ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Brühl, Volker

Working Paper

Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex: DAX - Reformvorschläge im Lichte des Wirecard-Skandals

CFS Working Paper Series, No. 643

Provided in Cooperation with:
Center for Financial Studies (CFS), Goethe University Frankfurt

Suggested Citation: Brühl, Volker (2020) : Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex: DAX - Reformvorschläge im Lichte des Wirecard-Skandals, CFS Working Paper Series, No. 643, Goethe University Frankfurt, Center for Financial Studies (CFS), Frankfurt a. M.

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/227128

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

CENTER FOR FINANCIAL STUDIES

CFS Working Paper Series

No. 643

Volker Brühl

Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex DAX - Reformvorschläge im Lichte des Wirecard-Skandals

Center for Financial Studies | Goethe University | Theodor-W.-Adorno-Platz 3 | 60323 Frankfurt am Main | Germany
Phone +49 69 798 30050 | Fax +49 69 798 30077 | info@ifk-cfs.de | www.ifk-cfs.de

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.

Center for Financial Studies | Goethe University | Theodor-W.-Adorno-Platz 3 | 60323 Frankfurt am Main | Germany
Phone +49 69 798 30050 | Fax +49 69 798 30077 | info@ifk-cfs.de | www.ifk-cfs.de

Mehr Nachhaltigkeit im deutschen Leitindex DAX - Reformvorschläge im Lichte des Wirecard-Skandals

Volker Brühl[1]

Abstract:

Im Rahmen der Aufarbeitung des Wirecard-Skandals wird ebenfalls eine Änderung der Kriterien zur Aufnahme in den deutschen Leitindex DAX diskutiert. Die bislang von der Deutschen Börse vorgelegten Vorschläge zur Reformierung des DAX gehen in die richtige Richtung, sind aber nicht weitreichend genug. Es bedarf eines deutlichen Zeichens, dass sich künftig nur solche Unternehmen für den DAX qualifizieren können, die ein zumindest befriedigendes Maß an Nachhaltigkeit gemessen durch einen ESG (Environment, Social, Governance)-Risk-Score in ihrer Geschäftstätigkeit erreichen. Eine Simulation verdeutlicht, dass nach ESG-Kriterien seit langem kritisch betrachtete Unternehmen dem DAX nicht mehr angehören würden. Dies würde klare Anreize bei den Unternehmen setzen, Nachhaltigkeitsaspekte stärker als bisher in ihrer Strategie zu berücksichtigen. Letztlich kann eine Neugestaltung wichtiger Aktienindizes einen Beitrag dazu leisten, dass mehr Kapital in nachhaltig wirtschaftende Unternehmen und Sektoren fließt.

JEL: G1, G2

1. Ausgangssituation

Der deutsche DAX-Index ist das bekannteste deutsche Börsenbarometer und misst die Wertentwicklung der 30 größten und liquidesten Unternehmen des deutschen Aktienmarktes. Er repräsentiert rund 75 Prozent der Marktkapitalisierung und etwa 85 Prozent der Börsenumsätze börsennotierter Gesellschaften in Deutschland.[2] Der DAX dient als Benchmark für eine Vielzahl von Finanzprodukten, wie etwa ETFs (Exchange Traded Funds), die es auch privaten Anlegern ermöglichen, etwa im Rahmen der privaten Altersvorsorge in den DAX oder andere Auswahlindizes zu investieren.

Darüber hinaus bildet der DAX die Grundlage für zahlreiche derivative Finanzinstrumente, die eine wichtige Rolle bei der Risikoabsicherung von institutionellen Anlegern und Unternehmen spielen. Neben dem DAX umfasst die DAX-Indexfamilie weitere Indizes wie den MDAX, der die 60 größten und börsenumsatzstärksten Unternehmen unterhalb des DAX abbildet, den TecDAX, dem Technologieunternehmen angehören, und den SDAX, dem die 70 größten und meist gehandelten Unternehmen unterhalb des MDAX angehören.[3] Der deutsche Leitindex DAX wurde am 1. Juli 1988 von der Deutsche Börse AG eingeführt mit einem Referenzwert von 1.000 Punkten.[4]

In den letzten Monaten hat der Aufstieg und Fall des Zahlungsdienstleisters Wirecard AG mit Sitz in Aschheim vielfache Diskussionen ausgelöst über mögliche Unzulänglichkeiten bei der BaFin, die Verantwortung der zuständigen Wirtschaftsprüfer und schließlich auch über die Kriterien für eine Aufnahme in den deutschen Leitindex DAX. Wirecard wurde lange Zeit als ein Vorzeigeunternehmen gefeiert, schien Wirecard doch endlich ein deutsches

[1] Der Autor ist Geschäftsführer des Center for Financial Studies an der Goethe-Universität, Frankfurt a.M.

[2] Vgl. Deutsche Börse, The DAX Index Universe, Eschborn, September 2018

[3] Vgl. Deutsche Börse, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutsche Börse AG, Version 9.2.4, Eschborn Juni 2019

[4] Vgl. Deutsche Börse, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutsche Börse AG, Version 9.2.4, Eschborn Juni 2019

Finanztechnologieunternehmen von internationalem Rang zu sein. Schließlich hatte Wirecard die Commerzbank am 24. September 2018 aus dem DAX verdrängt. Mit einem Börsenwert von bis zu 25 Mrd. Euro war Wirecard zeitweise höher bewertet als die Deutsche Bank.

Anhaltende Gerüchte über gefälschte Zahlen, Scheingeschäfte und nicht-existierende Bankguthaben führten schließlich zu einer Sonderprüfung der Bilanzen von Wirecard und zur Verweigerung des uneingeschränkten Bestätigungsvermerks durch die zuständige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Letztlich kam es zum Zusammenbruch des einstigen Börsen-Stars, der am 25. Juni 2020 Insolvenzantrag stellen musste. Trotzdem dauerte es noch bis zum 21. August 2020, bis Wirecard offiziell aus dem DAX ausscheiden konnte, da die Index-Regularien der Deutschen Börse ein unmittelbares Ausscheiden bei einem Insolvenzantrag nicht vorsahen.

Die Insolvenz eines DAX-Unternehmens ist ein schwerer Schlag für das Vertrauen vor allem von Privatanlegern in die Integrität der Kapitalmärkte. Zum einen wird der DAX als eine Gruppe von sog. „Blue Chip"-Unternehmen positioniert, die besonders hohe Qualitätsstandards erfüllen. Daher fühlen sich auch Privatanleger mit ansonsten geringer Affinität zu Aktien bei solchen Aktien gut aufgehoben, bei denen man zwar mit Kursgewinnen und -verlusten rechnen muss, jedoch man kaum von einem Totalverlust durch eine Insolvenz ausgeht. Zum anderen gibt es zahlreiche Aktienfonds, die den DAX als sog. „Index Tracker" nachbilden und dadurch auch Privatanlegern die Möglichkeit geben, in ein diversifiziertes und damit risikoärmeres Aktienportfolio zu investieren. Der verzögerte Ausschluss von Wirecard aus dem DAX nach der Insolvenz hatte zur Folge, dass vor allem den DAX nachbildende ETFs diese Aktie weiterhin im Portfolio halten mussten, obwohl sie sich ansonsten vermutlich zur Verlustbegrenzung sofort von diesem Wert getrennt hätten.

Ein weiterer Anlass für eine kritische Betrachtung der derzeitigen Konstruktion des DAX war die Nominierung des Unternehmens „delivery hero SE" als Nachfolger von Wirecard im DAX ab dem 24.8.2020. Denn das Unternehmen hat in den letzten Jahren weder einen operativen Gewinn noch ein positives Jahresergebnis erzielt. Gerade dieser Umstand wirft die Frage auf, ob das Geschäftsmodell dieses Unternehmens über die erforderliche Qualität und Nachhaltigkeit verfügt, die man von einem DAX-Unternehmen erwarten kann. Außerdem hat das Unternehmen seit dem Verkauf des Deutschlandgeschäfts an den niederländischen Konkurrenten Just Eat Takeaway („Lieferando") keinerlei Geschäftsaktivitäten mehr in Deutschland. Dies gab es in der Geschichte des DAX auch noch nie.

In diesem Beitrag wird diskutiert, ob die derzeitigen Kriterien für eine Zugehörigkeit zum DAX, die ausschließlich auf dem Börsenwert der nicht im Festbesitz befindlichen Aktien (sog. „Free Float") und den Handelsumsätzen basieren, noch zeitgemäß sind oder ob diese nicht modifiziert bzw. ergänzt werden müssten, um dem Anspruch eines Blue Chip-Index auch künftig genügen zu können. Die Deutsche Börse führt derzeit eine Marktkonsultation durch, die mit einem ausgewählten Fragenkatalog die Meinung von Marktteilnehmern einholt. Im Folgenden werden sowohl diese Vorschläge diskutiert als auch die aus Sicht des Autors immer wichtiger werdenden Nachhaltigkeitsaspekte, die bei einer Reformierung des DAX Berücksichtigung finden sollten. Wie sog. ESG (Environment, Social, Governance)-Aspekte in die Neugestaltung des DAX einfließen können und welche Auswirkungen dies auf die gegenwärtige Zusammensetzung des DAX haben könnte, wird ebenfalls in diesem Beitrag erörtert.

2. Konstruktion des DAX

Der DAX bildet die Wertentwicklung der 30 gemessen an der Marktkapitalisierung (des Free Float) größten und gemessen am Börsenhandelsumsatz liquidesten Aktien in Deutschland ab. Alle Auswahlindizes der DAX-Index-Familie werden als Kurs-Indizes (bilden die reine Kursentwicklung ab), als Performance-Indizes (berücksichtigt die vollständige Reinvestition der Dividenden) und als Net Return-Indizes (berücksichtigt die steuerbereinigte Reinvestition

der Dividenden) berechnet. Der DAX wird üblicherweise in der Variante des Performance-Index betrachtet.

Absolute Höhe und Veränderungen des DAX-Index werden vor allem in der breiteren Öffentlichkeit als Indikatoren für den Zustand und die Aussichten der deutschen Wirtschaft verstanden. Diese Interpretation ist aus verschiedenen Gründen zu weitgehend. Denn aufgrund des gerade in Deutschland relativ geringen Anteils börsennotierter Unternehmen an der Gesamtzahl der deutschen Unternehmen bildet der DAX die hierzulande stark mittelständisch geprägte industrielle Landschaft nicht repräsentativ ab. Außerdem werden die Kursentwicklungen von Unternehmen nicht nur durch die jeweilige Geschäftssituation und die Erwartung des Marktes über die künftige Geschäftsentwicklung getrieben, sondern von einer Vielzahl psychologischer Faktoren, die das Anlegerverhalten beeinflussen. Jedoch repräsentiert der DAX mit Blick auf die deutschen Aktienmärkte durchaus das Sentiment auf den deutschen Märkten, da er ca. 75% der Börsenwerte sämtlicher deutscher börsennotierter Gesellschaften abbildet.

Die Zusammensetzung des DAX wird wie die der übrigen Aktienindizes der Deutsche Börse Gruppe quartalsweise überprüft. Der Auswahlprozess ist vollständig regelbasiert und soll auf diese Weise für Vertrauen, Transparenz und Nachbildbarkeit bei den Anlegern sorgen. Dies unterscheidet den DAX z.B. vom Dow Jones Industrial Average (DJIA)-Index, bei dem die Auswahl der Index-Konstituenten nicht regelbasiert, sondern von dem zuständigen Index-Committee nach qualitativen, nicht immer transparent nachvollziehbaren Kriterien erfolgt.[5]

Für eine Aufnahme in den DAX-Index qualifizieren sich Unternehmen nach folgenden Kriterien:

- Orderbuchumsatz in Xetra und am Parkett Frankfurt (in den vorangegangenen zwölf Monaten)
- Free Float-Marktkapitalisierung zu einem bestimmten Stichtag (letzter Handelstag im Monat). Diese wird aus dem durchschnittlichen volumengewichteten Durchschnittspreis (volume weighted average price, kurz VWAP) der letzten 20 Handelstage ermittelt.
- Erfüllung der Transparent-Anforderungen im „Prime Standard“
- Streubesitzanteil von mindestens 10 Prozent
- Juristischer Sitz oder operatives Hauptquartier in Deutschland
- Fortlaufender Handel auf Xetra
- Mindestens 30 Handelstage seit Erstnotiz

Das Gewicht eines Mitglieds im DAX ist auf höchstens 10 Prozent beschränkt, um zu verhindern, dass einzelne Unternehmen den Index dominieren.

Einmal jährlich im September findet eine ordentliche Anpassung des DAX-Index statt. Zusätzlich findet jeweils zum Ende der übrigen Quartale eine Überprüfung der Indexzusammensetzung auf Basis der sogenannten „Fast-Entry“- und „Fast-Exit“-Regeln statt. Eine solche Indexanpassung dient dazu, signifikanten Verschiebungen auf der Rangliste der größten börsennotierten Gesellschaften Rechnung zu tragen, die beispielsweise durch Börsengänge, Fusionen und Übernahmen oder große Kapitalmaßnahmen entstehen können. Umgekehrt können starke Kursrückgänge durch Geschäftseinbrüche oder andere Faktoren einen zeitnahen Ausschluss aus dem DAX nahelegen.

Eine regelbasierte Vorgehensweise bei der Indexzusammensetzung erfolgt ebenfalls bei den sog. „Stoxx-Indizes“, von denen der Euro Stoxx 50 oder der Stoxx 600 Europe beispielhaft erwähnt seien. Die Index-Familie Stoxx gehört ebenfalls zur Deutsche Börse Gruppe und stellt eine Vielzahl von nach geographischen, sektoralen oder sonstigen Kriterien erstellten Aktienindizes bereit.[6]

[5] Vgl. S&P Dow Jones Indices, Dow Jones Industrial Average Information, New York, 1/2019
[6] Vgl. Qontigo (Deutsche Börse), STOXX calculation guide, Eschborn, 10/2020 und Qontigo (Deutsche Börse), STOXX Index Methodology Guide (Portfolio-based Indices), Eschborn, 10/2020

3. Marktkonsultation der Deutsche Börse

Die Deutsche Börse Group hat eine Marktkonsultation zu den Auswahlindizes DAX, MDAX, SDAX und TecDAX mit dem Ziel initiiert, striktere Kriterien bei der Aufnahme in die betreffenden Indizes einzuführen. Dadurch soll eine Angleichung an internationale Index-Standards unter Beibehaltung der Transparenz, Berechenbarkeit und Objektivität eines regelbasierten Rahmens erreicht werden.[7]

Die Konsultation steht allen Marktteilnehmern vom 05. Oktober 2020 bis zum 04. November 2020 offen. Die Ergebnisse der Marktkonsultation sowie eine Ankündigung über mögliche Änderungen der Index-Methodik sollen frühestens ab März 2021 wirksam werden. Nachfolgend werden die wesentlichen Vorschläge der Deutschen Börse mit Blick auf den DAX aufgeführt und im Lichte internationaler Standards diskutiert.

- Abschaffung der Voraussetzung „Prime Standard“ für die Aufnahme in den DAX

Der „Prime Standard“ stellt ein Marksegment der Deutschen Börse dar, das besonders hohe Transparenzanforderungen an die dort notierten Unternehmen stellt, die deutlich über den sog. „General Standard“ hinausgehen, in dem die gesetzlichen Anforderungen für den Regulierten Markt gelten. Bislang können nur solche Unternehmen in einen Index aufgenommen werden, die am regulierten Markt notieren und zusätzlich die erhöhten Transparenzkriterien des Prime Standard erfüllen. Diese Voraussetzung soll abgeschafft werden, so dass künftig auch Unternehmen des General Standard in einen Index aufgenommen werden können. Begründet wird dies mit einer höheren Flexibilität bei der Festlegung der Index-Regelung, wenn man eine Index-Zugehörigkeit von den Listing-Segmenten entkoppelt.
Dagegen spricht, dass gerade Index-Unternehmen einem besonders hohen Qualitätsstandard genügen müssen und dazu auch besondere Transparenz- und Berichtspflichten gehören. Ähnlich hohe Anforderungen sind z.B. bei britischen Indizes wie dem FTSE100 zu erfüllen, in den nur sog. „Premium Listed Equity Shares“ aufgenommen werden. Der Verzicht auf die besonderen Anforderungen des Prime Standard wäre daher ein falsches Signal.[8]

- Ersatz des Selektionskriteriums Börsenumsatz durch Mindestliquidität

Bislang wird neben der Marktkapitalisierung des Free Float auch die Rangfolge des Unternehmens auf der Grundlage der 12-Monats-Börsenumsätze berücksichtigt. Künftig soll stattdessen eine Mindestliquidität während des vierteljährlichen Index-Review ausgewertet werden. Zur Bewertung wird die Umschlagshäufigkeit als Quotient aus dem 12-Monatsumsatz und der (Free Float)-Marktkapitalisierung berechnet. Für die Aufnahme in einen Index ist eine Umschlagshäufigkeit von 0,2 oder ein absoluter 12-Monatsumsatz von 1 Mrd. EUR erforderlich. Zum Verbleib in einem Index ist eine Umschlagshäufigkeit von 0,1 oder 0,8 Mrd. EUR erforderlich.[9] Diese Veränderung der Selektionsmethodik ist nachvollziehbar, da es international üblich ist, als Selektionskriterien die Marktkapitalisierung (insgesamt oder des Free Float) heranzuziehen. Die Sicherung einer ausreichenden Handelbarkeit der Index-Unternehmen kann durch eine Mindestliquidität gewährleistet werden. Die Vergleichbarkeit des DAX mit anderen internationalen Benchmarks wie z.B. dem Dow Jones Industrial Average, dem S&P500 oder dem FTSE100 wird auf diese Weise erleichtert.

---

[7] Deutsche Börse, Qualitätskriterien, internationale Standards, Transparenz: Marktkonsultation zur DAX-Reform gestartet, Eschborn, 5. Oktober 2020
[8] FTSE Russel, FTSE UK Index Series – Ground rules, London 9/2020
[9] Deutsche Börse, Qualitätskriterien, internationale Standards, Transparenz: Marktkonsultation zur DAX-Reform gestartet, Eschborn, 5. Oktober 2020

- „Fast Exit“ bei nicht fristgerechter Vorlage eines testierten Jahresberichts

Die Empfehlung F.2 des Deutschen Corporate Governance Kodex sieht vor, dass der Konzernabschluss und der Konzernlagebericht binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende sowie die verpflichtenden unterjährigen Finanzinformationen binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums öffentlich zugänglich sein müssen.[10] Künftig sollen Unternehmen, die gegen diese Bestimmungen verstoßen, innerhalb von zwei Werktagen aus dem Index gestrichen werden, wenn der entsprechende Bericht nicht innerhalb der nächsten 30 Tage veröffentlicht wird. Ein Unternehmen wird auch in einem Auswahlindex ersetzt, wenn es selbst oder sein Wirtschaftsprüfer die jeweiligen testierten Jahresabschlüsse nach der Veröffentlichung zurückzieht, sobald die oben genannte Frist überschritten wurde. Eine entsprechende Anforderung würde man auch für die Quartalsberichte einführen, sofern auf die Zugehörigkeit zum „Prima Standard“, der eine quartalsweise Berichterstattung vorsieht, verzichtet würde.

Dieser Vorschlag ist eine direkte Konsequenz aus dem Wirecard-Skandal und ermöglicht künftig einen Ausschluss aus dem jeweiligen Index, sofern die entsprechenden Pflichten verletzt werden. Dies ist eindeutig zu begrüßen.

- Verpflichtende Einsetzung eines Prüfungsausschusses im Aufsichtsrat

Künftig sollen Unternehmen von Auswahlindizes die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex in Bezug auf den Prüfungsausschuss zwingend erfüllen, um eine besonders hohe Qualität im Bereich Corporate Governance zu gewährleisten. Auch dieser Vorschlag ist eine Folge der Unzulänglichkeiten von Wirecard. Denn Wirecard hat erst im Jahr 2019 einen Prüfungsausschuss eingerichtet, so dass zumindest die Möglichkeiten zur Kontrolle des Jahresabschlusses bis zu diesem Zeitpunkt unzureichend waren. Auch wenn dies grundsätzlich nachvollziehbar ist, so greift dieser Vorschlag zu kurz. Man sollte künftig zumindest bei DAX-Unternehmen als Voraussetzung einführen, dass der Deutsche Corporate Governance Kodex vollumfänglich zu erfüllen ist. Sonst sollte keine Aufnahme in den DAX bzw. bei Verstößen ein Fast Exit aus dem DAX erfolgen.

- Profitabilität des Unternehmens als Aufnahmekriterium

Für die erstmalige Aufnahme in den DAX müssen die Unternehmen in beiden zuletzt veröffentlichten Geschäftsberichten zum Zeitpunkt der Index-Aufnahme ein positives EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) ausweisen. Das EBITDA ist eine international übliche Kennzahl für die Messung der Profitabilität des operativen Geschäfts, die vor Zinsergebnis, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisationen berechnet wird, um eine bessere internationale Vergleichbarkeit zu erreichen. Diese Anforderung würde Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Einführung der Regel bereits Bestandteil des Index sind, nicht betreffen.

Dieser Vorschlag geht nicht weit genug und ist zu unpräzise formuliert. Andere internationale Indizes definieren die Qualität eines Unternehmens u.a. auch durch seine Fähigkeit, nachhaltig profitabel zu arbeiten – und dies nicht nur zum Zeitpunkt der Aufnahme in den DAX. Daher sollte zum einen präzisiert werden, wie genau das relevante EBITDA zu ermitteln ist. Insbesondere sollte es sich um ein von außerordentlichen und periodenfremden Effekten bereinigtes EBITDA handeln und vom Wirtschaftsprüfer des Unternehmens bestätigt werden.

Außerdem sollte es zu einem Ausschluss von Unternehmen aus dem DAX kommen, falls das Unternehmen über einen längeren Zeitraum (z.B. 8 Quartale) hintereinander kein positives operatives Ergebnis erwirtschaftet. Ausnahmen von dieser Regel könnten von der Deutsche Börse dann zugelassen werden, wenn die betreffenden Unternehmen durch eine länger

[10] Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Deutscher Corporate Governance Kodex in der am 16. Dezember 2019 von der Regierungskommission beschlossenen Fassung, Frankfurt 3/2020

anhaltende tiefe Rezession der Gesamtwirtschaft nicht profitabel sein können und dies demzufolge kein unternehmensspezifisches Problem wiederspiegelt.

- Einführung eines Ausschlusskriteriums für Unternehmen, die sich an bestimmten Waffengeschäften beteiligen („Controversial Weapons“)

DAX-Unternehmen sollen künftig nicht an Produktion oder Vertrieb von sog. „umstrittenen Waffen“ mitwirken dürfen. Die folgenden Waffenkategorien sollen diesem Kriterium unterliegen: Antipersonenminen, biologische und chemische Waffen, Streuwaffen, angereichertes Uran, Atomwaffen und Waffen mit weißem Phosphor. Eine mit der Zugehörigkeit zum DAX unvereinbare Beteiligung an solchen Geschäften liegt vor, wenn eines der folgenden Kriterien erfüllt ist:

- Interne Produktion oder Verkauf umstrittener Waffen
- Die Holdinggesellschaft besitzt >10% der Stimmrechte eines beteiligten Unternehmens
- >10% der Stimmrechte eines Unternehmens sind im Besitz des beteiligten Unternehmens

Diese Einschränkungen gehen nicht weit genug. Von einem DAX-Unternehmen kann man erwarten, dass es höchste Standards bei allen wesentlichen Nachhaltigkeitskriterien erfüllt. In der Finanzindustrie wird „Nachhaltigkeit“ anhand von drei Dimensionen definiert und gemessen, die man unter „ESG (Environment, Social, Governance)“ zusammenfasst.[11] Daher wäre es sinnvoll, wenn künftig jedes DAX-Unternehmen ein bestimmtes ESG-Risikopotenzial – gemessen durch einen „ESG-Risk-Score“ - nicht überschreiten darf und bei Nichterfüllung über einen gewissen Zeitraum ein Ausschluss erfolgen kann. Inzwischen gibt es mehrere etablierte Rating-Agenturen, die sich auf die Messung von Nachhaltigkeitsrisiken spezialisiert haben. Dazu gehören z.B. Sustainalytics, MSCI und ISS Oekom.

Die Deutsche Börse selbst hat im März dieses Jahres mit dem DAX 50 ESG Index einen neuen Index eingeführt, bei dem in die Selektion der Index-Unternehmen neben den beiden beim klassischen DAX angewendeten Kriterien Börsenwert und Börsenumsatz auch ESG-Kriterien einfließen. Auch wenn die Einführung neuer Indizes unter stärkerer Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien wünschenswert ist, so ersetzt dies nicht eine entsprechende Reform der jeweiligen Leit-Indizes wie hierzulande des DAX.

4. Vorschlag für einen „nachhaltigen“ DAX

Um Nachhaltigkeitsaspekte auch beim DAX umfassend zu berücksichtigen, bietet es sich an, eine Aufnahme in den DAX davon abhängig zu machen, dass der in einem ESG-Rating erzielte Punktwert ein höchstens mittleres ESG-Risiko reflektiert. Nachfolgend nutzen wir die Rating-Methodik von Systainalytics, die mit Hilfe eines Scoring-Modells das Risiko eines Unternehmens durch ESG-Faktoren einschätzt. Dabei wird jedes Unternehmen je nach Sektor anhand einer Vielzahl von Kriterien absolut und in Relation zu einer Vergleichsgruppe von Unternehmen aus derselben Industrie bewertet. Aus der gewichteten Summe der einzelnen Risikoparameter wird ein aggregierter ESG-Risk-Score ermittelt, der dann zu einer Einordnung der Unternehmen in eine von insgesamt fünf ESG-Risikoklassen führt. Dabei wird sowohl die Höhe als auch die Beeinflussbarkeit der ESG-Risiken berücksichtigt, denen das Unternehmen ausgesetzt ist, und wie gut der beeinflussbare Teil des Risikos durch das Unternehmen mitigiert wird. Eine Beziehung zwischen den jeweiligen Scores und der Höhe eines damit verbundenen finanziellen Verlustrisikos besteht nicht. Es handelt sich um eine Ordinalskala,

[11] Vgl. z.B. MSCI, Introducing ESG Investing, New York 2020

die ähnlich wie bei den von den großen Kredit-Rating-Agenturen (S&P, Moody´s, Fitch) verwendeten Bonitätsnoten, nur eine Rangfolge charakterisiert.

Folgende ESG-Risiko-Klassen unterscheidet die Rating-Methodik von Systainalytics:[12]

- Negligible Risk: Overall Score of 0-9.99 points
- Low Risk: 10-19.99 points
- Medium Risk: 20-29.99 points
- High Risk: 30-39.99 points
- Severe Risk: 40 and higher points

Auf der Basis der hier exemplarisch verwendeten Rating-Methodik von Systainalytics wird vorgeschlagen, künftig nur noch solche Unternehmen in den DAX aufzunehmen bzw. dort zu belassen, wenn diese höchstens einen mittleren ESG-Risk-Score aufweisen. Dies würde bedeuten, dass alle Unternehmen mit einem ESG-Risk-Score von „high risk“ oder „severe risk“ dem DAX nicht mehr angehören würden.

Die nachfolgende Tabelle 1 verdeutlicht, dass eine solche stärker auf Nachhaltigkeit ausgelegte Reformierung des DAX in Verbindung mit der Bedingung, dass Unternehmen im DAX profitabel sein müssen, zu erheblichen Verschiebungen im DAX führen würde. Es sei an dieser Stelle betont, dass die in Tabelle 1 abgebildeten Veränderungen im DAX nur eine aus Sicht des Autors plausible Szenario-Rechnung darstellen. Dennoch zeigt sie interessante Tendenzen auf.

Basierend auf den Daten zu Börsenwerten und -umsätzen, die den von der Deutschen Börse veröffentlichten Ranglisten zum 30.9.2020 zugrunde liegen, zeigt Tabelle 1 die gegenwärtige Zusammensetzung des DAX. Legt man das hier vorgeschlagene Mindestniveau an Nachhaltigkeit als weiteres Kriterium zugrunde, würden etliche prominente Namen wie BAYER, Volkswagen und RWE nicht mehr dem DAX angehören. Statt derer würden die Unternehmen Symrise, Zalando und Quiagen in den DAX aufrücken.
Delivery Hero – gerade in den DAX eingezogen – würde ebenfalls wegen fehlender Profitabilität aus dem DAX ausscheiden. Außerdem würden sich die Unternehmen HeidelCement und Covestro nicht mehr für den DAX qualifizieren, wenn der Börsenwert des „Free Float“ das wichtigste Selektionskriterium in Verbindung mit der Erfüllung einer Mindestliquidität wäre, obwohl sie sowohl die Kriterien „Nachhaltigkeit“ und „Profitabilität“ erfüllen würden. Dafür würden die Unternehmen LEG Immobilien, Brenntag und Hannover Rück dem DAX angehören.

[12] Vgl. Systainalytics, ESG Risk Ratings, Amsterdam, August 2020

Tabelle 1: Mögliche Veränderungen im DAX durch Einführung von ESG-Risk-Score, Mindestliquidität und Profitabilität

ISIN	Unternehmen	Derzeitiger Index	Rang MarketCap	Rang Börsen-umsatz	ESG Score	ESG Risikoklasse	Min. ESG Score	Profita-bilität	Neuer Index	Veränderung Index
DE0007164600	SAP	DAX	1	1	12,9	low	√	√	DAX	→
IE00BZ12WP82	LINDE	DAX	2	7	11,9	low	√	√	DAX	→
DE0007236101	SIEMENS	DAX	3	3	29,1	medium	√	√	DAX	→
DE0008404005	ALLIANZ	DAX	4	2	16,2	low	√	√	DAX	→
DE000BAY0017	BAYER	DAX	5	4	34,4	high	-	√	MDAX	↓
DE000A1EWW	ADIDAS	DAX	6	8	13,9	low	√	√	DAX	→
DE000BASF111	BASF	DAX	7	5	28,5	medium	√	√	DAX	→
DE0005557508	DEUTSCHE TELEKOM	DAX	8	10	16,7	low	√	√	DAX	→
NL0000235190	AIRBUS	MDAX	9	47	30,9	high	-	√	MDAX	→
DE0005552004	DEUTSCHE POST	DAX	10	14	16	low	√	√	DAX	→
DE0007100000	DAIMLER	DAX	11	6	25,6	medium	√	√	DAX	→
DE0008430026	MUENCH.RUEC KVERS.	DAX	12	12	18,1	low	√	√	DAX	→
DE000A1ML7J1	VONOVIA	DAX	13	21	7,7	negl.	√	√	DAX	→
DE0006231004	INFINEON TECH	DAX	14	11	17,8	low	√	√	DAX	→
DE0005810055	DEUTSCHE BOERSE	DAX	15	18	13,8	low	√	√	DAX	→
DE0007664039	VOLKSWAGEN	DAX	16	9	41,1	severe	-	√	MDAX	↓
DE000ENAG999	E.ON	DAX	17	17	23,7	medium	√	√	DAX	→
DE0007037129	RWE	DAX	18	16	36,2	high	-	√	MDAX	↓
DE0005190003	BMW	DAX	19	15	27,1	medium	√	√	DAX	→
DE0005785604	FRESENIUS	DAX	20	20	19,6	low	√	√	DAX	→
DE0006599905	MERCK	DAX	21	25	19,4	low	√	√	DAX	→
DE0005140008	DEUTSCHE BANK	DAX	22	13	29,9	medium	√	√	DAX	→
DE0006048432	HENKEL	DAX	23	28	20,5	medium	√	√	DAX	→
DE000SYM9999	SYMRISE	MDAX	24	38	24,6	medium	√	√	DAX	↑
DE0005785802	FRESEN.MED. CARE	DAX	25	23	18,8	low	√	√	DAX	→
DE000A0HN5C	DEUTSCHE WOHNEN	DAX	26	31	18	low	√	√	DAX	→
DE000ZAL1111	ZALANDO	MDAX	27	40	11,7	low	√	√	DAX	↑
DE000A2E4K43	DELIVERY HERO	DAX	28	32	25,3	medium	√	-	MDAX	↓
DE0007165631	SARTORIUS	MDAX	29	50	33,1	high	-	√	MDAX	→
DE0005439004	CONTINENTAL	DAX	30	22	13,1	low	√	√	DAX	→
NL0012169213	QIAGEN	MDAX	31	33	17,5	low	√	√	DAX	↑
DE0005200000	BEIERSDORF	DAX	32	30	23,4	medium	√	√	DAX	→
DE000LEG111C	LEG IMMOBILIEN	MDAX	33	45	20,1	medium	√	√	DAX	↑
DE000A1DAHH	BRENNTAG AG	MDAX	34	52	20,5	medium	√	√	DAX	↑
DE000SHL1006	SIEMENS HEALTH	MDAX	35	35	37,5	high	-	√	MDAX	→
DE0008402215	HANNOVER RUECK	MDAX	36	43	18,5	low	√	√	DAX	↑
DE000A0D9PT0	MTU AERO ENGINES	DAX	37	24	23,8	medium	√	√	DAX	→
DE0006047004	HEIDELBERGC EMENT	DAX	38	29	29,5	medium	√	√	MDAX	↓
DE000A12DM8	SCOUT24	MDAX	39	49	20	medium	√	√	MDAX	→
DE0006062144	COVESTRO	DAX	40	26	20	medium	√	√	MDAX	↓

Quelle: Eigene Darstellung, Deutsche Börse, Systainalytics

5. Fazit

Die bislang von der Deutschen Börse vorgelegten Vorschläge zur Reformierung des DAX (und anderer Indizes) gehen nicht weit genug. Es bedarf eines deutlichen Zeichens, dass sich nur solche Unternehmen für den DAX qualifizieren dürfen, die ein zumindest befriedigendes Maß an Nachhaltigkeit erreichen. Dies könnte man über einen ESG-Risk-Score erfassen. Die Daten werden von qualifizierten, auf Nachhaltigkeit spezialisierten Ratingagenturen bereits heute detailliert erfasst und sind daher sofort verfügbar. Die hier vorgestellte Simulation verdeutlicht,

dass unter ESG-Kriterien seit langem kritisch betrachtete Unternehmen sich nicht mehr für den DAX qualifizieren würden. Dies würde klare Anreize bei den Unternehmen setzen, Nachhaltigkeitsaspekte stärker als bisher in ihrer Strategie zu berücksichtigen. Letztlich kann eine Neugestaltung wichtiger Aktienindizes – auch über den DAX hinaus - einen Beitrag dazu leisten, dass mehr Kapital in nachhaltig wirtschaftende Unternehmen und Sektoren fließt.

Abstract (engl):
In the course of analysing the causes and consequences of the Wirecard scandal, a potential reform of the German lead stock market index DAX is being discussed. The proposals so far presented by Deutsche Börse are moving in the right direction but are not far-reaching enough. A clear signal is needed that future constituents of the DAX are obliged to meet at least a satisfactory level of sustainability, measured by an ESG (Environment, Social, Governance) Risk Score for the respective business activities. A simulation presented in this article demonstrates that some current members would no longer qualify for the DAX. Adding an ESG Risk Score to the current index selection criteria would set strong incentives for companies to gear their business strategies towards greater sustainability. Redesigning major stock indices to include sustainability aspects could ultimately play an important role in having more capital allocated to sustainably operating companies and sectors.

Frankfurt am Main, 11. November 2020

CENTER FOR FINANCIAL STUDIES

CFS Working Paper Series

Recent Issues

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

No.	Authors	Title
642	Refet S. Gürkaynak, A. Hakan Kara, Burçin Kısacıkoğlu, and Sang Seok Lee	*Monetary Policy Surprises and Exchange Rate Behavior*
641	Sergey Kovbasyuk and Marco Pagano	*Advertising Arbitrage*
640	Sylwia Hubar, Christos Koulovatianos, and Jian Li	*The Role of Labor-Income Risk in Household Risk-Taking?*
639	Günter Coenen, Carlos Montes-Galdón, Frank Smets	*Effects of State-Dependent Forward Guidance, Large-Scale Asset Purchases and Fiscal Stimulus in a Low-Interest-Rate Environment*
638	Günter Coenen, Carlos Montes-Galdón, and Frank Smets	*Symmetric Markovian Games of Commons with Potentially Sustainable Endogenous Growth*
637	Thomas Hintermaier and Winfried Koeniger	*Differences in Euro-Area Household Finances and their Relevance for Monetary-Policy Transmission*
636	Jorge Gonçalves, Roman Kräussl and Vladimir Levin	*Do "Speed Bumps" Prevent Accidents in Financial Markets?*
635	Mathieu Aubry, Roman Kräussl, Gustavo Manso, and Christophe Spaenjers	*Machine Learning, Human Experts, and the Valuation of Real Assets*
634	Pascal Kieren and Martin Weber	*When saving is not enough – The wealth decumulation decision in retirement*
633	Volker Brühl	*LIBRA – a differentiated view on Facebook's virtual currency project*

Center for Financial Studies | Goethe University | Theodor-W.-Adorno-Platz 3 | 60323 Frankfurt am Main | Germany
Phone +49 69 798 30050 | Fax +49 69 798 30077 | info@ifk-cfs.de | www.ifk-cfs.de