

Achleitner, Ann-Kristin; Kaserer, Christoph; Kauf, Tobias; Volk, Sarah

Working Paper

DAXplus family: Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen

Working Paper, No. 2010-05

Provided in Cooperation with:

Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), Technische Universität München

Suggested Citation: Achleitner, Ann-Kristin; Kaserer, Christoph; Kauf, Tobias; Volk, Sarah (2010) : DAXplus family: Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen, Working Paper, No. 2010-05, Technische Universität München, Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), München

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/48422>

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.

Working Paper No. 2010-05

**DAXplus Family – Ein Aktienindex zur Darstellung der
Performance von Familienunternehmen**

Ann-Kristin Achleitner

Christoph Kaserer

Tobias Kauf

Sarah Volk

Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)

WORKING PAPER SERIES



Technische Universität München



DAXplus Family – Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen

(DAXplus Family – Primer on a family firm stock index in Germany)

Ann-Kristin Achleitner^{a,b}

Christoph Kaserer^{a,c}

Tobias Kauf^a

Sarah Volk^a

First version: July 2010

Abstract:

In January 2010 the Deutsche Börse Group introduced two family firm stock indices. Both indices are calculated as price and performance indices and extend the number of investment strategy indices of Deutsche Börse Group. The DAXplus Family is an all-share index whereas the DAXplus Family 30 represents a selection index of the 30 largest and most liquid Prime Standard family firms of Frankfurt Stock Exchange (FSE). The index development traces back to a mutual research project between Deutsche Börse Group and Technische Universität München (TUM).

In order to be applicable for DAXplus Family index inclusion, a firm has to fulfil a founding family definition: the founder(s) and/or related family members have to control at least 25% of voting rights or at least 5% voting rights if the founder or the family is not only shareholder but also active management or supervisory board member. Out of 123 family firms that were included in the DAXplus Family at index introduction in January 2010, about 95% (117 firms) qualified with both elements of the definition – required control of voting rights and board representation. Only 23% of the index firms are characterised by blockholdings of the family below 25%.

The DAXplus Family 30 has a correlation of 99.6% with the all-share index DAXplus Family and a correlation of 83.6% with the German blue chip index DAX. A performance backtesting of the DAXplus Family 30 from June 2002 to July 2010 revealed an annualized return of 11.5% at an annualized volatility of 24%. Further details about the indices' theoretical and empirical foundation, underlying concept, main features as well as descriptive characteristics are presented in this primer.

Technische Universität München, Arcisstr. 21, 80333 Munich, Germany

Phone: +49-89-28925483, Fax: +49-89-28925488, Email: tobias.kauf@cefs.de / sarah.volk@cefs.de

^a Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)

^b KfW Endowed Chair in Entrepreneurial Finance

^c Department of Financial Management and Capital Markets

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	3
2.	Motivation zur Berechnung eines Familienunternehmensindex	3
2.1.	Eigentümerstruktur, Corporate Governance und Unternehmensperformance	3
2.2.	Familien als aktive Blockaktionäre	4
2.3.	Definitorsche Abgrenzung des Begriffs Familienunternehmen	5
2.4.	Wissenschaftliche Befunde zu Familienunternehmen	6
3.	Konzeption der DAXplus Family Indizes	7
3.1.	Auswahlkriterien der DAXplus Family Indizes	7
3.2.	Berechnung der DAXplus Family Indizes	8
4.	Einordnung der DAXplus Family Indizes in die Indexlandschaft.....	9
4.1.	DAXplus Family Indizes als Strategieindizes	9
4.2.	Gegenüberstellung der DAXplus Family Indizes und des German Entrepreneurial Index (GEX)	9
4.3.	Gegenüberstellung der DAXplus Family Indizes und weiterer verwandter „Familienindizes“	12
5.	Deskriptive Angaben zu den DAXplus Family Indizes	14
5.1.	Überblick	14
5.2.	Verteilung der Merkmalsausprägungen.....	15
5.3.	Performance der DAXplus Family Indizes.....	18
6.	Schlussbetrachtung	19
	Literaturverzeichnis	20

1. Einleitung

Am 4. Januar 2010 wurden von der Deutschen Börse zwei neue Aktienindizes eingeführt, die die Wertentwicklung von börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland abbilden: der DAXplus Family und der DAXplus Family 30.

Der All-Share Index DAXplus Family umfasst alle nationalen und internationalen Familienunternehmen, deren Aktien im Marktsegment „Prime Standard“ der Deutschen Börse notiert sind. Der Auswahlindex DAXplus Family 30 erfasst die Teilmenge der nach Freefloat-Marktkapitalisierung 30 größten und liquidesten Familienunternehmen.¹ Die Indizes wurden im Rahmen eines Kooperationsprojekts der Deutschen Börse mit dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München entwickelt.

Der vorliegende Beitrag erläutert die theoretischen Grundlagen und die praktische Ausgestaltung der Indizes, analysiert wichtige Kennzahlen und nimmt eine Abgrenzung zu verwandten Indizes vor. In Abschnitt 2 wird die wissenschaftliche Fundierung für die Entwicklung eines Aktienindex zu Familienunternehmen dargelegt. Im darauf folgenden Teil, Abschnitt 3, wird auf methodisch-konzeptionelle Aspekte und die technische Umsetzung der DAXplus Family-Indizes eingegangen. In Abschnitt 4 erfolgt eine Einordnung der DAXplus Family-Indizes in die aktuelle Indexlandschaft. Eigenschaften und Kennzahlen der Indizes werden in Abschnitt 5 als Ergebnis einer empirisch-deskriptiven Analyse dargestellt. Der letzte Abschnitt fasst die Ergebnisse in einem Überblick zusammen.

2. Motivation zur Berechnung eines Familienunternehmensindex

2.1. Eigentümerstruktur, Corporate Governance und Unternehmensperformance

Die Berechnung eines Familienunternehmensindex lässt sich aus zwei Perspektiven motivieren: zunächst handelt es sich bei Familienunternehmen weltweit um einen bedeutenden Unternehmenstypus (LaPorta et al. 1999, Facio und Lang 2002). Familien(aktionäre) stellen dabei eine bedeutende Kategorie von Blockaktionären dar, die sich durch besondere Charakteristika auszeichnen. Desweiteren finden wissenschaftliche Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen konzentrierten Eigentümerstrukturen und Performance (Demsetz und Lehn 1985, Morck et al. 1989, Demsetz und Villalonga 2001, Kaserer und Moldenhauer 2007).² So lässt sich die Erforschung von (börsennotierten) Familienunternehmen unter anderem auf diese Studien zu konzentrierten Eigentümerstrukturen und Insider-Ownership zurückführen.

Es zeigt sich, dass die Trennung von Eigentum und Führung bzw. Kontrolle in Unternehmen zu (Interessens-) Konflikten zwischen Eigentümern und Unternehmensleitung führen kann. Gleichzeitig zeigen sowohl theoretische Konzepte als auch empirische Befunde, dass sich diese sogenannten Agency-Konflikte und damit einherge-

¹ Ein All-Share Index oder Gesamtmarktindex umfasst die Aktien aller Unternehmen in einem bestimmten Sektor oder mit einer bestimmten Merkmalsausprägung, wohingegen ein Auswahlindex nur eine festgelegte Teilmenge der Unternehmen berücksichtigt und dabei im Regelfall die größten Werte eines Sektors auswählt. Zur Auswahl des DAXplus Family 30 werden alle Unternehmen, die sich für den DAXplus Family All-Share Index qualifizieren nach ihrer Freefloat-Marktkapitalisierung geordnet. Aus dieser Rangordnung erfolgt die Auswahl der 30 größten Unternehmen, die zudem für die zurückliegenden drei Monate ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen (ADTV) von mindestens 500.000 € aufweisen müssen.

² Mit der Entwicklung des German Entrepreneurial Index (GEX) hat die Deutsche Börse zusammen mit dem Center for Entrepreneurial Finance (CEFS) der TU München diese wissenschaftlichen Erkenntnisse unter Berücksichtigung weiterer Forschungsergebnisse bereits erfolgreich in ein Indexkonzept überführt.

hende Kosten verändern können, wenn Mitglieder der Unternehmensführung gleichzeitig Anteilseigner sind. In diesem Fall findet eine Angleichung der Interessen und in Folge eine Abschwächung des Manager-Eigentümer-Konflikts statt. Eine solche Konstellation wirkt sich zwar positiv auf die Konfliktvermeidung zwischen Management und Eigentümern aus, kann aber auch Konflikte zwischen anderen Anspruchsgruppen des Unternehmens fördern. Andere Interessenskonflikte entstehen insbesondere, wenn ein einzelner Aktionär (oder eine kleine Gruppe von Aktionären) im Vergleich zu weiteren Eigentümern einen signifikant höheren Anteil am Unternehmen hält. Dieses neue Spannungsverhältnis zwischen den verschiedenen Anteilseignern wird häufig als Großaktionär-Kleinaktionär-Konflikt umschrieben. Die angesprochenen Konflikte und die damit verbundenen Kosten sind in einer Vielzahl von wissenschaftlichen Artikeln zur Prinzipal-Agenten-Theorie erläutert (Jensen und Meckling 1976). Aus dieser theoretischen Perspektive können die besonderen Corporate-Governance-Charakteristika von Unternehmen mit aktiven Blockaktionären³ nicht eindeutig als vorteilhaft oder nachteilig bewertet werden. Empirische Untersuchungen kommen ebenfalls zu einem uneinheitlichen Bild. Morck et al. 1988 identifizieren beispielsweise einen nicht linearen Zusammenhang zwischen dem Einfluss aktiver Blockaktionäre und der Unternehmensperformance. Positive Zusammenhänge lassen sich u.a. auf die Möglichkeiten der direkten Einflussnahme des Blockaktionärs auf Unternehmensentscheidungen, auch im Sinne der weiteren Aktionäre (Jensen und Meckling 1976), oder aber die Möglichkeiten des effektiven Monitorings durch einen Blockaktionär zurückführen (Shleifer und Vishny 1997). Negative Aspekte hingegen sind insbesondere im angedeuteten Großaktionär-Kleinaktionär-Konflikt auszumachen: Mit der Macht- und Entscheidungsposition eines (aktiven) Blockaktionärs, kann gegebenenfalls eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre einhergehen.

2.2. Familien als aktive Blockaktionäre

Wissenschaftliche Studien, die länderspezifische Charakteristika in der Untersuchung von Eigentümerstrukturen berücksichtigen, haben weiterhin gezeigt, dass die Identität aktiver Blockaktionäre von Bedeutung ist. Ein weltweites zu beobachtendes Phänomen sind in diesem Zusammenhang börsennotierte Familienunternehmen. Familien repräsentieren die häufigste Form konzentrierter, aktiver Eigentümer wie sie in Abschnitt 2 diskutiert wurden (La Porta et al. 1999, Faccio und Lang 2002, für Deutschland siehe Franks und Mayer 2001, Andres 2008).

Die Studien von La Porta et al. 2000 weisen jedoch auf einen länderspezifischen Einfluss der Kapitalmarktentwicklung und den damit einhergehenden gesetzlich verankerten Aktionärsrechten auf das Vorkommen konzentrierter Eigentümerstrukturen hin. Obgleich seit 1995 regulatorische Änderungen die Corporate Governance in Deutschland verändert haben⁴, existiert (noch immer) eine Vielzahl börsennotierter Unternehmen, die eine hohe Eigentümerkonzentration aufweisen und dem Einfluss der (des) Gründer(s) oder dem Einfluss einer Gründerfamilie unterliegen (Jaskiewicz 2006, Leiber 2008, Andres 2008, Achleitner et al. 2009b).

Grundsätzlich kommt Familienunternehmen in Deutschland eine hohe volkswirtschaftliche Bedeutung zu. Die zahlreichen, börsennotierten und auch privat gehaltenen, Familienunternehmen sind für einen gewichtigen Anteil der Wirtschaftsleistung verantwortlich und stellen einen Großteil der Arbeitsplätze (vgl. Hauer et al. 2009). Die Bedeutung der Familienunternehmen für die deutsche Wirtschaft ist daher unbestritten. In Forschung und Praxis wird jedoch die Frage diskutiert, welche Eigenschaften Familienunternehmen charakterisieren, respektive was

³ Aktive Blockaktionäre sind Eigentümer signifikanter Unternehmensanteile, die gleichzeitig Positionen in Management- bzw. Aufsichtsratsgremien innehalten und damit aktiv auf die Unternehmenspolitik Einfluss nehmen können.

⁴ Zur Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland vgl. z.B. Goergen et al. 2008.

Gründer oder deren Familien zu besonderen Eigentümern macht? Zunächst unterscheiden sich Familienunternehmen wie bereits dargestellt von anderen Unternehmen durch ihre spezifische Eigentümerstruktur und die starke Bindung der Familie an das Unternehmen. Im Hinblick auf die besondere Rolle der Familie, auch in der Governance von Unternehmen, lassen sich Unterschiede in den Verhaltensmustern zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen erkennen. So wird Familienunternehmen in der Regel die Bereitstellung von geduldigem Kapital und eine Orientierung an nachhaltigem, langfristig orientiertem Wachstum zugeschrieben. Die Verantwortung der Eigentümer, die häufig im Management bzw. im Aufsichtsrat vertreten sind und die Übertragung ihrer Werte auf die Unternehmenspolitik können langfristige Stabilität fördern.⁵

2.3. Definitive Abgrenzung des Begriffs Familienunternehmen

Nicht nur in der wissenschaftlichen Literatur wird ausführlich diskutiert, welche Eigenschaften oder Charakteristika ein Familienunternehmen als solches definieren. Im Auftrag der Europäischen Kommission hat eine Expertengruppe festgestellt, dass für den Begriff „Familienunternehmen“ mehr als 90 Definitionen verwendet werden (European Commission 2009). Eine Analyse der in der Wissenschaft verwendeten Definitionen zu Familienunternehmen lässt die Dominanz von drei Differenzierungsmerkmalen erkennen: (i) die Höhe des Eigentumsanteils der Familie, (ii) die Mitwirkung der Familie in den Führungs- und Kontrollgremien⁶ und (iii) die Unternehmenskultur. Dabei sind im Hinblick auf den Eigentumsanteil zwei Definitionskonzepte vorherrschend: die Founding-Family-Definition und die Ultimate-Ownership-Definition. Das erstgenannte Konzept stellt auf den Anteil des Gründers oder der Gründerfamilie⁷ am Aktienkapital ab, wobei der Mindesteigentumsanteil je nach Corporate-Governance und Börsenumfeld variiert.⁸ Eine solche Definition findet sich etwa in den Arbeiten von Anderson und Reeb 2003, Villalonga und Amit 2006, Sraer und Thesmar 2007 oder Andres 2008. Nach der Ultimate-Ownership-Definition wird ein Unternehmen als Familienunternehmen eingestuft, wenn ein einzelner Kontrollaktionär oder Mitglieder einer Familie über einen bestimmten Anteil am Unternehmen maßgeblichen Einfluss ausüben können – insbesondere auch über Unternehmensverflechtungen hinweg. Auch hierbei variiert die für die Definition verwendete Kontrollschwelle je nach Kapitalmarkt- und Börsenumfeld.⁹ Dem Ultimate-Ownership-Ansatz folgen etwa die Studien von La Porta et al. 1999 oder Faccio und Lang 2002.

Der Konstruktion des DAXplus Family liegt die Founding-Family-Definition zugrunde, unter anderem da diese (i) Vorteile bezüglich der Interpretation des Zusammenhangs von Eigentümerstruktur und Performance bietet und (ii) die kulturelle Prägung durch die Gründerfamilie zumindest indirekt in der Auswahl der Unternehmen berücksichtigt wird.¹⁰ Die angewandte Founding-Family-Definition klassifiziert solche Unternehmen als Fami-

⁵ Vergleiche zu Besonderheiten von Familienunternehmen, insbesondere der Unternehmenspolitik, auch Ampenberger et al. 2009.

⁶ In Deutschland ist ein dualistisches System vorherrschend, in dem der Aufsichtsrat das Kontroll- und der Vorstand das Führungsgremium stellt. Hingegen sind im angloamerikanischen Raum beide Funktionen im „board of directors“ vereint.

⁷ Ein Unternehmen kann somit durch einen einzelnen Gründer oder eine Gruppe von Gründern, die signifikante Anteile am Unternehmen halten, als Familienunternehmen klassifiziert werden.

⁸ In Deutschland kommt in der Regel eine Kontrollschwelle von 25% zur Anwendung, die die Sperrminorität nach dem deutschen Aktiengesetz darstellt. In den USA liegt der geforderte Eigentumsanteil meistens deutlich niedriger bei 5%.

⁹ Darüber hinaus gibt es Unterschiede in den definierten Kontrollschwellen bei privat gehaltenen und börsennotierten Unternehmen.

¹⁰ Die Unternehmenskultur kann aufgrund der schwierigen Messbarkeit nicht als direktes Auswahlkriterium berücksichtigt werden. Sie fließt allerdings indirekt ein, wenn dem Gründer bzw. der Gründerfamilie eine gewisse emotionale Bindung zu dem Unternehmen und eine kulturell prägende Wirkung unterstellt werden. Die Unternehmenskultur wird in wissenschaftlichen Untersuchungen in der Regel mit Hilfe rein qualitativer Vorgehensweisen wie Fallstudien, Interviews und Fragebögen erhoben.

lienunternehmen, in denen die Mitglieder der Gründerfamilie einen Mindestanteil von 25% an den Stammaktien des Unternehmens halten. Zudem greift die Definition auch die weiteren Corporate-Governance-Merkmale von Familienunternehmen auf und zählt auch Unternehmen, in denen die Gründerfamilie aktiv im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten ist und mindestens 5% der Stammaktien in ihrem Besitz hält, zur Gruppe der Familienunternehmen.

2.4. Wissenschaftliche Befunde zu Familienunternehmen

Wissenschaftliche Studien beschäftigen sich aus einer Vielzahl von Perspektiven mit den Eigenschaften von Familienunternehmen. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass sich Unternehmen mit Familieneinfluss durch Besonderheiten in der Corporate Governance und durch eine spezielle Charakteristik in der Unternehmenspolitik auszeichnen. Bezogen auf die Unternehmensperformance können sich aus diesen Besonderheiten sowohl positive als auch negative Einflussfaktoren ergeben.

Die bereits erwähnte Reduktion von Prinzipal-Agenten-Konflikten in Unternehmen, in denen die (Gründer-)Familie über einen Posten im Vorstand oder Aufsichtsrat an der Unternehmensführung und durch Aktienbesitz als Eigentümer beteiligt ist, sollte sich tendenziell positiv auswirken. Nimmt die Unternehmerfamilie keine aktive Eigentümerrolle ein, d.h. sie ist nicht im Management bzw. in Gremien vertreten, hat sie als Blockaktionär zumindest ein hohes Interesse am Monitoring der Unternehmensführung (Shleifer und Vishny 1997). Dies lässt sich beispielsweise mit der Sicherung des finanziellen Wohlstandes der Familie begründen. Häufig ist die Familie wenig diversifiziert und der Wohlstand ist stark konzentriert in dem Unternehmen. Weiterhin dürfte das Bestreben der Familie auch darin liegen, ihre Reputation zu wahren und eine langfristige und nachhaltige Ausrichtung der Unternehmens- und Investitionsstrategie zu verfolgen (James 1999). Vermutlich sind diese Aspekte mitverantwortlich für die teilweise dokumentierte bessere (operative) Performance von Familienunternehmen. Die Ergebnisse ihrer empirischen Untersuchungen führen die Autoren Anderson und Reeb 2003 für die USA, Sraer und Thesmar 2007 und Barrontini und Caprio 2006 für Europa, bzw. Jaskiewicz 2006, Leiber 2008 und Andres 2008 für Deutschland zumindest größtenteils auf diese Argumente zurück. Zudem zählen möglicherweise auch hohe Motivation und Identifikation mit dem Unternehmen, Erfahrung und Wissensvorsprung in speziellen Technologien, Produkten oder Märkten zu den Erfolgsfaktoren von Familienunternehmen.

Die Charakteristika von Familienunternehmen können auch negative Aspekte für Investoren bedeuten. So sind Familienunternehmen häufig weniger stark diversifizierte Unternehmen (Schmid et al. 2008) und könnten damit größeren Risiken ausgesetzt sein. Ebenso können Familienunternehmen einem so starken Familieneinfluss unterliegen, dass Kraft des Einflusses Familienangehörige systematisch bevorzugt und protektioniert werden. Vergleichsweise schlechte Managementleistungen werden gegebenenfalls nicht sanktioniert. Zudem kann die restriktive Mittelaufnahme in Unternehmen mit einer eher konservativen Finanzierungspolitik, die auf eine niedrige Verschuldungsquote abzielt, zu Einschränkungen bei der Realisierung von tendenziell wertsteigernden Projekten führen. Hier wird der Großaktionär-Kleinaktionär-Konflikt deutlich: Vorteile seitens der Familie bedeuten nicht per se eine vorteilhafte Strategie für Minderheitsaktionäre.

Zusammenfassend betrachtet sind die Unternehmensziele sehr stark durch die Familie geprägt und müssen nicht mit den Zielen von Minderheitsaktionären übereinstimmen (Fama und Jensen 1983). Zielkonflikte können neben Familien- und Nicht-Familieneigentümern aber auch zwischen unterschiedlichen Familienaktionären entstehen, insbesondere wenn die Familienbasis aufgrund des Alters des Unternehmens erweitert ist und mehrere Generationen Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen (Villalonga und Amit 2006, Miller et al. 2007).

Aus den aufgeführten Gründen ist die Entwicklung eines Aktienindex für den besonderen Unternehmenstyp Familienunternehmen nicht nur aus wissenschaftlicher Perspektive interessant, sondern auch von hoher praktischer Relevanz. Dabei steht aus einem wissenschaftlichen Blickwinkel nicht die Unternehmensperformance im Vordergrund, sondern die Möglichkeit, börsennotierte Familienunternehmen in der öffentlichen Wahrnehmung zu stärken, ihnen am Kapitalmarkt ein „Gesicht“ zu verleihen und ihre Charakteristika zu beobachten.

3. Konzeption der DAXplus Family Indizes

3.1. Auswahlkriterien der DAXplus Family Indizes

Der DAXplus Family setzt sich aus den Stammaktien deutscher und internationaler Familienunternehmen im Prime Standard der Deutschen Börse zusammen und bildet die Performance dieser Unternehmensgruppe ab. Als Familienunternehmen werden im Rahmen des Indexkonzepts solche Unternehmen klassifiziert, in denen die Gründerfamilie einen maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftspolitik ausübt.

Dieser Einfluss kann über zwei Kanäle erfolgen: Entweder über einen signifikanten Eigentumsanteil der Familie¹¹ und/oder durch Posten in Führungs- oder Kontrollgremien, d.h. Vorstand oder Aufsichtsrat in Verbindung mit einem geringeren Eigentumsanteil in Familienbesitz. Als Familienunternehmen qualifizieren sich daher im Sinne des Index alle Unternehmen des Prime Standards, die eines der folgenden Kriterien erfüllen:

- 1) Die Gründerfamilie hält mindestens einen 25-prozentigen Stimmrechtsanteil am Unternehmen und verfügt somit über die Sperrminorität.¹²
- 2) Die Gründerfamilie ist in Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten und besitzt mindestens einen Stimmrechtsanteil am Unternehmen von 5 Prozent.

Für alle Unternehmen des Prime Standards wurden die Gründer in öffentlich verfügbaren Quellen recherchiert und dokumentiert.¹³ Der Name der Gründerfamilie(n) gilt als Qualifikationskriterium für die Familienaktionäre bzw. Mandatsträger aus der Familie. Unter dem Begriff Gründerfamilie werden sowohl Einzelgründer als auch Gründerteams und deren jeweilige Familien zusammengefasst. Zusätzlich werden aber unabhängig vom Familiennamen auch weitere öffentlich verfügbare Informationen zur Bestimmung der Familienzugehörigkeit berücksichtigt.¹⁴

Die Erstzusammensetzung zur Einführung des DAXplus Family am 4. Januar 2010 beinhaltete 123 für den Index qualifizierte Unternehmen. Die größten Indexwerte waren Thyssen Krupp, SAP, Henkel, Metro und Aixtron.

¹¹ Ein signifikanter Familieneinfluss wird auch dann berücksichtigt, wenn die (Gründer-)Familie über eine Zwischengesellschaft – aus steuerlichen Gründen oder Gründen der Haftung – Einfluss nimmt. Gleiches gilt für den Einfluss mittels einer Stiftung.

¹² Gemäß dem Deutschen Aktiengesetz erfordern einige wichtige Beschlüsse, wie beispielsweise Kapitalerhöhungen, die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern, Fusionen, Änderungen der Satzung sowie die Liquidation der Aktiengesellschaft eine 75-prozentige Mehrheit. Verfügt ein (oder mehrere) Aktionär(e) über eine „Sperrminorität“ von 25 Prozent der Aktien, so kann der Aktionär oder die Aktionärsgruppe diese Beschlüsse blockieren.

¹³ Insbesondere wurden zur Recherche der Gründer die Datenbank Hoover's des Datenanbieters Dun & Bradstreet, Informationen auf den Unternehmenswebseiten, sowie weitere öffentliche Quellen verwendet.

¹⁴ Bekannt ist beispielsweise, dass Simone Bagel-Trah eine Ur-Ur-Enkelin von Fritz Henkel, dem Gründer des Düsseldorfer Unternehmens Henkel, ist und seit 23. September 2009 den Posten der Aufsichtsratsvorsitzenden des Unternehmens übernommen hat.

3.2. Berechnung der DAXplus Family Indizes

Die Berechnung des DAXplus Family folgt dem Indexstandard der Deutschen Börse, der eine Gewichtung der Einzelwerte im Index anhand der Marktkapitalisierung der frei handelbaren Aktien vorsieht.¹⁵ Da in der Konzeption des DAXplus Family die Kontrollverhältnisse für die Identifikation der Familienunternehmen eine besondere Rolle spielen, werden nur die Stammaktien der Unternehmen berücksichtigt.

Eine Überprüfung der Indexzusammensetzung und die entsprechenden Anpassungen werden vierteljährlich durchgeführt, wobei der Verkettungstermin jeweils der dritte Freitag im Quartalsendmonat ist. Die Xetra-Schlusskurse an diesem Tag bilden die Grundlage der Anpassungen. Die neuen Gewichtungen und gegebenenfalls neuen Indexkomponenten werden am darauf folgenden Handelstag eingeführt. Das Gewicht jedes Einzelwerts im DAXplus Family darf zum Verkettungstermin einen Anteil von 10% nicht übersteigen. Daher gehen die besonders großen Werte unter Umständen nicht mit ihrem vollen Gewicht in den Index ein, sondern werden bei 10% gekappt.

Die Deutsche Börse versucht zur besseren Vergleichbarkeit für eine Mehrheit der Indizes ein gemeinsames Basisdatum, meist den 30. Dezember 1987, zu wählen. Da jedoch einige Segmente, wie der Prime Standard oder Entry Standard, erst später eingeführt wurden und erst in 2002 auf eine Berechnung anhand der Freefloat-Marktkapitalisierung umgestellt wurde, ergibt sich für einige Indizes ein späteres Basisdatum. Der DAXplus Family ist mit einer Basis von 1000 Punkten auf den 24. Juni 2002 als Basisdatum indexiert.

Im folgenden Abschnitt wird auf die genaue Vorgehensweise bei der Berechnung der Indizes eingegangen.¹⁶ Wie alle Indizes der Deutschen Börse wird auch der DAXplus Family anhand der folgenden Laspeyres-Formel berechnet:

$$\text{Index}_t = K_T * \frac{\sum_{i=1}^n p_{it} * q_{iT} * ff_{iT} * c_{it}}{\sum_{i=1}^n p_{i0} * q_{i0}} * \text{Basis}$$

Für jede Aktie, die zu einem Verkettungstermin neu in den Index aufgenommen wird, werden die Anfangswerte festgehalten: p_{i0} erfasst den Schlusskurs der Unternehmensaktie i am Handelstag vor der Aufnahme in den Index und q_{i0} gibt die entsprechende Anzahl der Aktien an. Insgesamt beläuft sich die Anzahl der Unternehmensaktien im Index auf n einzelne Werte. Im DAXplus Family 30 ist n auf 30 festgelegt, wohingegen die Anzahl der Unternehmensaktien im DAXplus Family als All-Share-Index variieren kann. Der Faktor q_{iT} ergibt sich aus der Anzahl der Aktien i am letzten Verkettungstermin T . Er wird als Wert unverändert für die Berechnung bis zum nächsten Verkettungstermin übernommen, wenn das Unternehmen im Index nicht mehr als 10% der Indexmarktkapitalisierung ausmacht. Anderenfalls verringert (kappt) die Deutsche Börse diesen Faktor q_{iT} so, dass das Gewicht des Einzelwerts im Index auf 10% begrenzt ist. Auch der Freefloat-Faktor der Unternehmensaktie i wird vierteljährlich bei der Verkettung zum Zeitpunkt T aktualisiert und geht als ff_{iT} in die Indexformel ein.

Der DAXplus Family und DAXplus Family 30 werden minütlich während der Handelszeiten als Performanceindex und täglich zu den jeweiligen Schlusskursen als Kursindex berechnet. Die Berechnungen basieren auf Xetra-Preisen. Der aktuelle Kurs der Unternehmensaktien i zum jeweiligen Berechnungszeitpunkt t wird durch p_{it} er-

¹⁵ Zum Vorgehen bei der Ermittlung des Streubesitzanteils (Freefloat) einer Aktien-Gattung und somit der Gewichtung des Unternehmens in den Indizes, vgl. Deutsche Börse 2010.

¹⁶ Weitere Details können auch dem „Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse“ entnommen werden (Deutsche Börse 2010).

fasst. Mit Hilfe des Korrekturfaktors c_{it} werden Einflüsse, wie Kapitalveränderungen, die den Kurs der Unternehmensaktien i und somit den Kurs des entsprechenden Performanceindex beeinflussen und zum Zeitpunkt t stattfinden, bereinigt.¹⁷ Dabei wird eine Reinvestition der Ausschüttungen oder sonstigen Erträge angenommen. Bei der vierteljährlichen Verkettung werden die Erträge dann gemäß den neu ermittelten Gewichten auf die verschiedenen Indexkomponenten verteilt, es wird also eine Investition in den gesamten Index unterstellt. Um dies im Indexkonzept umzusetzen, werden die unternehmensaktienspezifischen Korrekturfaktoren c_{it} zu diesem Termin auf den Wert 1 gesetzt. Am Verkettungstermin, an dem wie oben beschrieben die neue Indexzusammensetzung, die Anzahl der jeweiligen Unternehmensaktien und deren Streubesitzfaktor bestimmt sowie die Korrekturfaktoren auf 1 gesetzt werden, soll ein Indexsprung vermieden werden. Aus diesem Grund wird zum Verkettungszeitpunkt T der indexspezifische Verkettungsfaktor K_T errechnet, durch den ein stetiger Verlauf des Index ermöglicht wird.

4. Einordnung der DAXplus Family Indizes in die Indexlandschaft

4.1. DAXplus Family Indizes als Strategieindizes

Die Deutsche Börse berechnet mehr als 3.000 Indizes zu verschiedenen Assetklassen. Der DAXplus Family und der DAXplus Family 30 gehören zur Klasse der Aktienindizes. Grundsätzlich können beide Indizes als Strategieindizes bezeichnet werden, da die Indexwerte nach eindeutig festgelegten Auswahlkriterien ausgewählt werden. Die Investition in börsennotierte Familienunternehmen kann dabei als eine Anlagestrategie interpretiert werden. Für alle im Prime Standard¹⁸ der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten deutschen und internationalen Unternehmen werden die Gründer recherchiert und die Eigentümerstrukturen, sowie Aufsichtsrats- und Vorstandsmandate bestimmt. Gemäß den festgelegten und in 3.1. näher erläuterten Kriterien werden anhand dieser Informationen die relevanten Familienunternehmen identifiziert und nach den Indexbestimmungen der Deutschen Börse im All-Share-Index DAXplus Family zusammengefasst. Der Auswahlindex DAXplus Family 30 zeichnet die Performance der 30 nach Freefloat-Marktkapitalisierung größten Familienunternehmen ab und bietet durch diese Auswahl, kombiniert mit den Mindestanforderungen an das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen der Aktien, ein liquides und handelbares Instrument für indexbasierte Finanzprodukte.

4.2. Gegenüberstellung der DAXplus Family Indizes und des German Entrepreneurial Index (GEX)

Wie der DAXplus Family ist auch der German Entrepreneurial Index (GEX) ein Kooperationsprojekt der Deutschen Börse mit dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der TU München. Die offizielle Berechnung des GEX durch die Deutsche Börse startete mit der Erstnotierung des Index am 3. Januar 2005.

¹⁷ Zu bereinigende Einflussfaktoren sind beispielsweise Bardividenden, Aktiendividenden, Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen, Nennwertveränderungen, Aktiensplits, Bezugsrechte auf andere Aktiegattungen oder Kapitalinstrumente, Spin-Offs oder Übernahmen. Weitere Fälle und eine genaue Erläuterung zur Berechnung des Faktors c_{it} in den einzelnen Fallvarianten sind im Indexleitfaden der Deutschen Börse aufgeführt (vgl. Deutsche Börse 2010).

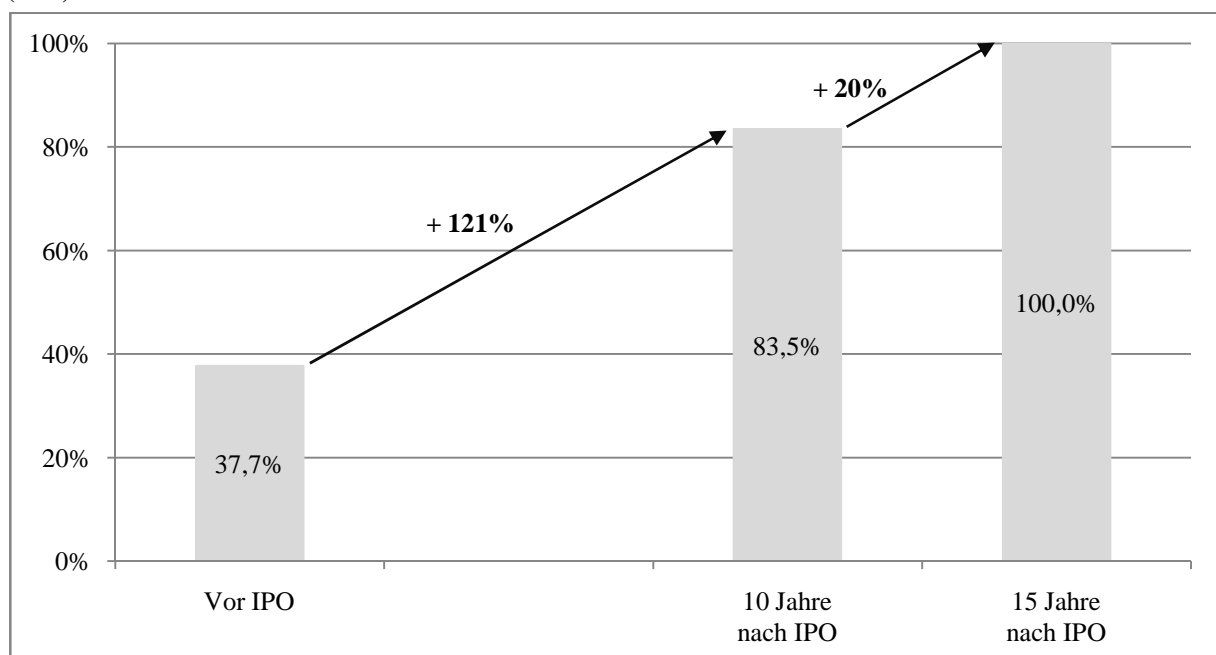
¹⁸ Unternehmen, deren Börsengang im EU-regulierten Markt erfolgt, können an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard oder dem restriktiveren Marktsegment Prime Standard gelistet werden. An Unternehmen im Prime Standard werden zusätzlich zur Erfüllung der Zulassungsfolgenpflichten des General Standard weitere hohe Transparenzanforderungen gestellt, wie Veröffentlichung von Quartalsfinanzberichten in deutscher und englischer Sprache, Durchführung einer jährlichen Analystenkonferenz und Verfassen von Ad-hoc-Mitteilungen auch in englischer Sprache.

Sowohl der GEX als auch der DAXplus Family enthalten Unternehmen, die nach bestimmten Kriterien aus allen im Prime Standard der Deutschen Börse gelisteten Unternehmen ausgewählt werden. Der GEX setzt sich aus allen deutschen, eigentümergeführten Unternehmen, deren Börsengang nicht länger als zehn Jahre zurückliegt, zusammen, wohingegen der DAXplus Family explizit auf deutsche und internationale (Gründer-)Familienunternehmen abzielt. Die sogenannten Entrepreneurial Firms, deren Performance der GEX abbildet, kennzeichnen sich durch Eigentümerdominanz („Insider Ownership“). Dies bedeutet, dass die Mitglieder der Unternehmensleitung bedeutende (Mit-)Eigentümer des Unternehmens sind. Der Anteilsbesitz dieser Personengruppe schließt auch Familien sowie ehemalige Mitglieder des Vorstands oder Aufsichtsrats ein. An allen Stammaktien muss der Anteilsbesitz zwischen 25 und 75 Prozent liegen um das erste Aufnahmekriterium für den GEX zu erfüllen. Als zweites Kriterium wird das Post-IPO-Alter berücksichtigt: der Zeitpunkt der ersten Ausgabe von Stammaktien darf höchstens 10 Jahre zurückliegen.

Beide Auswahlkriterien des GEX sind durch wissenschaftliche Untersuchungen motiviert. Studien zeigen, dass Insider Ownership einen positiven Einfluss auf die Entwicklung eines Unternehmens nehmen kann. Aus diesem Grund werden in den GEX nur Unternehmen aufgenommen, die über eine entsprechende Eigentümerstruktur verfügen. Die Einführung eines 10 Jahres-Kriteriums ergibt sich aus beobachteten Mustern in der Unternehmensentwicklung nach einem Börsengang. Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Wachstumsphase eines Unternehmens nach einem Börsengang in der Regel 10 Jahre dauert. In dieser Zeit vollzieht sich ein Übergang von einem eigentümergeleiteten Unternehmen hin zu einer etablierten Publikumsgesellschaft.

Abbildung 1 zeigt die Ergebnisse empirischer Untersuchungen im Hinblick auf das Eigenkapitalwachstum eines Unternehmens nach dem Börsengang (Achleitner et al. 2009a). Wenn ein Unternehmen an die Börse geht, erhöht sich das Eigenkapital in den ersten zehn Jahren nach der Erstnotiz um 121 Prozent, in den darauf folgenden fünf Jahren nur noch um 20 Prozent.¹⁹

Abbildung 1: Eigenkapitalwachstum von Unternehmen in den ersten 15 Jahre nach dem Börsengang (IPO)²⁰



¹⁹ Vgl. z.B. Achleitner et al. 2005.

²⁰ Vgl. Achleitner et al. 2009a.

Der GEX ist somit ein Indikator für die Wertentwicklung junger, eigentümergeleiteter Unternehmen an der Börse, die sich in der Übergangsphase zu einer vollständigen Publikumsgesellschaft befinden. Er verleiht diesen Entrepreneurial Firms Visibilität am Kapitalmarkt und bildet ihre Performance in der Phase ab, in der die Wachstumsfinanzierung für sie eine herausragende Rolle spielt.

Der DAXplus Family legt den Fokus auf einen anderen Unternehmenstyp, indem er das Segment der Familienunternehmen abbildet. Diese Unternehmen stehen - abhängig von der Definition – für etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung der Nicht-Finanzunternehmen des deutschen Kapitalmarkts.²¹ Ein Unternehmen qualifiziert sich im Sinne des DAXplus Family Index als Familienunternehmen, wenn die Gründerfamilie einen ausreichend hohen Anteil der Stammaktien hält oder neben dem Anteilsbesitz auch in Vorstand bzw. Aufsichtsrat vertreten ist.²² Die Gründerfamilie kann somit über Stimmrechtsanteile oder in Kombination mit Vorstands- oder Aufsichtsratsmandat aktiv Einfluss auf die Unternehmensführung bzw. -kontrolle nehmen.

In vielen Familienunternehmen sind die Mitglieder der Gründerfamilie gleichzeitig Blockaktionäre und Mitwirkende in der Unternehmensleitung. Erfüllt das Unternehmen aufgrund dieser Doppelrolle der Familie die Kriterien des GEX für Insider Ownership und ist das Unternehmen maximal 10 Jahren an der Börse notiert, sollte das Unternehmen im DAXplus Family und im GEX vertreten sein. Von 45 Unternehmen, die am 15. Juli 2010 im GEX geführt werden, sind 32 Werte auch im DAXplus Family, der zu diesem Zeitpunkt 119 Unternehmen umfasst, vertreten. Von den 30 Unternehmen im DAXplus Family 30 finden sich 6 Unternehmen auch im GEX.²³

Wie der GEX erfüllt auch der DAXplus Family Index eine wichtige Informationsfunktion, indem er die Entwicklung familiengeführter bzw. familiendominierter Unternehmen in Deutschland abbildet. Er kann börsennotierten sowie nicht börsennotierten Familienunternehmen als Benchmark für den eigenen Unternehmenserfolg dienen. Beide Indizes folgen den Indexstandards der Deutschen Börse. Die Zusammensetzung wird in vierteljährlichen Abständen zu den Verkettungsterminen der Aktienindizes der Deutschen Börse (jeweils der dritte Freitag im Quartalsendmonat) aktualisiert, d.h. es bleiben nur diejenigen Werte im Index, die die geforderten Kriterien erfüllen und es werden gegebenenfalls neue Werte aufgenommen. Der Stichtag, zu dem die Kriterien überprüft werden, ist der sieben Wochen vor dem Verkettungstermin liegende Freitag. Die Gewichtung erfolgt nach der Marktkapitalisierung des Freefloat-Anteils, wobei das Gewicht eines einzelnen Wertes auf 10% begrenzt wird.

²¹ Vgl. Achleitner et al. 2009b.

²² Die genauen Auswahlkriterien sind in Abschnitt 3.1. detailliert dargestellt.

²³ Folgende Unternehmen sind sowohl im DAXplus Family 30 als auch im GEX am 15. Juli 2010 enthalten: Asian Bamboo AG, Bauer AG, Centrotherm Photovoltaics AG, Fielmann AG, KWA Saat AG und Wacker Chemie AG.

4.3. Gegenüberstellung der DAXplus Family Indizes und weiterer verwandter „Familienindizes“

Neben dem DAXplus Family Index gibt es zwei weitere verwandte Indizes, der HAFixD und der Credit Suisse Family Index. Während der HAFixD sich primär in der zugrundeliegenden Definition von dem DAXplus Family unterscheidet, da es sich beim HAFixD tatsächlich um einen Index für inhaberkontrollierte Unternehmen handelt, weicht der Credit Suisse Family Index vom DAXplus Family hauptsächlich in der zugrundeliegenden Grundgesamtheit, d.h. der regionalen Auswahl der Indexunternehmen, ab.

Zunächst zum HAFixD, dem Hauck & Aufhäuser Familienindex Deutschland. Der HAFixD wurde von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers konzipiert und wird seit dem 01.11.2007 als Kurs- und Performanceindex berechnet. Der HAFixD setzt sich aus 20 deutschen, inhaberkontrollierten Aktiengesellschaften zusammen und bildet deren Aktien-Performance ab. Als inhaberkontrolliert gilt ein Unternehmen, bei dem ein oder mehrere private Großaktionäre über eine Sperrminorität verfügen, d.h. einen Anteil von mind. 25% der Stimmrechte halten. Die Stimmrechte können direkt oder indirekt gehalten werden und auch Unternehmen, bei denen eine andere inhaberkontrollierte AG mindestens 25% hält, können in den HAFixD aufgenommen werden. Sind die privaten Großaktionäre eines Unternehmens auch in Vorstand oder Aufsichtsrat präsent, ist ein Stimmrechtsanteil von 20% ausreichend für eine Aufnahme in den Index. Ein weiteres Auswahlkriterium stellt der Unternehmenssitz dar, für eine Aufnahme in den Index in Deutschland liegen muss. Aus allen Unternehmen, die diese Kriterien erfüllen, wird eine Rangliste gebildet, die die Unternehmen nach der gesamten Marktkapitalisierung aller Wertpapiergattungen²⁴ und der Aktienliquidität²⁵ sortiert. Aus diesen Unternehmen wird eine Auswahl von 20 Werten getroffen. Das Entscheidungsgremium kommuniziert die zukünftige Zusammensetzung des HAFixD, d.h. die Auswahl der 20 Werte, spätestens 2 Wochen vor den Verkettungsterminen, die wie auch beim DAXplus Family jeweils auf den dritten Freitag im Quartalsendmonat festgelegt sind.

Im Gegensatz zu den Indizes der Deutschen Börse, die nach Freefloat-Anteilen kapitalgewichtet sind, werden die ausgewählten Werte im HAFixD unabhängig von ihrer Größe gleichgewichtet. Die Gewichte verändern sich abhängig von der Performance der Einzelwerte im Zeitablauf und werden jeweils zum Verkettungstermin wieder auf 5% zurückgesetzt. Die Gleichgewichtung der einzelnen Werte wird begründet durch den Investmentfokus auf die Überlegenheit inhaberkontrollierter Unternehmen. Der Index ermöglicht eine Investition zu gleichen Teilen in einzelne Unternehmen, die in ihrer Summe das Portfolio des HAFixD bilden.

Eine Überschneidung mit dem DAXplus Family kann zum 15. Juli 2010 für 9 Werte festgestellt werden.²⁶ Alle 9 Unternehmen sind auch unter den 30 Indexwerten des DAXplus Family 30, womit verdeutlicht wird, dass sowohl der HAFixD als auch der DAXplus Family 30 nur die großen Familienunternehmen und somit nur die liquiden Werte berücksichtigen. Neben dem HAFixD konzipierte Hauck & Aufhäuser auch den HAFixe, ein Familienunternehmensindex für europäische Werte. Der HAFixe setzt sich aus 30 Werten europäischer, inha-

²⁴ Die Wertpapiergattungen umfassen Stammaktien, Vorzugsaktien und Genussscheine. In den Indexauswahlkriterien des DAXplus Family werden nur die Stammaktien berücksichtigt.

²⁵ Im Hinblick auf die Marktkapitalisierung gilt als Mindestanforderungen für eine Aufnahme in den HAFixD, dass das Unternehmen nicht unter Rang 25 bei der Sortierung nach Marktkapitalisierung liegen darf. Zudem wird ein Wert nur aufgenommen, wenn er über eine hohe Liquidität verfügt und der Börsenumsatz mindestens 5 Mio. € beträgt.

²⁶ Folgende Aktien sind zum 15. Juli 2010 im HAFixD und im DAXplus Family repräsentiert: Fielmann AG, Metro AG, SAP AG, SMA Solar Technology AG, Software AG, Solarworld AG, United Internet AG, Vossloh AG und Wacker Chemie AG. Die Vorzugsaktien der Fresenius AG kommen als Indexwert im HAFixD vor, die Stammaktien der Fresenius AG sind Teil des DAXplus Family. Diese Konstellation gilt auch für die Henkel AG & Co. KGaA.

berkontrollierter Aktiengesellschaften zusammen. Der europäische Index folgt konzeptionell und in der technischen Umsetzung den Regeln des deutschen Index HAFixD und wird daher in diesem Beitrag nicht weiter erläutert.

Der zweite bereits erwähnte Index zu Familienunternehmen ist der Credit Suisse Family Index, der von der Bank Credit Suisse erstmalig am 29. Januar 2007 öffentlich berechnet wurde. Der Index setzt sich aus familiengeführten Unternehmen zusammen, die entweder an einer regulierten Börse in den USA oder in Europa gelistet sein können. Familiengeführt, im Sinne des Credit Suisse Family Index, ist ein Unternehmen, wenn die Gründerfamilie oder deren Nachkommen gemeinsam einen Anteil von mehr als 10% des Unternehmenskapitals halten und die familiären Beteiligungen durch ein gemeinsames Management, welches die Entscheidungen aller Familienmitglieder vertritt, gesteuert werden. Neben den gründerdominierten Unternehmen, lässt der Credit Suisse Family Index auch Unternehmen für den Index zu, wenn ein familienexterner, jedoch langfristig orientierter Investor²⁷ eine Beteiligung von mehr als 10% an einem Unternehmen erwirbt. In den Index werden nur Unternehmen mit einer bestimmten Mindestgröße und einer ausreichenden Liquidität aufgenommen. Die Unternehmen werden mit Hilfe eines eigenen Bewertungssystems der Credit Suisse klassifiziert und aus dem gesamten Unternehmenssample werden die 40 besten Werte in den Index aufgenommen.²⁸ Diese Werte werden im Credit Suisse Family Index zum jeweiligen Verkettungstag gleich, d.h. mit je 1/40, gewichtet. Eine Überprüfung der Indexzusammensetzung sowie die Verkettung und Zurücksetzung auf die Ursprungsgewichte findet halbjährlich, am letzten Werktag im Februar und August eines jeden Jahres, statt.

In Tabelle 1 werden die zentralen Merkmale der genannten Familienindizes dargestellt. Zu den zentralen Merkmalen zählen die Konstruktionskriterien zur Auswahl der Indexunternehmen sowie die technischen Merkmale der Indexberechnung.

²⁷ Ein Investor wird als langfristiger Anleger eingestuft, wenn er die Mehrheit seiner zurückliegenden Beteiligungen für mehr als fünf Jahren gehalten hat. Bei einer mehrheitlich kürzeren Haltedauer wird von einem spekulativen Analagestil oder einem finanzorientierten Investor ausgegangen und eine Aufnahme des Unternehmens in den Index wird ausgeschlossen.

²⁸ Die Kriterien des Bewertungssystems der Credit Suisse, das so genannte HOLT System, beziehen sich auf die Unterbewertung eines Unternehmens, eine gute Börsendynamik sowie eine gute Unternehmensperformance.

Tabelle 1: Gegenüberstellung der zentralen Merkmale der Familienindizes von der Deutschen Börse (DAXplus Family Indizes), Hauck & Aufhäuser (HAFixD und HAFixE) und Credit Suisse (Credit Suisse Family Index)

	DAXplus Family	DAXplus Family 30	HAFixD	HAFixE	Credit Suisse Family Index
Einflussgruppe	Gründerdominiert	Gründerdominiert	Inhaberkontrolliert	Inhaberkontrolliert	Gründer- oder Inhaberkontrolliert
Einflusskriterien	Eigentum und Unternehmensleitung	Eigentum und Unternehmensleitung	Eigentum und Unternehmensleitung	Eigentum und Unternehmensleitung	Eigentum und Unternehmensleitung
Werte	Variabel ²⁹	30	20	30	40
Indexkonzept	All-Share Index	Auswahlindex	Auswahlindex	Auswahlindex	Auswahlindex
Basis	Alle Unternehmen mit Listing im Prime Standard	Alle Unternehmen mit Listing im Prime Standard	Börsennotierte Unternehmen mit Sitz in Deutschland	Börsennotierte Unternehmen mit Sitz in Westeuropa	Alle Unternehmen mit Listing im regulierten Markt in USA oder in Europa
Verkettung	Vierteljährlich	Vierteljährlich	Vierteljährlich	Vierteljährlich	Halbjährlich
Gewichtung	(Freefloat)-Kapitalgewichtet	(Freefloat)-Kapitalgewichtet	Gleichgewichtet	Gleichgewichtet	Gleichgewichtet
Kappung	10% zum Verkettungszeitpunkt	10% zum Verkettungszeitpunkt	Keine (jeder Wert 5% zum Verkettungszeitpunkt)	Keine (jeder Wert 3,33% zum Verkettungszeitpunkt)	Keine (jeder Wert 2,5% zum Verkettungszeitpunkt)

5. Deskriptive Angaben zu den DAXplus Family Indizes

5.1. Überblick

Seit dem 4. Januar 2010 werden der DAXplus Family und der DAXplus Family 30 als Performance- und Kursindex offiziell berechnet. Eine Kurshistorie existiert jedoch für beide Indizes ab dem 24. Juni 2002. Auf Basis dieser Rückrechnung sowie des Indexverlaufs seit der Börseneinführung werden im folgenden Abschnitt die Charakteristika und Merkmalsausprägungen der im Index zusammengefassten Familienunternehmen dargestellt. Zudem wurde der Kursverlauf, die erzielte Rendite und das Risiko des DAXplus Family und des DAXplus Family 30 im Kontext mit anderen, bekannten und weitläufig verwendeten Indizes der Deutschen Börse analysiert. Die ermittelten Kennzahlen geben einen Überblick zum Rendite-Risiko-Profil einer solchen Anlage und zeigen, inwiefern der Kursverlauf der Aktien börsennotierter Familienunternehmen mit der Aktien-Performance anderer Unternehmensformen vergleichbar ist.

Für die Ermittlung der Indexzusammensetzung des DAXplus Family werden alle Unternehmen des Prime Standards als Familien- oder Nicht-Familienunternehmen im Sinne des Index eingestuft. Zum 15. Juli 2010 sind im Prime Standard 366 Unternehmen zusammengefasst, die zum letzten Verkettungstermin³⁰ in Summe für eine Freefloat-Marktkapitalisierung von gerundet 675 Mrd. € stehen.

²⁹ In der Erstzusammensetzung am 04. Januar 2010 waren 123 Unternehmen im DAXplus Family vertreten.

³⁰ Die letzte Verkettungstermin fand am dritten Freitag des letzten Quartalsmonats statt, d.h. dem 18. Juni 2010.

Im Prime Standard sind vorwiegend deutsche, aber auch internationale Unternehmen gelistet. Die Verteilung nach den ISIN-Ländercodes³¹ stellt sich wie in Tabelle 2 gezeigt dar.

Tabelle 2: Einteilung der Unternehmen im Prime Standard nach ISIN-Ländercodes am 15. Juli 2010

	Anzahl Unternehmen mit einem bestimmten ISIN-Ländercode	Freefloat-Marktkapitalisierung der Unternehmen (Mrd. €)
FR	1	0,2
AT	5	0,1
CH	4	0,9
DE	338	661,0
GB	2	0,8
IL	3	0,0
LU	5	0,8
NL	6	10,7
US	2	0,6
GESAMT	366	675,1

Der DAXplus Family besteht zum 15. Juli 2010 aus 119 Unternehmen und die Freefloat-Marktkapitalisierung der Indexunternehmen betrug zum letzten Verkettungstermin 40,5 Mrd. €.³² Somit sind 4 Unternehmen³³ seit der Erstzusammensetzung aus dem Index ausgeschieden. Obwohl etwa ein Drittel der Prime Standard Unternehmen als Familienunternehmen im Sinne des Index zu klassifizieren ist, beträgt die Indexkapitalisierung des DAXplus Family nur knapp 6% der Indexkapitalisierung des Prime Standard All-Share. Der DAXplus Family 30 umfasst die 30 größten im Prime Standard notierten Familienunternehmen und kommt auf eine Freefloat-Marktkapitalisierung zum letzten Verkettungstermin von 31,8 Mrd. € und deckt somit 79% der Indexkapitalisierung des DAXplus Family ab.

5.2. Verteilung der Merkmalsausprägungen

Die meisten Familienunternehmen sind durch den Einfluss der Familie über Eigentumsanteile und der Mitwirkung in der Unternehmensleitung geprägt. Von den 123 Unternehmen, die in der Erstzusammensetzung des DAXplus Family am 4. Januar 2010 enthalten waren, halten die Gründerfamilien im Durchschnitt 41% (Median 47%) an dem jeweiligen Unternehmen. Bei 117 Unternehmen und damit bei über 95% der im DAXplus Family enthaltenen Familienunternehmen ist die Familie im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten. In Tabelle 3 wird die Bedeutung der verschiedenen Einflussfaktoren durch die Familien genauer dargestellt.

³¹ Der Ländercode zeigt, in welchem Land die ISIN für die Aktie beantragt wurde. Der Firmensitz muss dabei nicht mit dem Land übereinstimmen, das im Ländercode angezeigt wird.

³² Die Berechnung der Freefloat-Marktkapitalisierung des DAXplus Family berücksichtigt die Kappung des Gewichts der Einzelkomponenten bei 10%, wohingegen die meisten All-Share-Indizes der Deutschen Börse und somit auch der Prime Standard All-Share von dieser Kappungsgrenze ausgenommen sind.

³³ Die 8 ausgeschiedenen Unternehmen sind die Baader Bank AG, Kizoo AG, Mensch und Maschine Software SE, Sanochemia Pharmazeutika AG, Schmack Biogas AG, Valor Computerized Systems Ltd., W.O.M. World of Medicine AG sowie die Xing AG AG. Die 4 hinzugekommenen Unternehmen sind die Jaxx AG, Joyou AG, Tom Tailor Holding AG und Zooplus AG.

Tabelle 3: Einflussmöglichkeiten der Familie in den DAXplus Family-Unternehmen bei Erstzusammensetzung

	Anzahl der Unternehmen	Anteil (in %)
Familie im Vorstand	81	66%
Familie im Aufsichtsrat	55	45%
Familie im Vorstand und Aufsichtsrat	19	15%
Familie weder im Vorstand noch im Aufsichtsrat	6	5%
Anzahl der Unternehmen mit einem Eigentumsanteil kleiner als 25%	28	23%
Anzahl der Unternehmen mit einem Eigentumsanteil mit mindestens 50%	52	42%

Die meisten Familienunternehmen, die im DAXplus Family zusammengefasst sind, kommen aus den Bereichen Industrie, Software und Technologie. Jedoch sind die enthaltenen Technologieunternehmen eher kleiner, so dass bei einer Einstufung anhand der Gewichtungen im Index die Sektoren Industrie, Software und Chemie besonders stark vertreten sind. Die in Tabelle 4 dargestellten Zahlen zeigen eine breite Diversifikation des DAXplus Family, in dem 14 aus 18 Sektoren³⁴ vertreten sind. Lediglich Unternehmen aus den Bereichen Banken, Versicherungen, Versorger und Nahrungsmittel sind nicht im Index enthalten.

³⁴ Eine Einteilung der im Prime Standard gelisteten Unternehmen sowie einiger weiterer Unternehmen aus dem General und Entry Standard in 18 Sektoren erfolgt durch die Deutsche Börse. Es werden für die Unternehmen des Prime Standards 9 Supersektoren, 18 Sektoren und 63 Subsektoren unterschieden.

Tabelle 4: Sektorenverteilung des DAXplus Family, DAXplus Family 30, GEX und DAX am 15. Juli 2010³⁵

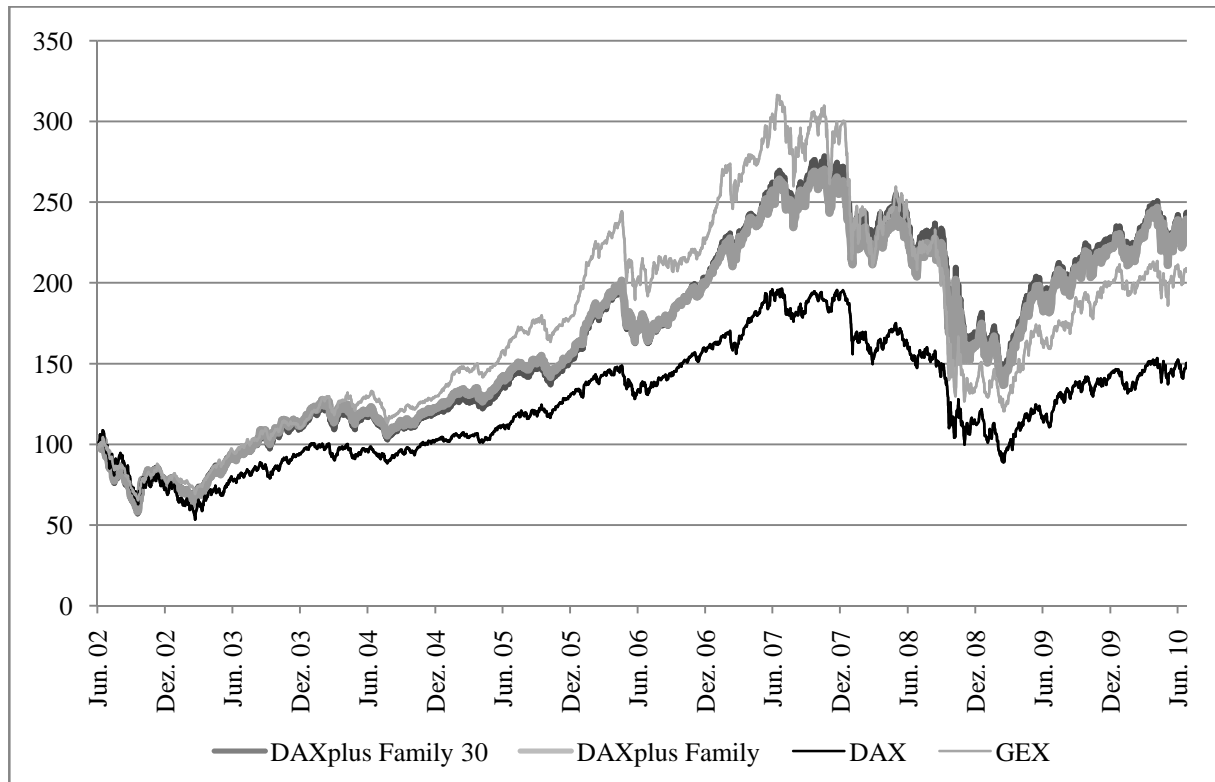
	DAXplus Family		DAXplus Family 30		GEX		DAX	
	Prozentualer Anteil und Anzahl	Gewicht im Index	Prozentualer Anteil und Anzahl	Gewicht im Index	Prozentualer Anteil und Anzahl	Gewicht im Index	Prozentualer Anteil und Anzahl	Gewicht im Index
Industrie	24,4% (29)	22,6%	30,0% (9)	21,4%	28,9% (13)	31,2%	10,0% (3)	12,9%
Software	21,0% (25)	20,1%	13,3% (4)	20,8%	15,6% (7)	3,3%	3,3% (1)	6,1%
Technologie	10,9% (13)	6,9%	3,3% (1)	6,5%	13,3% (6)	7,7%	3,3% (1)	1,0%
Pharma & Gesundheit	8,4% (10)	5,2%	3,3% (1)	4,6%	11,1% (5)	2,6%	10,0% (3)	3,1%
Handel	6,7% (8)	13,6%	6,7% (2)	12,9%	8,9% (4)	21,2%	3,3% (1)	1,1%
Finanzdienstleistung	6,7% (8)	1,7%	3,3% (1)	0,9%	8,9% (4)	3,2%	3,3% (1)	1,9%
Konsumgüter	5,0% (6)	11,9%	6,7% (2)	11,2%	-	-	10,0% (3)	3,8%
Telekommunikation	4,2% (5)	1,0%	3,3% (1)	0,8%	4,4% (2)	0,7%	3,3% (1)	5,6%
Chemie	3,4% (4)	11,2%	13,3% (4)	14,3%	2,2% (1)	16,3%	13,3% (4)	19,2%
Medien	3,4% (4)	2,7%	6,7% (2)	3,4%	-	-	-	-
Automobilbranche	1,7% (2)	1,2%	3,3% (1)	1,5%	2,2% (1)	0,6%	10,0% (3)	10,5%
Energie & Rohstoffe	1,7% (2)	0,7%	3,3% (1)	0,8%	2,2% (1)	6,3%	-	--
Transport & Logistik	1,7% (2)	0,4%	-	-	-	-	6,7% (2)	3,0%
Bauindustrie	0,8% (1)	0,6%	3,3% (1)	0,8%	2,2% (1)	6,9%	3,3% (1)	1,2%
Banken	-	-	-	-	-	-	6,7% (2)	6,6%
Versicherungen	-	-	-	-	-	-	6,7% (2)	10,8%
Versorger	-	-	-	-	-	-	6,7% (2)	13,3%
Nahrungsmittel	-	-	-	-	-	-	-	-
GESAMT	100% (119)	100%	100% (30)	100%	100% (45)	100%	100% (30)	100%

³⁵ Abweichungen bedingt durch Rundung.

5.3. Performance der DAXplus Family Indizes

Für den DAXplus Family existieren historische Werte beginnend am 24. Juni 2002. Abbildung 2 zeigt den Verlauf der Performance-Indizes DAXplus Family, DAXplus Family 30, GEX und DAX vom 24. Juni 2002 bis 15. Juli 2010.

Abbildung 2: Verlauf des DAXplus Family, DAXplus Family 30, DAX und GEX vom 24. Juni 2002 bis 15. Juli 2010 (indexiert auf 100 am 24. Juni 2002)



Die annualisierte Rendite über den betrachteten Zeitraum beträgt für den DAXplus Family 11,3%. Da der DAXplus Family 30 die größten Werte des DAXplus Family zusammenfasst, sind beide Indexverläufe stark durch diese „Schwergewichte“ geprägt und zeigen nur geringe Abweichungen. Die durchschnittliche jährliche Rendite liegt für den DAXplus Family 30 daher nur leicht höher bei 11,5%. Der GEX, der die Performance junger, inhabergeführter Unternehmen, darstellt, erreicht eine annualisierte Rendite von 9,4%. Im Vergleich hierzu erzielte der DAX, der die deutschen Blue-Chip Unternehmen umfasst und der bedeutendste Index des deutschen Kapitalmarkts ist, durchschnittlich 5,1% für den betrachteten Zeitraum.

Als ein Maß des Risikos der einzelnen Indizes über die Periode von Juni 2002 bis Juli 2010 kann die annualisierte Volatilität der täglichen Renditen herangezogen werden. Sie liegt für alle Indizes zwischen 23% und 27%, wobei die geringste Volatilität beim DAXplus Family und die höchste beim DAX zu beobachten ist.

Die Korrelation der täglichen Renditen beschreibt die Beziehung des DAXplus Family 30 mit den anderen Indizes. Die Korrelation mit dem All-Share Index DAXplus Family ist aufgrund der 30 identischen großen Werte mit 99,6% entsprechend hoch. Die Korrelation mit dem DAX liegt für den Zeitraum von Juni 2002 bis Juli 2010 bei 83,6%. Der DAXplus Family 30 weist mit dem GEX eine Korrelation von 78,0% auf. Eine übersichtliche Darstellung der Kennzahlen findet sich in Tabelle 5.

Tabelle 5: Rendite, Risiko und Korrelation des DAXplus Family, DAXplus Family 30, DAX und GEX vom 24. Juni 2002 bis 15. Juli 2010

	Rendite p.a.	Volatilität p.a.	Korrelation des DAXplus Family 30 mit dem Index
DAXplus Family	11,3%	23,0%	99,6%
DAXplus Family 30	11,5%	24,0%	100,0%
GEX	9,4%	23,5%	78,0%
DAX	5,1%	26,4%	83,6%

6. Schlussbetrachtung

Die Deutsche Börse hat in Kooperation mit dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München zwei neue Aktienindizes eingeführt, die die Entwicklung von familiendominierten Unternehmen in Deutschland abbilden. Die zentralen Aufnahmekriterien für Unternehmen in die Indizes sind ihre Notierung im Prime Standard und der signifikante Einfluss der Gründerfamilie auf die Unternehmenspolitik über Eigentumsanteile oder Mitwirkungen in den Unternehmensgremien. Ausgehend von theoretischen Überlegungen und empirischen Untersuchungen, weisen die nach den DAXplus Family-Indexkriterien selektierten Familienunternehmen besondere Charakteristika auf, die sich auf den Indexverlauf auswirken können.

Der DAXplus Family erfüllt somit eine Informations- und Benchmarkfunktion. Die besondere Gruppe der börsennotierten Familienunternehmen erhält zusätzliche Visibilität am deutschen Kapitalmarkt: Die beiden Familienunternehmensindizes unterstreichen ihre Bedeutung und rücken sie in den Blickwinkel der Anleger und der interessierten Öffentlichkeit. Sowohl börsennotierte als auch nicht börsennotierte Familienunternehmen können den DAXplus Family als Benchmark für den eigenen Unternehmenserfolg verwenden.

Dem Auswahlindex DAXplus Family 30 kann eine weitere Rolle zugewiesen werden: Er umfasst die nach Marktkapitalisierung größten 30 Unternehmen des DAXplus Family Index und kann aufgrund seiner hohen Liquidität eine Anlage- und Handelsfunktion erfüllen. Als liquider Index, der über den betrachteten Zeitraum eine Korrelation mit dem DAXplus Family All-Share-Index von 99,6% aufweist, bietet er sich als Underlying für Finanzprodukte an. Bis dato wurde ein Indexzertifikat von der Vontobel-Gruppe emittiert, das den Kursverlauf des DAXplus Family 30 abbildet.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K. / Kaserer, C. / Moldenhauer, B. (2005): German Entrepreneurial Index (GEX[®]), in: *Finanz Betrieb*, 2, S. 118-126.
- Achleitner, A.-K. / Kaserer, C. / Ampenberger, M. / Bitsch, F. (2009a): The German Entrepreneurial Index (GEX[®]) – A Primer on an Ownership-Based Style Index in Germany, CEFS-Working Paper 2009-13, Technische Universität München.
- Achleitner, A.-K. / Kaserer, C. / Kauf, T. / Günther, N. / Ampenberger, A. (2009b): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Ampenberger, M. / Schmid, T. / Achleitner, A.-K. / Kaserer, C. (2010): Capital structure decisions in family firms – Empirical evidence from Germany, CEFS-Working Paper 2009-5, Technische Universität München.
- Anderson, R. C. / Reeb, D. M. (2003): Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, in: *The Journal of Finance*, 58(3), S. 1301-1327.
- Andres, C. (2008): Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership, in: *Journal of Corporate Finance*, 14, S. 431-445.
- Barontini, R. / Caprio, L. (2006): The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe, in: *European Financial Management*, 12(5), S. 689-723.
- Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): The structure of corporate ownership: Causes and consequences, in: *Journal of Political Economy*, 93(6), S. 1555-1177.
- Demsetz, H. / Villalonga, B. (2001): Ownership structure and corporate performance, in: *Journal of Corporate Finance*, 7, S. 209-233.
- Deutsche Börse (2010): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse v. 6.13, http://dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Equity_L_6_13_d.pdf, (12.07.2010).
- European Commission (2009): Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies, Final report of the expert group, Brussels.
- Faccio, M. / Lang, L. H. (2002): The ultimate ownership of Western European corporations, in: *Journal of Financial Economics*, 65, S. 365-395.
- Fama, E. F. / Jensen, M. C. (1983): Separation of ownership and control, in: *Journal of Law and Economics*, 26, S. 301-325.
- Franks, J. / Mayer, C. (2001): Ownership and control of German corporations, in: *The Review of Financial Studies*, 14(4), S. 943-977.
- Goergen, M. / Manjon, M. C. / Renneboog, L. (2008): Recent developments in German corporate governance, 28, S. 175-193.
- Hauer, A. / Heger, D. / Keese, D. / Licht, G. / Niefert, M. / Schramm, T (2009): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Stiftung Familienunternehmen, Stuttgart.
- James, H. S. (1999): Owner as Manager, Extended horizons and the family firm, in: *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), S. 41-55.
- Jaskiewicz, P. (2006): Performance-Studie börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland, Frankreich und Spanien, Dissertation European Business School (ebs).
- Jensen, M. C. / Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3(4), S. 305-360.
- Kaserer, C. / Moldenhauer, B. (2007): Insider ownership and corporate performance: evidence from Germany, in: *Review of Managerial Science*, 2(1), S. 1-35.

- La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1999): Corporate ownership around the world, in: *The Journal of Finance*, 54(2), S. 471-517.
- La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. / Vishny, R. (2000): Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, S. 3-27.
- Leiber, M. (2008): Performance-Studie deutscher Familienunternehmen, Dissertation Universität Augsburg.
- Miller, D. / Breton-Miller, I. L. / Lester, R. H. / Canella Jr, A. A. (2007): Are family firms really superior performers?, in: *Journal of Corporate Finance*, 13, S. 829-858.
- Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1989): Alternative mechanisms for corporate control, in: *The American Economic Review*, 79(4), S. 842-852.
- Schmid, T. / Ampenberger, M. / Kaserer, C. / Achleitner, A.-K. (2009): Family firms, agency costs and risk aversion – Empirical evidence from diversification and hedging decisions, CEFS-Working Paper 2008-13, Technische Universität München.
- Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1997): A survey of corporate governance, in: *The Journal of Finance*, 52(2), S. 737-783.
- Sraer, D. / Thesmar, D. (2007): Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market, in: *Journal of the European Economic Association*, 5, S. 709-751.
- Villalonga, B. / Amit, R. (2006): How do family ownership, control and management affect firm value? in: *Journal of Financial Economics*, 80, S. 385-417.