

## **Ausgestaltung der künftigen Indexlandschaft bedarf einer umfassenden Diskussion**

DAX-Familie muss die gesamte  
kapitalmarktorientierte Wirtschaft repräsentieren

## Einleitung

Die DAX-Familie ist das Aushängeschild des deutschen Kapitalmarkts. Diesem Grundsatz muss auch das neue Regelwerk folgen, indem es eine breite Palette von Unternehmen zulässt, die nach ihrer Größe, Branche, Ertragsstärke und ihrem Geschäftsmodell die kapitalmarktorientierte Wirtschaft in Deutschland angemessen repräsentiert.

Der DAX umfasst die führenden börsennotierten deutschen Unternehmen und signalisiert den Investoren rentable Anlagemöglichkeiten. Durch die Indexzugehörigkeit stärken die Unternehmen die Finanzierung von Wachstum, Beschäftigung und Innovation. Das Regelwerk und die Aufnahmekriterien des DAX sind damit von gesamtwirtschaftlicher Bedeutung.

Umso wichtiger ist es, dass wesentliche Regeländerungen erst nach einer intensiven Diskussion unter allen Marktteilnehmern und einer Folgenabschätzung vorgenommen werden. Dies betrifft insbesondere die Frage nach der künftigen Ausgestaltung der Indexlandschaft. Der DAX blickt auf eine jahrzehntelange Erfolgsgeschichte zurück, die in den nächsten Jahrzehnten fortgesetzt werden soll. Voraussetzung hierfür ist es, dass tiefgreifende Veränderungen einen breiten Marktkonsens widerspiegeln.

Das Deutsche Aktieninstitut hat die Frage „DAX 30 oder DAX 40“ intensiv mit seinen Mitgliedern diskutiert. Alle Meinungen, die dazu geäußert wurden, sind sorgfältig abgewogen, berechtigt und fundiert. Ein wesentliches Ergebnis dieser Diskussion ist, keine vorschnellen Entscheidungen zu treffen. Vielmehr müssen die Argumente „Pro DAX 30“ bzw. „Pro DAX 40“, die in dieser Konsultation vorgebracht wurden, sorgfältig in einem angemessenen Rahmen bewertet werden. Wir schlagen daher eine intensive Diskussion unter Beteiligung aller wichtigen Stakeholder des deutschen Kapitalmarkts vor. Ziel sollte es sein, einen Konsens über die Zukunft der Indexlandschaft zu erreichen.

Der weitere Dialog ist auch für Regeln wichtig, die nicht in der laufenden Konsultation thematisiert wurden und die vom Indexbetreiber aufgrund von Rückmeldungen von Marktteilnehmern zusätzlich in Betracht gezogen werden. Es ist dringend notwendig, dass hierfür der Stakeholder-Dialog intensiv fortgesetzt wird. Alles andere würde das Vertrauen der wichtigen Akteure am deutschen Kapitalmarkt in die Aussagekraft des DAX gefährden.

Darüber hinaus halten wir die Vorschläge zu den organisatorischen Vorkehrungen mit Blick auf die Corporate Governance der Indexmitglieder weitgehend für zielführend. Allerdings muss den Besonderheiten aller Rechtsformen, insbesondere der KGaA, Rechnung getragen werden.

Schließlich darf das DAX-Regelwerk kein Einfallstor für gesellschaftspolitische Debatten und Meinungen werden, die letztendlich dazu führen, dass einzelne, rechtlich zulässige und politisch sogar erwünschte Geschäftsmodelle komplett ausgeschlossen werden. Es ist Aufgabe des Gesetzgebers, auf gesellschaftspolitische Debatten eine Antwort zu finden. Auch der Indexanbieter kann und soll diese Debatten aufgreifen – aber nur in den speziell dafür konstruierten ESG-Indizes.

Daher lehnen wir die Beteiligung an „umstrittenen Waffen“ („controversial weapons“) als Ausschlusskriterium für die Aufnahme in die DAX-Familie aus grundsätzlichen Überlegungen ab. ESG-Kriterien sollten keinen Einfluss auf die DAX-Aufnahme haben, hierfür gibt es spezielle ESG-Indizes wie den DAX 50 ESG. Darüber hinaus ist es nicht möglich, aufgrund des rasanten technologischen Wandels auch in der Sicherheits- und Verteidigungsindustrie eine abschließende Definition für dieses Kriterium zu finden. Mögliche künftige Entwicklungen bedeuten eine erhebliche Rechtsunsicherheit für die betroffenen Unternehmen. Zudem erschließt sich nicht, warum von öffentlicher Hand beauftragte und sämtliche Rechtsvorschriften – auch völkerrechtliche Normen wie zum Beispiel den Nuklearen Nichtverbreitungsvertrag – einhaltende Konzerne aus der DAX-Familie ausgeschlossen werden könnten; erst recht nicht, da sie mithilfe ihrer Produkte entscheidend auch zur äußeren Sicherheit und Souveränität Deutschlands beziehungsweise Europas beitragen.

## 1 Qualifikationskriterien

### 1.1 **Vorschlag: Ersetzen der Anforderung einer Notierung im Prime Standard durch die Anforderung einer Notierung im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag.

### 1.2 **Vorschlag: Streichung des Börsenumsatzes als Selektionskriterium unter Hinzunahme einer Mindestliquidität**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag.

### 1.3 **Vorschlag: Einführung der Anforderung zur Vorlage eines testierten Jahresberichts mit Fast Exit im Falle der Nichterfüllung**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag.

Bei der Ausformulierung der Anforderung ist jedoch darauf zu achten, dass Klarheit darüber besteht, dass hier die Offenlegung eines geprüften und testierten, aber noch nicht festgestellten Abschlusses genügt. Damit wäre auch der Anforderung F.2 des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) Genüge getan. Vorstand und Aufsichtsrat können gemäß § 172 AktG beschließen, die Feststellung des Jahresabschlusses der Hauptversammlung zu überlassen. Für diesen Fall wäre die Frist von 90 Tagen plus 30 Tage unter Umständen zu kurz.

### 1.4 **Vorschlag: Einführung der Anforderung der vierteljährlichen Zwischenberichterstattung mit Fast Exit im Falle der Nichterfüllung**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag.

### **1.5 Vorschlag: Einführung der Anforderung, dass der Prüfungsausschuss im Aufsichtsrat existiert und entsprechend personell besetzt ist**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag. Er entspricht auch weitgehend dem Vorschlag des Referentenentwurfs eines Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarktintegrität, der als Konsequenz aus dem Fall „Wirecard“ Ende Oktober veröffentlicht wurde. Diesem Entwurf zufolge sollen Unternehmen von öffentlichem Interesse, die im Anwendungsbereich der Abschlussprüferrichtlinie liegen, einen Prüfungsausschuss einrichten.

Bei der Überprüfung des Kriteriums in der vorliegenden Konsultation zur DAX-Reform muss aber den rechtsform-spezifischen Besonderheiten einer Kommanditgesellschaft auf Aktien Rechnung getragen werden. Laut den begleitend zur Marktkonsultation veröffentlichten Q&As soll die Einhaltung der Anforderung, dass der Prüfungsausschuss im Aufsichtsrat existiert und personell besetzt ist, auf Grundlage der jährlichen Entsprechenserklärung zum DCGK bewertet werden. Unternehmen, die in ihrer jährlichen Entsprechenserklärung eine Nichterfüllung des genannten Kriteriums angeben, sollen den Indizes nicht angehören dürfen.

Diese enge Regelanwendung ist problematisch. Vielmehr muss die Anforderung als erfüllt gelten, wenn ein Unternehmen über einen funktions-äquivalenten Ausschuss verfügt, dies in der Entsprechenserklärung darlegt sowie einen belastbaren Nachweis für die Gleichwertigkeit liefern kann.

### **1.6 Vorschlag: Einführung des Ausschlusses der Beteiligung an umstrittenen Waffen (controversial weapons)**

Das Deutsche Aktieninstitut spricht sich gegen die Einführung des Ausschlusses der Beteiligung an umstrittenen Waffen aus.

Die DAX-Familie soll den Anlegern und anderen Interessenten eine konzentrierte Information über die Entwicklung des gesamten Aktienmarktes geben. Dazu gehört es nicht, die Geschäftsmodelle der Indexmitglieder vor dem Hintergrund gesellschaftspolitischer Debatten zu bewerten und ggf. auszuschließen. Dies ist Aufgabe des Gesetzgebers, der in diesem Fall u.a. mit dem Kriegswaffenkontrollgesetz entsprechende Regelungen erlassen hat. Daher lehnen wir die Einführung von ESG-Kriterien als ein Auswahlkriterium für die Aufnahme in die DAX-Indexfamilie grundsätzlich ab. Für diese Kriterien sind explizite ESG-Indizes der richtige Ort, wie der vor kurzem aufgelegte DAX 50 ESG.

Zudem ist nicht nachvollziehbar, warum ausgerechnet dieses Kriterium aus der Fülle der ESG-Kriterien ausschlaggebend für die Aufnahme eines Unternehmens in einen allgemeinen Aktienindex sein soll.

Der Ausschluss der Beteiligung an umstrittenen Waffen als Kriterium birgt zusätzlich zu den grundsätzlichen Bedenken die operative Herausforderung, wie umstrittene Waffen zu definieren sind. Außerdem wird es aufgrund des technologischen Wandels auch in der Sicherheits- und Verteidigungsindustrie schwierig, eine abschließende Definition zu finden. Vielmehr wird es notwendig sein, diese Definition mit dem Aufkommen neuer Technologien ständig anzupassen. Schließlich ist mehr als fraglich, ob Unternehmen, die im Rahmen der Verteidigungsstrategie der EU und der NATO auf der Basis öffentlicher Aufträge sowie im Einklang mit geltendem internationalen Recht entsprechende Waffen liefern, aufgrund dieses Kriteriums den Zugang zum DAX verlieren sollten.

Damit widerspricht das Kriterium „umstrittene Waffen“ der Notwendigkeit, für die Zugehörigkeit zu einem Index abschließende und objektivierbare Kriterien zu definieren. Wir lehnen es daher ab.

## 1.7 Vorschlag: Einführung der Profitabilitätsanforderung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag. Die Forderung nach einer Profitabilitätsanforderung für die erstmalige Aufnahme in den DAX ist nachvollziehbar und entspricht der weitgehenden Wahrnehmung der Investoren und anderer Marktteilnehmer, dass der DAX 30 für bereits am Markt etablierte Unternehmen steht.

Allerdings ist das Abstellen auf ein positives EBITDA nicht sachgerecht. Vielmehr sollte man den Jahresüberschuss als Kriterium heranziehen. Das EBITDA soll es Investoren und Analysten ermöglichen, Geschäftsmodelle unabhängig vom Einfluss unterschiedlicher Steuersysteme, Abschreibungsmodalitäten und Zinsbelastungen zu bewerten und international zu vergleichen. All dies ist für ein Kriterium, das einen Qualitätsanspruch durchsetzen soll, nicht zielführend.

Wenn eine Profitabilitätsanforderung gestellt wird, sollte nur ein Unternehmen Zugang zum DAX erhalten, das nicht nur Material- und Personalaufwand, sondern auch die Zinsbelastung, die Steuern und die Abschreibungen verdient und darüber hinaus noch einen Gewinn macht. Dies ist der Jahresüberschuss.

Unabhängig von der Diskussion um die „richtige“ Profitabilitätskennziffer sehen wir die Schwierigkeit, dass mit der Profitabilitätsanforderung aufstrebende Wachstumsunternehmen, die in der Regel die anfallenden Erlöse für das weitere Wachstum ihres Geschäftsmodells einsetzen und damit im klassischen Sinne nicht profitabel sind, vom DAX 30 ausgeschlossen werden. Deren Indexzugehörigkeit wäre auf den MDAX begrenzt. Aufgrund eines Mangels an einer großen Zahl von

Unternehmen, die als Wachstumsunternehmen für einen potenziellen DAX-Aufstieg in Frage kommen, stellt sich dieses Problem derzeit nicht. Sollte es aber der Politik durch geeignete Rahmenbedingungen endlich gelingen, den Börsengang in Deutschland insbesondere für Wachstumsunternehmen attraktiver zu machen, sollte die Profitabilitätsregelung erneut im Rahmen einer Marktkonsultation evaluiert werden.

Schließlich begrüßen wir im Sinne von Konstanz und Rechtssicherheit die Regelung, dass bereits in den DAX 30 aufgenommene Unternehmen diese Profitabilitätsanforderung nicht erfüllen müssen.

## **2** Selektions- und Gewichtungskriterien

### **2.1 Vorschlag: Abschaffung des Selektionskriteriums Börseumsatz**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag.

### **2.2 Vorschlag: Einführung der regelmäßigen Überprüfung des DAX-Index im März**

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt diesen Vorschlag.



### 3 Optimale Anzahl von Konstituenten für DAX, MDAX und SDAX

Wie einleitend beschrieben, halten wir diese Konsultation nicht für den richtigen Ort, um die Frage „DAX 30 oder DAX 40“ abschließend zu klären. Zu groß ist das Spektrum an berechtigten Meinungen hierzu. Umso wichtiger ist die sorgfältige Befassung mit diesem Thema unter Beteiligung aller wichtigen Stakeholder des deutschen Kapitalmarkts. Wir schlagen daher einen intensiven Stakeholder-Dialog mit dem Ziel vor, einen Konsens über die Ausgestaltung der Indexlandschaft in Deutschland zu finden.

Die Diskussion in unserem Mitgliederkreis ergibt folgendes Meinungsbild:

Eine Vergrößerung des DAX auf 40 Unternehmen hat das Potential, die deutsche Unternehmenslandschaft noch besser abzubilden und bringt folgende Vorteile:

- Eine größere Diversifizierung der derzeit dominierenden Branchen (etablierte Auto-/Industrie- und Finanzwerte) durch Einbezug von innovativen und zukunftsorientierten Branchen, die bislang im DAX 30 nicht vertreten bzw. unterrepräsentiert sind.
- Eine deutliche Aufwertung und größere Aufmerksamkeit für einen erweiterten DAX aus Perspektive der Investoren.
- Eine Anpassung an Indizes anderer Länder Europas, in denen sich der Leitindex aus einer größeren Zahl von Unternehmen zusammensetzt: Frankreich CAC (40), Großbritannien FTSE (100), Italien MIB (40) und Spanien IBEX (35).
- Mit einer größeren Anzahl von Unternehmen würde die Wertentwicklung des DAX weniger empfindlich auf Kursbewegungen eines der wenigen Schwergewichte reagieren.

Allerdings hat ein DAX 40 die gravierende Folge, dass der MDAX mit dem Aufrücken der zehn größten Unternehmen einen Schwund von fast einem Drittel seiner gesamten (Free-Float-)Marktkapitalisierung hinnehmen müsste. Dies kann nicht kompensiert werden, da der MDAX nicht durch zusätzliche Unternehmen aus den unteren Indizes aufgefüllt wird.

Daher muss eine Vergrößerung des DAX 30 auf DAX 40 im Gesamtkontext gesehen werden, indem beispielsweise der MDAX deutlich vergrößert und damit der Schwund an Marktkapitalisierung zumindest zum Teil kompensiert werden kann. Alternativ sollten Indexkonzepte in Anlehnung an den FTSE 100 in Erwägung

gezogen werden, was einer Aufwertung des HDAX als Index der größten deutschen Unternehmen entsprechen würde.

Das Deutsche Aktieninstitut steht gerne als Diskussionspartner zur Verfügung, gerade auch für die von uns angeregte Debatte zur Überarbeitung der Indexlandschaft und neuer Vorschläge der Stakeholder zu Änderungen der Methodologie der DAX-Auswahlindizes, die während der Konsultation eingegangen sind.

## Kontakt

---

Dr. Norbert Kuhn  
Leiter Unternehmensfinanzierung  
+ 49 69 92915-20  
kuhn@dai.de

Svenja Dauber, M.Sc.  
Referentin der Geschäftsführung  
+ 49 69 92915-35  
dauber@dai.de

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
www.dai.de