstantes durchschnittliches Underpricing geprägt ist – auch wenn sich systematische Muster erkennen lassen. Das Ausmaß des Effekts hängt im Einzelfall von mehreren Faktoren ab, insbesondere von der Bonität und Emissionsfrequenz des Emittenten sowie von der Laufzeit der Anleihe. Im Markt für auf Euro lautende Unternehmensanleihen mit Benchmarkvolumen lag das durchschnittliche Underpricing in den vergangenen zwei Jahren bei rund 7 Basispunkten im frühen Sekundärmarkt – bei einer relativ hohen Standardabweichung in Abhängigkeit von den Emissionsmerkmalen der Anleihe und des Emittenten (vgl. Abb.). Das entspricht einem durchschnittlichen Kursanstieg von etwa 0,4 bis 0,6% und bedeutet für Emittenten zusätzliche Finanzierungskosten von rund 2,7 Mio. bis 4,0 Mio. EUR. Das Underpricing ist somit ein Kostenfaktor von erheblicher finanzieller Relevanz – einerseits für Emittenten, die höhere Finanzierungskosten tragen, andererseits für Investoren, deren zusätzliche Performance wesentlich aus der Kursbewegung am ersten Handelstag resultiert.

Durchschnittliche Entwicklung des Underpricings von Neuemissionen (n = 1.386) während der ersten 20 Handelstage nach Emission in Basispunkten

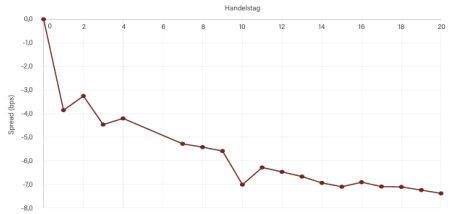


Foto: © DebtRay

Zum Umgang mit dem Underpricing

Aus der hohen finanziellen Bedeutung lässt sich aber nicht ableiten, dass Underpricing grundsätzlich vermieden werden sollte. Gute Gründe sprechen dafür, dass Underpricing gerechtfertigt ist. Zum einen sind Investoren bei Neuemissionen mit Unsicherheiten konfrontiert, für die sie kompensiert werden wollen – etwa bei der Zuteilung oder dem Pricing. Über das Underpricing trägt die Kompensation für diese Risiken der Emittent selbst, und es ist letztlich ein notwendiges Investment. Der regelmäßige Zugang zum Kapitalmarkt ist gerade im Fremdkapitalbereich für viele Unternehmen essenziell, um die Finanzierungssicherheit auch in angespannten Marktlagen zu gewährleisten. Zur Pflege eines guten Standings gehört auch, den Investoren als „Kunden im Funding" eine marktübliche Kompensation über das Underpricing zuzugestehen. Ein Emittent, der diese Grundsätze dauerhaft verletzt, würde sein Ansehen am Kapitalmarkt erheblich schädigen – bis hin zum Ausschluss aus relevanten Investorennetzwerken.

Zielsetzung eines Emittenten beim Underpricing

Während das generelle Ziel für den Emittenten mit der Gewährung eines marktüblichen Underpricings klar definiert ist, kann die Implementierung insbesondere für weniger erfahrene Emittenten schwierig erscheinen. Zentral ist die Auswahl geeigneter Vergleichsanleihen, die hinsichtlich der wichtigsten Merkmale – Bonität, Laufzeit und Emissionszeitpunkt – möglichst homogen sind. Nur so lässt sich eine belastbare Vergleichsbasis schaffen und das Ausmaß an Underpricing sauber berechnen und kommunizieren. Die größte Herausforderung liegt dabei in der Datengewinnung und -verarbeitung, für die umfangreiche Marktdaten herangezogen werden müssen. Hier empfiehlt sich die Hinzuziehung spezialisierter Dienstleister, um einerseits aus Emittentensicht zu verhindern, dass das Underpricing zu hoch angesetzt wird und die Emission zu teuer wird. Andererseits kann das zu knapp gebotene Underpricing den gesamten Emissionserfolg gefährden, wenn die Investorenschaft das Angebot als unattraktiv klassifiziert.

Fazit

Underpricing als Preisabschlag einer Unternehmensanleihe bei der Emission gegenüber vergleichbaren Anleihen am Sekundärmarkt ist als geforderte Prämie zu interpretieren, mit der Investoren für Zuteilungs- und Pricing-Risiken kompensiert werden. Für die Emittenten stellt Underpricing einen wichtigen Kostenfaktor bei der Kapitalaufnahme dar, der sorgfältig gesetzt werden sollte, um die Emission nicht unnötig zu verteuern.

Ein marktgerechtes Underpricing stellt den langfristig anzustrebenden Zustand dar: Es wahrt das Gleichgewicht zwischen Investorenanreiz und Emittenteneffizienz. Empirisch liegt das Underpricing im Euromarkt in den vergangenen knapp zwei Jahren bei durchschnittlich etwa sieben Basispunkten, was Kursanstiegen von 0,4 bis 0,6% und Kosten von rund 3,4 Mio. EUR bei großen Emissionen entspricht.

DebtRay

Haftungsausschluss

Die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen wurden nach bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt. Trotz sorgfältiger Recherche wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der dargestellten Inhalte übernommen. Die Präsentation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Für Entscheidungen, die auf Grundlage der bereitgestellten Informationen getroffen werden, wird keine Haftung übernommen.