

No. 681

Volker Brühl

Ein Jahr DAX 40 –
weitere Verbesserungen
sind erforderlich

The CFS Working Paper Series

presents ongoing research on selected topics in the fields of money, banking and finance. The papers are circulated to encourage discussion and comment. Any opinions expressed in CFS Working Papers are those of the author(s) and not of the CFS.

The Center for Financial Studies, located in Goethe University Frankfurt's House of Finance, conducts independent and internationally oriented research in important areas of Finance. It serves as a forum for dialogue between academia, policy-making institutions and the financial industry. It offers a platform for top-level fundamental research as well as applied research relevant for the financial sector in Europe. CFS is funded by the non-profit-organization Gesellschaft für Kapitalmarktforschung e.V. (GfK). Established in 1967 and closely affiliated with the University of Frankfurt, it provides a strong link between the financial community and academia. GfK members comprise major players in Germany's financial industry. The funding institutions do not give prior review to CFS publications, nor do they necessarily share the views expressed therein.

Ein Jahr DAX 40 – weitere Verbesserungen sind erforderlich*

Der Wirecard-Skandal war ein wesentlicher Auslöser für das größte Reformprojekt des DAX seit seiner Einführung im Jahr 1988. In mehreren Schritten wurde der DAX reformiert, um die Qualität des Index weiter zu verbessern und eine Anpassung an internationale Standards zu erreichen. Ein Jahr später stellt sich die Frage nach einer vorläufigen Bilanz. Inwieweit haben sich die Erwartungen an die Reform erfüllt, und gibt es ggf. noch weiteren Optimierungsbedarf?

Der DAX bildet als Leitindex die Wertentwicklung der größten, im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) notierten Unternehmen ab. Dieser wird gewöhnlich als Performanceindex berechnet, so dass auch Dividendenausschüttungen berücksichtigt werden. Im September 2021 wurde der DAX von 30 auf 40 Werte erweitert (DAX 40), während der MDAX für mittelgroße Unternehmen von 60 auf 50 Unternehmen verkleinert wurde. Durch diese Erweiterung des DAX sollte die deutsche Wirtschaft besser abgebildet und die Sichtbarkeit bei internationalen Investoren erhöht werden (Deutsche Börse 2022).

Obwohl der DAX ein breites Spektrum an unterschiedlichen Branchen abdeckt und in der Regel mehr als 75% der aggregierten Marktkapitalisierung der am Regulierten Markt der FWB notierten Unternehmen ausmacht, bildet der DAX die stark mittelständisch geprägte deutsche Wirtschaftsstruktur nur unzureichend ab. Vor allem der so bedeutende Maschinen- und Anlagenbau sowie die Autozuliefererindustrie sind auch im DAX 40 unterrepräsentiert. Zu überlegen wäre daher eine deutliche Ausweitung des DAX auf z.B. 100 Werte, denn international sind deutlich breiter diversifizierte Aktienindizes wie der S&P500 oder FTSE 100 durchaus üblich.

Als Grundlage für die Ermittlung des Rankings dient seither nur noch der Parameter der Marktkapitalisierung der frei handelbaren Aktien (free float). Dieser wird aus dem volumengewichteten Durchschnittspreis (volume weighted average price, VWAP) der letzten 20 Handelstage vor dem jeweiligen Stichtag ermittelt. Darüber hinaus müssen die Unternehmen im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sein, fortlaufend auf XETRA gehandelt werden und mindestens 30 Handelstage seit Erstnotiz aufweisen. Dabei ist die maximale Gewichtung einer Indexkomponente auf 10% beschränkt. Diese Maßnahmen sind mit Blick auf eine Angleichung an internationale Standards zu begrüßen und haben sich bewährt.

Um die Qualität des DAX zu verbessern, wurde das Kriterium der Profitabilität eingeführt, demzufolge DAX-Kandidaten in ihren beiden letzten Jahresabschlüssen vor der Erstaufnahme ein positives EBITDA aufweisen müssen. Auch hier sollte man in Erwägung ziehen, dieses Kriterium zum Gegenstand der regulären DAX-Überprüfungen zu machen. Falls beispielsweise DAX-Unternehmen zwei Jahre in Folge kein positives EBITDA erwirtschaften, droht der Ausschluss. Ausnahmen in Zeiten schwerer Wirtschaftskrisen sollten möglich sein.

Außerdem wurde das Kriterium der Mindestliquidität eingeführt, welches für eine Erstaufnahme ein Order Book-Volumen von mindestens 1 Mrd. EUR oder 20% Umschlagshäufigkeit über die letzten 12 Monate vor dem relevanten Stichtag vorsieht bzw. 0,8 Mrd. EUR bzw. 10% Umschlagshäufigkeit bei bestehenden Index-Unternehmen. Auch in diesem Punkt wäre die durchgängige Erfüllung einer hohen Liquidität vorzuziehen (STOXX 2022).

Seit März 2021 wurden die Berichterstattungspflichten für DAX-Unternehmen verschärft, um Verzögerungen bei der Berichterstattung zur Not durch einen raschen Ausschluss sanktionieren zu können. Diese sehen vor, dass die erforderlichen Jahresabschlüsse unter Einbeziehung von Nachfristen (grace period) spätestens vier Monate, die Halbjahresabschlüsse spätestens drei Monate und Quartalsabschlüsse spätestens 75 Tage nach Ablauf der jeweiligen Berichtsperioden veröffentlicht werden müssen. Andernfalls erfolgt der Ausschluss des jeweiligen Wertes aus dem DAX. Auch im Falle einer Insolvenz kann ein rascher Ausschluss aus dem DAX erfolgen. Darüber hinaus dürfen DAX-Mitglieder nicht von bestimmten Vorschriften des Deutschen Corporate Governance-Kodex abweichen, die die Einrichtung eines Prüfungsausschusses im Aufsichtsrat

sowie die Zusammenarbeit mit dem Abschlussprüfer betreffen (C10, D.8, D.9, Regierungskommission 2022). Diese Veränderungen sind wichtige Konsequenzen aus dem Wirecard-Skandal. Allerdings sollte man von einem DAX-Unternehmen erwarten, dass sämtliche Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance-Kodex erfüllt werden.

Um künftig schneller auf wesentliche Änderungen bei den Index-Parametern reagieren zu können, wurde zusätzlich zum September-Termin eine reguläre DAX-Überprüfung im März eingeführt. Im Juni und Dezember sind jeweils Anpassungen nach den sog. „Fast-Entry“- und „Fast-Exit“-Regeln möglich, um starke Verschiebungen auf den Ranglisten z.B. durch Großemissionen, Übernahmen oder Kursveränderungen zeitnah berücksichtigen zu können.

Die Berechnung der Indizes mit der neuen Zusammensetzung findet erst nach den sogenannten Verkettungsterminen etwa zwei Wochen nach Bekanntgabe statt, da an diesen Tagen die Futures auf den DAX verfallen. Dadurch wird sichergestellt, dass sich die neue Indexzusammensetzung auch in den DAX-Futures widerspiegelt und die Marktteilnehmer sich auf die anstehenden Änderungen vorbereiten und ihre Portfolios entsprechend anpassen können. Im Falle einer Insolvenz oder einer starken Reduzierung des Streubesitzes unter 10% als Folge einer Übernahme kann ein außerplanmäßiger Wechsel auch unabhängig von den festgelegten Terminen stattfinden. Auch diese Neuerungen sind zu begrüßen.

Zu bemängeln ist allerdings nach wie vor, dass Nachhaltigkeitsaspekte keine Rolle bei der Aufnahme in den DAX spielen. Unternehmen wie Airbus, RWE, E.ON und MTU qualifizieren sich nicht für eine Aufnahme in den wichtigsten Nachhaltigkeitsindex, den DAX 50 ESG, der im März 2020 eingeführt wurde. Das gilt auch für Rheinmetall, einen Kandidaten für eine künftige Aufnahme in den DAX.

Abbildung 1: Indexierte Kursentwicklung DAX 40 und der zum 20.9.2021 neu aufgenommenen Aktien



Quelle: Onvista, eigene Berechnungen

Abschließend soll ein Blick auf die Performance der Unternehmen in Relation zum DAX geworfen werden, die zum 20.9.2021 neu in den DAX aufgenommen worden sind.

Abbildung 1 illustriert die indexierte Kursentwicklung der zehn Neulinge (Airbus, Zalando, Siemens Healthineers, Symrise, HelloFresh, Sartorius, Porsche Automobil Holding, Brenntag, Puma und Qiagen) im Vergleich zum DAX 40 für den Zeitraum 20.9.2021 bis 10.9.2022. In diesem Zeitraum hat der DAX etwa 13,5% verloren.

Auffällig ist, dass sich bis auf Symrise und Qiagen alle im September 2021 aus dem MDAX aufgestiegenen Werte schwächer als der DAX entwickelt haben. Vor allem Zalando (-74,7%) und HelloFresh (-69,4%) haben starke Kursverluste hinnehmen müssen. Seit der Erweiterung des DAX hat es zum aktuellen Stand einige Änderungen gegeben. Zwischenzeitlich sind Delivery Hero und HelloFresh in den MDAX abgestiegen, während Deutsche Wohnen seit der Übernahme durch Vonovia keinem Index mehr angehört. Neu dazugekommen sind Beiersdorf, Daimler Truck und Hannover Rueck. Siemens Energy ist nach einer kurzen Abwesenheit zum 20.9. wieder in den DAX zurückgekehrt.

Insgesamt sind die vorgenommenen Verschärfungen der Regeln zu begrüßen und haben vor allem bei den Konstruktionsprinzipien zu einer Angleichung an internationale Standards geführt. Allerdings sind andere Aspekte wie die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren, verschärfte Profitabilitäts- und Governance-Anforderungen nach wie vor Ansatzpunkte für weitere qualitative Verbesserungen des deutschen Leitindex (Brühl 2020).

*Prof. Dr. Volker Brühl, Center for Financial Studies, Frankfurt a.M., 12.9.2022

Literatur:

Brühl, V. (2020), Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex DAX, Wirtschaftsdienst, <https://doi.org/10.1007/s10273-020-2803-3>

Deutsche Börse (2022), DAX-Index – Benchmark und Barometer für die deutsche Wirtschaft, <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/deutsche-boerse-spotlights/spotlight/DAX-Index-Benchmark-und-Barometer-für-die-deutsche-Wirtschaft-148654>, abgerufen 8.9.2022

Regierungskommission (2022), Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 28. April 2022, Frankfurt a.M.

STOXX (2022), Guide to the DAX Equity Indices, Version 11.3.0., Zug, August

One year DAX 40 – further improvements are necessary

Abstract:

In the aftermath of the Wirecard scandal the German lead stock market index DAX has undergone a series of reforms, including the introduction of a profitability criterion based on EBITDA for new DAX members and enhanced financial reporting requirements with specified sanctions for non-compliance. Furthermore, DAX members need to adhere to certain provisions in the German Corporate Governance Code relating to audit committees. The final step of the reform was implemented in September 2021: the extension of the DAX from 30 to 40 constituents, with the ranking based solely on the free float market capitalisation. After one year of experience with the new design of the DAX, this paper concludes that the reform has strengthened the DAX in terms of diversification, quality and adaptability. However, there is still room for further improvement by introducing a minimum ESG score for DAX companies and thus making sustainability a relevant factor in the selection process. In addition, full compliance with the recommendations of the German Corporate Governance Code should be a condition for DAX companies. Furthermore, the profitability criterion should be applied on a continuous basis to ensure that loss-making companies can be excluded from the DAX after a grace period.

JEL Classification: G1, G2

Recent Issues

All CFS Working Papers are available at www.ifk-cfs.de.

No.	Authors	Title
680	Rafael Reisenhofer, Xandro Bayer, and Nikolaus Hautsch	<i>HARNet: A Convolutional Neural Network for Realized Volatility Forecasting</i>
679	Refet S. Gürkaynak, Burçin Kısacikoğlu, and Sang Seok Lee	<i>Exchange Rate and Inflation under Weak Monetary Policy: Turkey Verifies Theory</i>
678	Hans Gersbach and Sebastian Zelzner	<i>Why Bank Money Creation?</i>
677	Volker Brühl	<i>Green Financial Products in the EU – a critical review of the status quo</i>
676	Brandon Gipper, Luzi Hail, and Christian Leuz	<i>Determinants and Career Consequences of Early Audit Partner Rotations</i>
675	Matthias Breuer, Christian Leuz, and Steven Vanhaverbeke	<i>Reporting Regulation and Corporate Innovation</i>
674	Andrew Ellul, Marco Pagano, and Annalisa Scognamiglio	<i>Careers in Finance</i>
673	Marco Pagano, Christian Wagner, and Josef Zechner	<i>Disaster Resilience and Asset Prices</i>
672	Carlo Altavilla, Andrew Ellul, Marco Pagano, Andrea Polo, and Thomas Vlassopoulos	<i>Loan Guarantees, Bank Lending and Credit Risk Reallocation</i>
671	Stefano Mengoli, Marco Pagano, and Pierpaolo Pattitoni	<i>The Geography of Investor Attention</i>
670	Lutz Kilian and Xiaoqing Zhou	<i>The Impact of Rising Oil Prices on U.S. Inflation and Inflation Expectations in 2020-23</i>