

Prof. Dr. Dirk Schiereck

Zum Vorschlag einer Indexneuordnung durch die Deutsche Börse AG

Eine wissenschaftliche Kommentierung im Auftrag des
DIRK - Deutscher Investor Relations Verband



Inhalt

A. Einleitung	- 2 -
B. Indexbedeutung und Indexfunktionen	- 2 -
I. Informationsfunktion	- 3 -
II. Benchmark- oder Messlattenfunktion	- 4 -
1. Formale Repräsentativität, Indexsymmetrie und Indexhistorie	- 5 -
2. Nationale Repräsentativität	- 5 -
III. Anlage- und Handelsfunktion	- 6 -
C. Schlussfolgerungen	- 7 -
D. Literaturverweise	- 8 -

A. Einleitung

Zum 30. Geburtstag des DAX und zum 15. Geburtstag der gegenwärtigen Indexstruktur hat die **Deutsche Börse AG** mit ihrem **Marktkonsultationspapier** vom 26. Januar 2018 vorgeschlagen, die gegenwärtige Zusammensetzung ihrer wesentlichen Indices neu zu strukturieren. Vorgeschlagen wird, MDAX und SDAX von gegenwärtig 50 auf jeweils 60 Aktien zu erweitern und den TecDAX in einen Nebenindex zu transformieren. Damit würden künftig alle Emittenten des Prime Standard größenorientiert nach den Kriterien der Marktkapitalisierung im Free Float und des Handelsvolumens den drei Auswahlindices DAX, MDAX und SDAX zugeordnet. Zusätzlich können sich alle Emittenten des Prime Standard bei entsprechender Branchenzugehörigkeit auch in den TecDAX aufnehmen lassen, der auch zukünftig 30 Werte umschließen soll. Da künftig auch DAX-Werte wie SAP und Infineon in den neu strukturierten TecDAX einbezogen werden, wird die Neuordnung wohl zu insgesamt weniger Indexunternehmen in Deutschland führen, wie auch die LBBW (2018) schon festgestellt hat.

Zur Bewertung des Vorschlags gilt es zu berücksichtigen, dass durch die Umsetzung von **MiFID II** zum Jahresbeginn sehr viel Unsicherheit bezüglich der Behandlung und Beachtung gerade der kleineren Emittenten durch die Bepreisung von Research-Leistungen in Deutschland entstanden ist. Die Angst ist groß, dass die schon heute geringe Sichtbarkeit vieler kleiner Emittenten weiter zurückgehen wird und die Börse als zentrale Institution der Eigenkapitalfinanzierung weiter an Bedeutung verliert. Die Überlegungen zur Indexneustrukturierung treffen den Kapitalmarkt in sehr unsicheren Zeiten und müssen in ihren Konsequenzen deshalb gerade auch die Belange der Kapitalmarktteilnehmer berücksichtigen, die besonders viel zu verlieren haben.

Vor diesem Hintergrund reflektieren die weiteren Äußerungen die absehbaren strukturellen Änderungen in den Indexzusammensetzungen mit den Grundfunktionen, die jeder Leitindex erfüllen soll. Dadurch werden Stärken und Risiken der geplanten Änderungen deutlich, ohne eine abschließende Gewichtung der einzelnen Aspekte vornehmen zu müssen.

B. Indexbedeutung und Indexfunktionen

Die gegenwärtigen Überlegungen zur Restrukturierung der deutschen Aktienindexwelt sind nicht neu, sondern folgen nur einer Diskussion, die der DIRK spätestens im Sommer 2017 in die Öffentlichkeit getragen hatte, die aber noch ältere Wurzeln hat. Bereits vor einigen Jahren wurde von **Silke Schlüsen**, Executive Director bei der Oddo Seydler Bank AG, der Vorschlag zu einer Aufstockung des DAX in die Diskussion gebracht. Der Vorschlag fand damals viel Zustimmung, aber dennoch wurde die Idee nicht weiterverfolgt. Ende 2016 aber erfuhr die Indexerweiterung und Aufstockung der drei Indices DAX, MDAX und SDAX auf zusammen 150 Werte dann doch eine Wiederentdeckung, mit Bezug auf den **30. Geburtstag des DAX in 2018**. Konsequenzen einer Indexneustrukturierung wurden schließlich erstmals auf der Jahreskonferenz des DIRK im Juni 2017 in breiterer Öffentlichkeit unter Investor Relations-Managern vorgestellt und stehen seither latent in den Medien. Dabei stößt die neue Diskussion in verschiedenen Bereichen auf durchgehend positive Resonanz. Im Juli 2017 berichtete bspw. die **Börse Online** über die vom **DIRK angestoßene Debatte** (o. V., 2017).

Die Struktur einer (Leit-)Indexwelt ist keinesfalls nur ein nachgelagertes Problem für Kapitalmarktstheten und Statistikbegeisterte. Die Zugehörigkeit zu einem Index kann erhebliche Konsequenzen

zen gerade für kleinere Unternehmen haben. Bereits zum Jahreswechsel 2000 / 2001, als das Kriterium für die Zusammenstellung der Indices der DAX-Familie auf eine Gewichtung gemäß Free Float umgestellt wurde, befragte das **Deutsche Aktieninstitut** seine Mitglieder u.a. ganz allgemein nach der **Bedeutung von Aktienindices für ihr Unternehmen** und bekam ein überraschungsarmes zentrales Ergebnis:

‘Die Zugehörigkeit zu einem Auswahlindex ist für die Gesellschaften von großer Bedeutung. Mehr als 70 Prozent aller Teilnehmer der Untersuchung bewerteten die Zugehörigkeit zu einem Index als wichtig bzw. sehr wichtig. Das gilt umso mehr, je näher sich ein Unternehmen im Umfeld eines Auswahlindex befindet, [...]. Bei den Indexunternehmen ergab sich bei dieser Fragestellung ein Wert von 97 Prozent (Deutsches Aktieninstitut, 2001, S. 5-6).’

Die Bedeutung der Indexmitgliedschaft für Sichtbarkeit und Investorenansprache dürfte mit den oben angesprochenen Auswirkungen im Umfeld der Umsetzung von MiFID II auf der einen Seite aus Emittentensicht nochmals erheblich gestiegen sein. Auf der anderen Seite stellt sich aus Sicht des Indexanbieters die Frage, welche Funktionen seine Indices generell zu erfüllen haben und wie diese Funktionserfüllung optimiert werden kann.

Ganz allgemein aggregiert ein Aktienindex die Kursentwicklung der in ihm enthaltenen Wertpapiere zu einem Indexwert und erlaubt so bei fortlaufender Berechnung eine schnelle Marktübersicht in Form eines Nettoeffekts der Veränderungen im Zeitablauf. Aus dieser Konstruktion leiten sich auch die wesentlichen Funktionen eines Aktienindex ab, die in der wissenschaftlichen Literatur seit langem einmütig diskutiert (Schmitz-Esser, 2001; Schmidt-Tank, 2005) und nachfolgend auf die vorgeschlagene Indexstruktur angewendet werden.

I. Informationsfunktion

Ein Aktienindex erfüllt zunächst einmal eine Informationsfunktion, wenn er über die Entwicklung seines zugrundeliegenden Aktienkorbs im Zeitablauf berichtet. Dabei spielt die Zusammensetzung des Aktienkorbs für die Erfüllung dieser Funktion eigentlich keine Rolle und gilt deshalb sowohl für einen MDAX 50 bzw. SDAX 50 als auch einen MDAX 60 bzw. SDAX 60. Allerdings lassen sich hier doch einige Einschränkungen anführen:

1. Jede Änderung in der Zusammensetzung eines Indexes ist für die **Aussagekraft** einer Indexentwicklung im **Zeitablauf** grundsätzlich kritisch, wenn über verschiedene Zeitintervalle die Renditen unterschiedlicher Aktienkörbe gezeigt werden. Ein MDAX 60 wird andere **Rendite-Risiko-Eigenschaften** haben als der kleinere MDAX 50, so dass Indexanalysen über den Umstellungszeitpunkt hinweg immer unter Vorbehalt zu bewerten sind. Allerdings sind die Effekte aus der Veränderung des Aktienkorbs nicht nur ein Problem bei Indexaufstockungen, sondern auch bei jeder Veränderung der Zusammensetzung. Da der MDAX regelmäßig bezüglich seiner Zusammensetzung überprüft und adjustiert wird,¹ ohne dass dies kritisch mit Blick auf die Erfüllung seiner Informationsfunktion hinterfragt wird, gibt es offensichtlich einen breiten Konsens am Finanzplatz, dass Indexanpassungen diese Funktion des Leitindex nicht grundlegend beeinträchtigen oder dass zumindest die positiven Effekte einer Indexadjustierung die möglichen negativen Konsequenzen dominieren.

¹ Es gibt jedes Jahr einen ordentlichen Anpassungstermin im September und zudem außerordentliche Anpassungstermine im März, Juni und Dezember.

2. Hier eher als Erinnerungsposten aufgeführt ist als zweiter möglicher Einwand der Hinweis zu verstehen, dass der MDAX für die Konstruktion **zahlreicher Finanzprodukte** (ETFs, Anlagenzertifikate, Indexoptionen, Index-Futures etc.) herangezogen wird. Inwieweit es hier bei einer Indexaufstockung **ergänzende Informationspflichten** an die Anleger in diesen Produkten gibt, kann im Rahmen dieser Studie nicht geklärt werden. Wie die weiteren Ausführungen noch zeigen werden, hat man sich bei der Aufstockung des Leitindexes in Dänemark dazu entschlossen, für ein Jahr den alten und den neuen, aufgestockten Index parallel zu berichten, bevor der endgültige Übergang erfolgt.
3. Für einige aus dem DAX abgeleitete Finanzprodukte ist der Informationsgehalt einer Indexberechnung typischerweise mit einer **kurzzeitigen Berechnungsfrequenz** verbunden. Viele regionale Aktienindices mit begrenzter praktischer Bedeutung wie etwa der NISAX20 in Niedersachsen werden während der Xetra-Handelszeiten nur jede Minute neu berechnet, während der MDAX von der Deutschen Börse sekundlich neu gerechnet wird. Ein so kurzes Berechnungsintervall ist vor allem dann sinnvoll, wenn in der Regel innerhalb der gesetzten Spanne auch neue Handelsabschlüsse und damit neue Informationen auftreten. Diese Betrachtung mag für den langfristig orientierten Anleger von untergeordneter Bedeutung sein, für häufige Nutzer des MDAX im **Intraday Trading** und damit auch für den Rechte-Inhaber am MDAX, die Deutsche Börse AG, ist dieser Aspekt aber nicht ganz irrelevant.

Der MDAX wird sekundlich berechnet, und es stellt sich damit die Frage, wie eine Aufstockung des MDAX auf 60 Werte die Informationsfunktion in der sehr kurzen Frist beeinflusst. Hier treten zwei Effekte auf, die beide positiv wirken werden. Zunächst einmal ist festzuhalten, dass die mit zunehmender Zahl an Indexzugehörigen auch mehr Transaktionen in die Berechnung des MDAX einbezogen werden. Dadurch wird die Informationsfunktion gefördert. Begleitet wird dieser Effekt noch dadurch, dass durch die Einbeziehung großer, liquider TecDAX-Werte wie Wirecard, United Internet, Qiagen, Freenet, 1 & 1 Drillisch, Sartorius, Telefónica Deutschland, Siltronic und Software AG das durchschnittliche Handelsvolumen pro Aktie trotz Indexausweitung stabil bleibt, wie die Simulationen der deutschen Börse zeigen. Für den SDAX wird durch einige MDAX-Absteiger und TecDAX-Wechsler die Transaktionsfrequenz sogar deutlich steigen.

Die größere Zahl an Aktien fördert die kurzfristige Informationsfunktion, was insbesondere dem SDAX zugutekommen wird. Es kommt aber noch ein positiver Effekt hinzu, der auch auf den nächsten Abschnitt überleitet, nämlich die branchenseitige Herkunft der potentiell neuen Indexmitglieder.

Die Unternehmen, die den MDAX und SDAX ergänzen, kommen aus Technologiebranchen, die in ihrer engeren Definition bislang kaum oder gar nicht im MDAX und SDAX vertreten sind. Sie sorgen also für eine zusätzliche Diversifikation, die sich auch in der zeitlichen Streuung der Handelsfrequenzen niederschlagen dürfte, d.h., es kann davon ausgegangen werden, dass einige dieser Aktien gerade dann auch mal intensiver gehandelt werden, wenn Aktien anderer Branchen kaum Handelsaktivität zeigen. Dadurch wird eine Glättung der Indexgesamthandelsfrequenz gefördert, die unbedingt positiv für die Wahrnehmung der Qualität in der Informationsfunktion des MDAX bzw. SDAX im Zeitablauf über den Handelstag hinweg ist.

II. Benchmark- oder Messlattenfunktion

Die Benchmark- oder Messlattenfunktion eines Indexes setzt an der wohl wichtigsten von einem Index geforderten Qualität an, der **Repräsentativität**. Als repräsentativer Aktienkorb bildet ein Index die Grundgesamtheit eines Aktiensegments ab und soll somit als bestmögliche Messlatte bzw.

Benchmark für aktive Anlagestrategien dienen.² Wenn demnach der MDAX (SDAX) für sich in Anspruch nimmt, ein repräsentatives Abbild des gesamten deutschen Aktienmarktes für mittelgroße (kleinere) Unternehmen und damit auch der bestmögliche Leitindex für die institutionellen Investoren am deutschen Kapitalmarkt in dieser Größenklasse zu sein, muss er sich an diesem Anspruch messen lassen.

1. Formale Repräsentativität, Indexsymmetrie und Indexhistorie

Als die Deutsche Börse 1996 den MDAX in den deutschen Kapitalmarkt einfuhrte, drückte sie damit auch aus, dass ihrer Meinung nach DAX und MDAX zusammen die 100 größten deutschen Aktiengesellschaften umfassen sollten, denn der MDAX enthielt zunächst 70 Werte. Die Reduktion des MDAX von 70 auf 50 Werte erfolgte Anfang 2003, nachdem mit dem Gesamteinbruch des deutschen Aktienmarktes auch der MDAX nahezu die Hälfte seines Wertes im Jahr 2002 verloren hatte und sieben Jahre nach seiner Einführung wieder auf dem Startniveau von 1996 angekommen war. Zum gleichen Zeitpunkt wie der MDAX wurde der SDAX, der 1999 mit 100 Werten gestartet war, ebenfalls auf 50 Werte reduziert.

Neben verschiedenen inhaltlichen Argumenten für diese beiden Verkleinerungen in einer extrem schwierigen Zeit (3 Monate nach den **Indexverkleinerungen** wurde der Neue Markt im Juni 2003 geschlossen) ist es in formaler Hinsicht bemerkenswert, dass es eine völlig natürliche Lösung zu sein schien, beide Indices auf die gleiche Anzahl an Indexwerten zu reduzieren. Eine größere Debatte um die Sinnhaftigkeit einer Reduktion beider Indices auf jeweils 50 Werte ließ sich zumindest nicht in der Presseberichterstattung zur Indexneugestaltung finden.

Ohne dieser damaligen Entscheidung nun nachträglich zu viel Bedeutung beimessen zu wollen, ist es doch aus dem – wenn auch nur verhaltenswissenschaftlich begründbaren – Wunsch nach Symmetrie heraus beachtlich, dass die kleinen und mittelgroßen Kapitalgesellschaften am deutschen Aktienmarkt durch eine jeweils gleich große Zahl an Aktienwerten repräsentativ abgebildet sind. Diese Symmetrie wird mit der angedachten parallelen Aufstockung auf jeweils 60 Aktien beibehalten.

2. Nationale Repräsentativität

Die bisherige zweistufige Indexzuordnung eines mittelgroßen oder kleineren Emittenten zunächst nach Branche (Technologie oder ‚Classic‘) und dann nach Größe war Außenstehenden nie leicht zu vermitteln. Dazu hat der explizite Ausschluss dieser zweistufigen Regel für den DAX ebenfalls beigetragen, wo Unternehmen wie Infineon und SAP ihrer Branchenzuordnung gemäß eigentlich in den TecDAX gehörten.

Die vorgeschlagene Neustrukturierung vereinheitlicht die Zugangsvoraussetzungen für die Größenindices und trägt damit auch zu einer klareren nationalen Repräsentativität der Indices bei. Wer zukünftig ein MDAX-ETF kauft, investiert tatsächlich in ein Portfolio, das alle Aktien der Größenränge 31 bis 90 umfasst, das SDAX-Portfolio enthält alle Werte der Größenränge 91 bis 150. Werden der MDAX und der SDAX um die jeweils 10 größten Werte aus dem TecDax bzw. zu berücksichtigenden Umsortierungen erweitert, käme es nicht zu einer disruptiven Strukturrevolution in der Indexkomposition, aber die Indices würden sich schon ein Stück weit verändern und dabei sowohl größenbezogen die deutsche Wirtschaft insgesamt besser abbilden als auch liquider sein.

² Vgl. hierzu bspw. Schmitz-Esser (2001), S. 27ff.

Es gibt aber nicht nur positive Aspekte, sondern zumindest auch eine kritische Seite. Wie die Simulationen der Deutschen Börse zeigen, wird das durchschnittliche Handelsvolumen je Aktie im MDAX nach der Neustrukturierung und Aufstockung ungefähr konstant bleiben und im SDAX und TecDAX signifikant steigen. Diese Zahlen deuten bereits an, dass eine Reihe bislang in den Auswahlindices einbezogene Werte künftig nicht mehr vertreten sein werden, und zwar die kleineren Emittenten.³ Gerade bei kleineren Unternehmen und Indices wie dem SDAX (und in großen Teilen dem TecDAX) wird aber vermutet, dass eine Indexaufnahme den **Bekanntheitsgrad** eines Unternehmens steigern und so fundamental zu mehr Geschäft und höheren Umsatzzahlen führen kann. Zudem kann eine Indexaufnahme zu einer größeren Aufmerksamkeit des Kapitalmarktes und damit zu einer härteren **Effizienzkontrolle** des Managements des Indexunternehmens durch Analysten, Presse und Finanzplatzaufsicht beitragen, was eine höhere Kostendisziplin und damit höhere Gewinne erbringen könnte. Wenn Unternehmen also von einer Indexaufnahme profitieren, leider sie unter einem Ausschluss. Die bislang vorliegende Evidenz zu Indexneuzusammensetzungen in der Wirtschaftspresse (siehe bspw. Müller, 2017a, und mit Blick auf den Abstieg der Baywa-Aktie aus dem SDAX Müller, 2017b) illustrieren die Befürchtungen in der Konsequenz eines Indexausschlusses.

Wenn die neustrukturierten MDAX und SDAX für eine verbesserte größenbezogene Repräsentativität dieser Indices sorgen, verliert eine Gruppe von Emittenten jede repräsentative Abbildung in einem Index, was die schon heute eher schwache Kapitalmarktorientierung des deutschen Mittelstands eher zusätzlich schädigt. Vor diesem Hintergrund drängt sich der Vorschlag auf, mit der Neustrukturierung der Zusammensetzung von MDAX, SDAX und TecDAX auch eine Ergänzung der Indexpalette um ein neues Element der kleineren Emittenten zu implementieren. Dadurch könnten die ausscheidenden Unternehmen aus SDAX und TecDAX aufgefangen und durch künftige höherklassige Indexaspiranten erweitert werden und somit auch dieser Gruppe ein repräsentatives Abbild geboten werden.

III. Anlage- und Handelsfunktion

Im Rahmen der Anlage- und Handelsfunktion wird die Qualität eines Index als Basis für Musterportfolios bei passiven Handelsstrategien betrachtet. Dieser Aspekt sollte für einen MDAX 50 (SDAX 50) ebenso wie für einen MDAX 60 (SDAX 60) gegeben sein, weshalb an dieser Stelle auf eine weiterführende Darstellung dieser Indexfunktion verzichtet wird.

³ Die LBBW (2018) nennt hier als Ausschlusskandidaten Gerry Weber, MLP, Bet-at-Home, Borussia Dortmund, Adler Real Estate, Vossloh, ADVA, GFT und Medigene.

C. Schlussfolgerungen

Die vorliegende Studie hat mögliche Konsequenzen für den Fall untersucht, dass die größenbezogenen deutschen Leitindices **MDAX** und **SDAX** von gegenwärtig **50 auf dann 60 Aktien aufgestockt** würden und der TecDAX als Nebenindex neu konzipiert auch um Werte aus dem DAX erweitert würde.

Im ersten großen Analyseschritt wurde ein institutioneller Blickwinkel gewählt, bei dem die wesentlichen allgemeinen Funktionen, die ein Leitindex im Kapitalmarkt übernimmt, betrachtet wurden. Dabei wurde zunächst deutlich, dass jede Form von Veränderung in der Zusammensetzung eines Index grundsätzlich bedenklich ist, weil die Interpretierbarkeit der Indexentwicklung im Zeitablauf darunter leidet. Damit ist die Aufstockung eines Index grundsätzlich kritisch, aber sie wird bspw. im Rahmen der Indexumstellungen mit Auf- und Absteigern schon immer praktiziert, ohne dies übermäßig skeptisch zu hinterfragen. Dem entsprechend erscheint auch eine diesbezügliche Referenz zur Ablehnung einer Indexaufstockung wenig überzeugend. Auch eine wesentliche Einschränkung seiner **Informationsfunktion** würde der MDAX bzw. SDAX bei einer Aufstockung auf 60 Werte nicht erfahren.

Mit Blick auf die **Messlatten- oder Benchmarkfunktion** werden dagegen einige Defizite des MDAX und SDAX in seiner heutigen Form sichtbar. Zwar wird die Symmetrie der Indexkomposition mit jeweils 50 Werten in MDAX und SDAX nach einer Neustrukturierung der deutschen Indexwelt weiterhin mit nun 60 Werten gewährleistet und so die **formale Repräsentativität** berücksichtigt sein. Aber insbesondere inhaltlich zeigen sich ungleich gewichtigere fundamentale Probleme mit Blick auf die Abbildung der Wirtschaftskraft der deutschen Volkswirtschaft. Der MDAX wie auch der SDAX können hier bislang nur ein verzerrtes Abbild bieten. Folglich würde die **nationale Repräsentativität** durch breiter definierte Indices mit höheren Gewichten bei gesamtwirtschaftlich bedeutenden Branchen aus dem Technologiebereich eher gewährleistet. Dabei gilt es zu beachten, dass durch eine Erweiterung des Index die Branchenstruktur in seiner Zusammensetzung nicht fundamental umgestoßen wird, es aber sichtbare Adjustierungen geben würde

Verlierer der Neustrukturierungsvorschläge sind die kleineren Emittenten, denen jede Auswahlindexzugehörigkeit abhandenkommt. Deshalb sollte die Deutsche Börse überlegen, ihre Neustrukturierungspläne um eine Erweiterung der Auswahlindices zu ergänzen, mit der auch kleineren Emittenten ein Mindestmaß an Sichtbarkeit erhalten bliebe.

D. Literaturverweise

Deutsches Aktieninstitut (2001): Die Bedeutung von Aktienindices für deutsche börsennotierte Unternehmen. R. v. Rosen (Hrsg.): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 14.

Müller, D. (2017a): Indexanpassung färbt auf Rendite ab. Börsen-Zeitung, 02.08.2017, S. 13.

Müller, D. (2017b): Auch Börsenindices sind nur Lebewesen. Börsen-Zeitung, 14.09.2017.

LBBW (2018): Strategy Alert: Marktausblick – Auf einen Blick: Neue, „neue Indexwelt“ ante portas, 02.02.2018.

o. V. (2017): DAX-Zusammensetzung stimmt nicht mehr. Börse Online, 13.07.2017.

Schmidt-Tank, Stephan: Indexeffekte am europäischen Kapitalmarkt., Wiesbaden 2005.

Schmitz-Esser, Valerio: Aktienindizes im Portfoliomanagement: Funktionen, Merkmale und Indexeffekte, Bad Soden, 2001.

Wetzel, André: Die Bedeutung von Aktienindices für deutsche börsennotierte Unternehmen 2009.

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Reuterweg 81 | 60323 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69 . 9590 9490

F +49 (0) 69 . 9590 94999

info@dirk.org | www.dirk.org