

# Unterdiversifikation

Erklärungsansätze und empirische Evidenz für die generelle, lokale sowie internationale Unterdiversifikation von Aktienportfolios

*Bernhard Trauner*

---



Die generelle, lokale sowie internationale Unterdiversifikation von Aktienportfolios zählt zu den sechs großen makroökonomischen Rätseln. Aufbauend auf den theoretischen Grundlagen der Portfoliotheorie sowie des CAPM und der dazugehörigen Unterteilung des Risikos in ein diversifizierbares und ein nicht diversifizierbares Risiko, soll diese Arbeit zeigen, warum typischerweise in keine effizienten, internationalen Portfolios investiert wird.

Erklärt wird diese Unterdiversifikation über den sogenannten „familiarity bias“. Als „familiarity bias“ wird generell das Phänomen bezeichnet, wenn trotz der allgemein bekannten Vorteile der (internationalen) Diversifikation von Aktienportfolios nur in ein paar wenige Aktien investiert wird, die dem Anleger vertraut sind. Erklärt wird dieser „familiarity bias“ aus zwei verschiedenen Perspektiven, einerseits über die institutionellen und andererseits über die verhaltenswissenschaftlichen Ansätze. Da die institutionellen Ansätze, zu denen z. B. Transaktionskosten, das Währungsrisiko, asymmetrische Informationen oder regulative Barrieren gehören, in der Vergangenheit nicht ausgereicht haben, um den „familiarity bias“ auch nur annähernd zu erklären, rücken verhaltenswissenschaftliche Ansätze in den Mittelpunkt der Forschung.

Diese verhaltenswissenschaftlichen Ansätze aus der Behavioral Finance stellen menschliche Anomalien in den Vordergrund, die zur Erklärung dienen. Zu den wichtigsten verhaltenswissenschaftlichen Erklärungen zählen die Ambiguitätsaversion, die Selbstüberschätzung von Anlegern sowie das Bedauern von Verlusten und der Patriotismus der Anleger. Doch auch die verhaltenswissenschaftlichen Ansätze allein reichen nicht aus, um den „familiarity bias“ vollständig zu erklären. Um dieses Rätsel des „familiarity bias“ annähernd zu entschlüsseln, erfordert es einen Mix aus sämtlichen institutionellen und verhaltenswissenschaftlichen Erklärungsansätzen.

Empirische Studien zeigen, dass die Unterdiversifikation von Aktienportfolios sehr stark ausgeprägt ist, aber im Zeitverlauf tendenziell leicht zurückgeht. Die starke Ausprägung der internationalen Unterdiversifikation gilt etwas abgeschwächt auch für österreichische Anleger, die etwa 60 Prozent der Investitionen in heimische Aktien tätigen und damit im internationalen Vergleich sogar im Spitzenfeld der internationalen Diversifikation liegen. Zu begründen ist die internationale Unterdiversifikation österreichischer Anleger hauptsächlich mit der geringen Größe und Illiquidität der Wiener Börse sowie der Nähe zu Deutschland. Im Großraum Linz ist vor allem die lokale Unterdiversifikation sehr stark ausgeprägt. Diese Unterdiversifikation von Aktienportfolios steigert nicht nur das Risiko des Portfolios, sondern führt auch zu Renditeeinbußen zwischen 0,32 und 4,39 Prozentpunkten pro Jahr.