



Commercials tummeln sich auf praktisch allen Märkten

## TITELSTORY

# Den Insidern über die Schulter geschaut

*Neue Erkenntnisse zur Interpretation der Commitment of Traders-Daten*

*Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)*

Die aktuelle Ausgabe des Smart Investor legt den Schwerpunkt auf das Verhalten von Insidern (s. auch Analyse zu Firmeninsidern ab Seite 15). Mit den Commercials beleuchten wir eine weitere Gruppe von Marktteilnehmern, deren Verhalten gut als Indikator für die weitere Entwicklung einzelner Märkte herangezogen werden kann. Das Werkzeug hierzu ist der wöchentlich erscheinende CoT (Commitment of Traders)-Report, anhand dessen die Verhaltensweisen der Commercials recht gut nachvollzogen werden können. Der CoT-Report kann auf globaler Ebene als die größte Stoffsammlung zum Insiderverhalten angesehen werden.

### Die entscheidenden Merkmale der Commercials

Als Insider gelten bei den CoT-Daten der Definition nach nur die Commercials. Neben der größten Kapitalausstattung der drei definierten Marktteilnehmer (Commercials, Non-Commercials, Non Reportable Positions) besteht die Einstufung als Commercial vor allem darin, als kommerzieller Marktteilnehmer mit dem zugrunde liegenden Basiswert zur Sicherung seines originären Geschäftsbetriebs zu handeln. Commercials werden dabei sowohl in Anbieter als auch Nachfrager eingeteilt. Gerade im Rohstoffbereich (z. B. Mais, Weizen, Zucker, Kaffee) lässt sich dies durch Beispiele gut illustrieren. Dem Anbieter geht es darum, die Preisschwankungen durch Hedging (Absicherungsgeschäfte) zu reduzieren und somit sein zu erwartendes (Ernte-)Angebot sukzessive zu verkaufen. Wie groß das Ernteangebot im Laufe der Saison ausfallen wird, dürfte der kommerzielle Marktteilnehmer von allen Marktteilnehmern am besten wissen, da er Einsicht in die Daten über Ernteauffälle durch Weterschäden hat. Zudem verfügt er über die besten Kenntnisse beim Einsatz der Ressourcen (z. B. benötigter Düngermiteinsatz), so dass er seine Produktionskosten kennt. Sobald die Produktionskosten überschritten sind, wird der Rohstoffproduzent bereit sein, einen Teil seines Angebotes zu verkaufen. Je höher der Preis des Rohstoffes, umso stärker wird seine Neigung sein, die komplette Produktion zu verkaufen und ggf. auch Teile der zukünftigen Produktion.

### Starbucks oder Coca-Cola sind Commercials

Auf der Nachfrageseite befinden sich große US-Unternehmen wie Starbucks (Kaffee), Coca-Cola (Zucker) oder Kelloggs (Mais), um hier nur einige wenige bekannte Unternehmen zu nennen. Die US-Kaffeehauskette Starbucks kann die Nachfrage nach Kaffee in ihren Geschäften sehr gut einschätzen, diese dürfte weitestge-

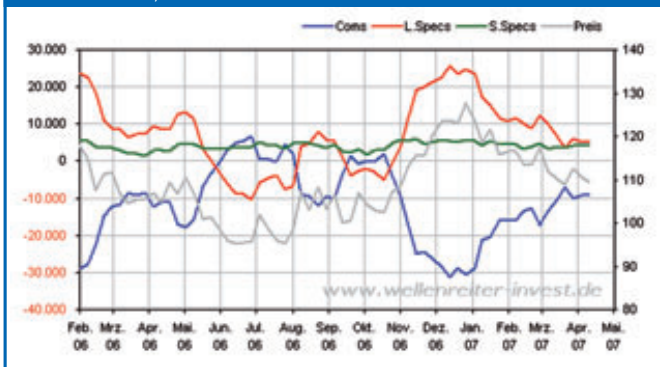
hend unelastisch auf Preisschwankungen reagieren. Dieser Nachfrager hat jedoch das Interesse an möglichst niedrigen Preisen und wird umso mehr kaufen, je billiger der Preis ist. Aufgrund der weitestgehend unelastischen Nachfragesituation in seinen Geschäften bedeutet ein niedrigerer Preis im Einkauf eine höhere Gewinnmarge des Unternehmens. Insofern kann man am Terminmarkt sehr gut beobachten, wann das Interesse an einem Markt ansteigt und ob die Commercials hier verstärkt auf der Kauf- oder Verkaufseite tätig sind. Dies ist eine wertvolle fundamentale Zusatzinformation, die der Beobachter nutzen kann, wenn er zudem die Basisprinzipien der technischen Analyse (Feststellung des Status Quo in der Trendanalyse) berücksichtigt. Als Praxisbeispiel sollen die Entwicklung des Kaffeepreises und das Verhalten der Commercials dienen.



**Alexander Hirsekorn**, Jahrgang 1973, studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität des Saarlandes. Der Diplom-Kaufmann lebt als unabhängiger Trader vom aktiven Börsenhandel auf eigene Rechnung. Eine Auswertung der CoT-Daten nimmt er jede Woche montags in der Frühausgabe des Wellenreiters vor und verknüpft dabei charttechnische Merkmale mit dem Verhalten der Commercials. Gastbeiträge über die CoT-Daten erscheinen im Smart Investor und im Tradersjournal ([www.tradersjournal.de](http://www.tradersjournal.de)). E-Mail: [ahirsekorn@wellenreiter-invest.de](mailto:ahirsekorn@wellenreiter-invest.de)

In Abb. 1 ist die Netto-Positionierung der einzelnen Marktteilnehmer dargestellt, die beiden wichtigsten Akteure sind dabei die Commercials (Coms) und die Non-Commercials (L. Specs). Anhand der Grafik ist das antizyklisch geprägte Verhalten der Commercials sehr gut erkennbar – Commercials agieren als homo oe-

ABB. 1: KAFFEE UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



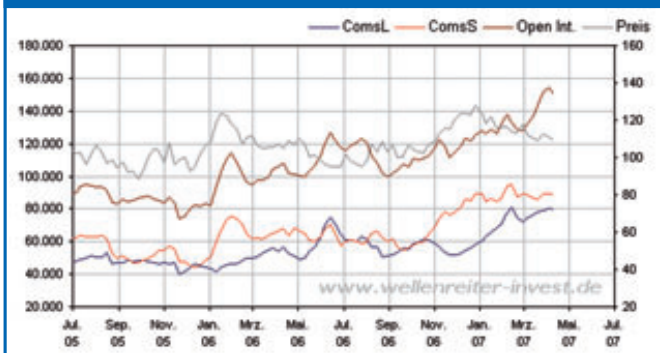
conomicus –, während die Non-Commercials prozyklisch auf Preisentwicklungen reagieren. In der Analyse des Trendverhaltens lassen sich somit anhand von Positionierungen der Commercials auf Sicht von einem oder drei Jahren Preisspitzen und damit Wendepunkte identifizieren.

### Veränderungen im Open Interest verraten Verhalten der Commercials

Wenn man wissen möchte, wann die Commercials stärker auf der Kauf- oder Verkaufsseite anzutreffen sind, dann ist es notwendig, die Veränderungen des Open Interest und die jeweiligen Veränderungen bei den reinen Long- bzw. Short-Positionen der Commercials zu berücksichtigen. Üblicherweise verhält sich das Open Interest (Anzahl aller offenen Positionen und damit das Interesse an einem Markt) prozyklisch zum Preis, d. h. bei steigenden Preisen nimmt das Interesse an dem jeweiligen Markt zu, bei fallenden Preisen nimmt es ab.

In Abb. 2 kann man sehen, dass bei fallenden Preisen das Interesse 2005 abnahm und während des Preisanstiegs bei Kaffee im Dezember 2005/Januar 2006 deutlich zulegte. Die Commercials nutzten den Preisanstieg überwiegend zum Aufbau von Short-Positionen (Anstieg von ComsS), sie waren demnach als Verkäufer der Aufwärtsbewegung tätig. Eine Divergenz zwischen Preisentwicklung und Entwicklung des Open Interest konnte im Mai/Juni 2006 beobachtet werden, als das Interesse am Markt bei fallenden Preisen ungewöhnlicherweise zunahm. Die Commercials waren dabei als Käufer bei Preisschwäche aktiv (Anstieg von ComsL). Beim später erfolgten Preisanstieg bis in den Dezember 2006 hinein nahm das Interesse am Kaffeemarkt weiterhin zu, die Commercials waren dabei überwiegend als Verkäufer (Anstieg von ComsS) tätig. Seit-

ABB. 2: KAFFEE, OPEN INTEREST UND LONG- BZW. SHORTPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS

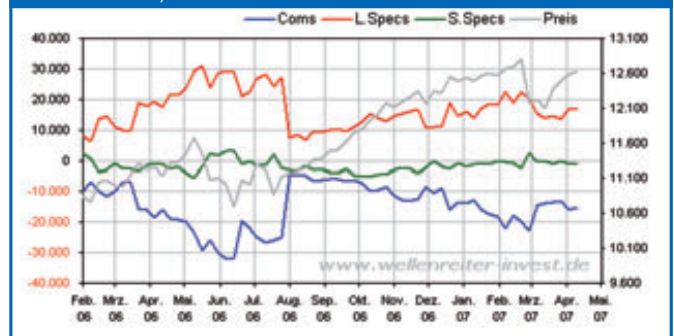


dem fallen zwar die Preise, jedoch ist ein gerade jüngst stark gestiegenes Interesse am Kaffeemarkt zu erkennen. Im Gegensatz zu den vorherigen Beispielen ist der Anstieg allerdings nicht eindeutig den Commercials zuzurechnen, sondern es haben sich bei allen Marktteilnehmern die Positionen gleichmäßig erhöht, so dass lediglich das Interesse am Markt zugenommen hat.

Insgesamt sind die CoT-Daten damit ein wertvolles Analysewerkzeug für Investoren, die einen Blick hinter die reine Preisentwicklung tätigen möchten.

Zu der grundsätzlichen Herangehensweise zur Analyse der CoT-Daten existiert seit dem ersten Artikel (s. Smart Investor 12/2004) nur wenig Ergänzungsbedarf. Gleichwohl gibt es zahlreiche durchaus erwähnenswerte Entwicklungen. Nachfolgend möchte ich fünf Aspekte hervorheben:

ABB. 3: DOW JONES INDEX UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



### 1. Interpretationsproblem bei einer unterschiedlichen Positionierung der Commercials in einem Segment

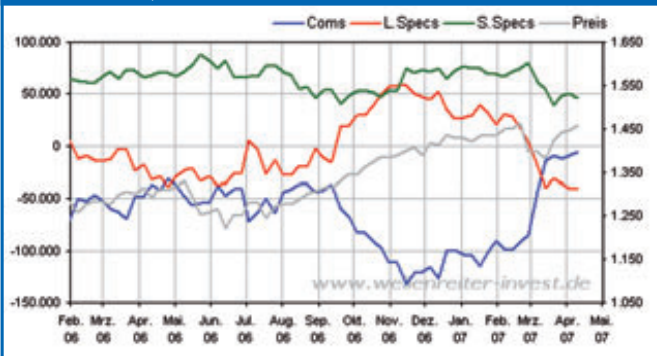
Was tut man als Betrachter, wenn man sieht, dass die Commercials per Saldo im Dow Jones Industrial Average (Abb. 3) relativ betrachtet stark short positioniert sind, im S&P 500 (Abb. 4) dagegen vergleichsweise gering? Zudem liegen im Technologieindex Nasdaq 100 (Abb. 5) sowie im Nebenwerteindex Russell 2000 relativ hohe Netto-Long-Positionierungen der Commercials vor.

Eine ähnliche divergente Netto-Positionierung der Commercials lässt sich momentan zudem am US-Anleihemarkt beobachten. Warum die Commercials so positioniert sind, ist eine berechtigte Frage, aber sie lässt sich nicht beantworten, da man die Beteiligten nicht fragen kann. Für den Betrachter zählt alleine die Frage: Welchen Future benutze ich für meine Analyse und warum entscheide ich mich so?

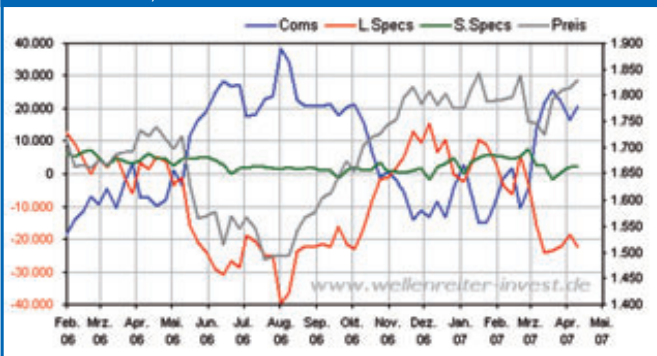
### Keine einfache Antwort

Wenn man es sich sehr einfach machen würde, dann würde man bei der Beurteilung des US-Aktienmarktes zunächst annehmen, dass bei jeweils zwei Netto-Long- bzw. Netto-Short-Positionierungen der Commercials der Markt neutral zu bewerten ist, da sich die Commercials ihrer Sache anscheinend auch nicht sicher sind. Da aber weniger die absolute Positionierung, sondern die relative Positionierung von entscheidender Bedeutung ist, steht es damit bereits 3:1 für die Bullen, da die momentane Netto-Short-Positionierung der Commercials nur marginal ausfällt und auf dem niedrigsten Niveau seit Ende Oktober 2005 notiert. Welchen Chart man nun am sinnvollsten verwendet, lässt sich anhand der Korre-

**ABB. 4: S&P500 INDEX UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS**



**ABB. 5: NASDAQ 100 INDEX UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS**



lation zwischen dem Positionierungsverhalten der Commercial und der Preisentwicklung analysieren. Hier ist erkennbar, dass die Korrelation zwischen Preis- und Positionsverhalten der Commercial im Dow Jones Industrial Average nicht so stark ausgeprägt ist wie im Nasdaq 100 oder auch im S&P 500. Folglich ist das bullische Gesamtbild deutlich zu bevorzugen.

### 2. Aggregation der Daten sinnvoller denn je, oder: 1+1 = 2

Im Artikel in Ausgabe 12/2004 konnte man sehen, dass die Bedeutung der Mini Futures im Verhältnis zu den normalen Futures auf die US-Aktienindizes bereits sukzessive an Bedeutung zulegen konnte.

Da dem so ist und der Einfluss der Mini Futures auch weiterhin zulegen dürfte, ist nur eine Analyse des „gesamten“ Futures sinnvoll. Eine rein singuläre Betrachtung des normalen Futures gibt dagegen kein ganzheitliches Bild mehr ab.

### 3. Neue Mini Futures und Zweitlisting von Futures als neuer Trend beobachtenswert

Ein Mini Future existiert im Rohstoffbereich mittlerweile auch bereits bei Sojabohnen, in den kommenden Jahren ist mit weiteren Mini Futures zu rechnen. Bei den Sojabohnen beträgt der Anteil der Mini Futures am normalen Future aber weniger als 1%, so dass es hier

noch nicht notwendig ist, die Daten zu addieren.

Bei Gold und Silber kann man beobach-

#### ANTEILE DER MINI FUTURES

FUTURE	ANTEIL MINI FUTURE 11/2004	ANTEIL MINI FUTURE 04/2007
DOW JONES (DJIA)	71%	91%
S&P 500	25%	60%
NASDAQ 100	88%	156%
RUSSELL 2000	74%	254%

ten, dass diese beiden Rohstoffe nicht mehr nur an der CMX (Commodity Exchange Inc.) notiert sind, sondern zusätzlich seit 2006 auch am CBoT (Chicago Board of Trade) mit einem identischen Future gehandelt werden. Daten für Gold werden seit dem 11.04.2006 ermittelt, für Silber seit dem 19.09.2006. Bei Gold ist eine Zusammenführung der beiden Futures von der CMX mit der CBoT sinnvoll, da ein Reporting über das Positionsverhalten der einzelnen Marktteilnehmer im Goldfuture seit dem 11.04.2006 lückenlos jede Woche erfolgt, während dies bei Silber noch nicht der Fall ist. Bei Silber wurden in den vergangenen fünf Wochen keine Daten von der CBoT gemeldet. Somit wäre es hier verfrüht, die Daten bereits jetzt zusammenzuführen.

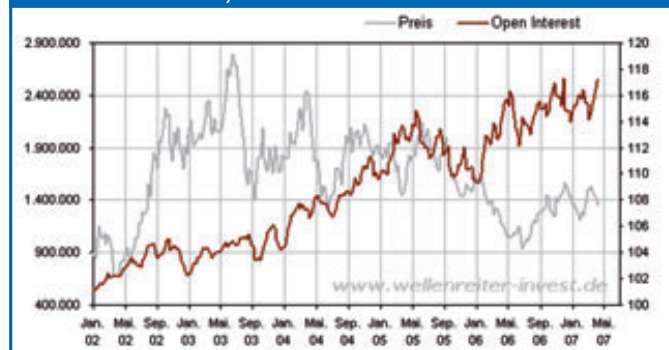
Um eine sinnvolle Aggregation der Daten zu erreichen, sollten demnach zwei Aspekte erfüllt sein. Zum einen sollten die Daten jede Woche gemeldet werden, und zum anderen sollte der Anteil des Mini Futures gegenüber dem normalen Future bereits ein Niveau von etwa 10% ausmachen.

### 4. Das Interesse an Einzelmärkten hat sich deutlich gewandelt

Generell besteht ein Trend zu einem steigenden Interesse an beinahe jedem Einzelmarkt.

Das Interesse an den zehnjährigen Anleihen (Abb. 6) hat sich in den vergangenen fünf Jahren in etwa verfünffacht. Sowohl bei der Anzahl der absoluten Kontrakte (Abb. 7) als auch beim Gesamtwert aller offenen Positionen stehen die zehnjährigen Anleihen auf dem ersten Platz.

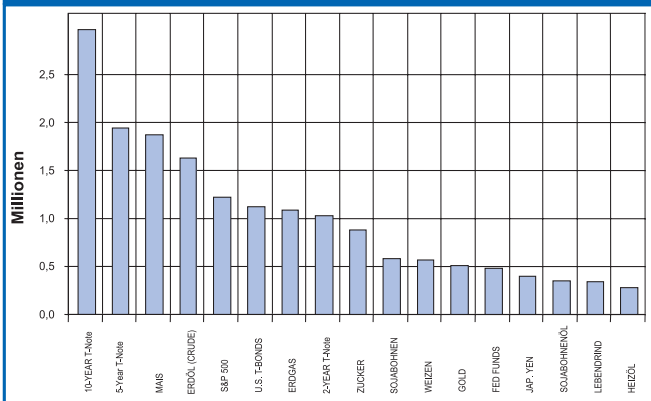
**ABB. 6: 10-YEAR-U.S. TREASURY NOTE UND OPEN INTEREST IN DEN VERGANGENEN FÜNF JAHREN**



Die Rohstoffhausse der letzten Jahre hat jedoch dazu geführt, dass Erdöl oder erdöläffine Rohstoffe wie Mais (Ethanolherzeugung als Benzinsubstitut geschieht in den USA hauptsächlich durch Mais) sich im Ranking deutlich verbessert haben.

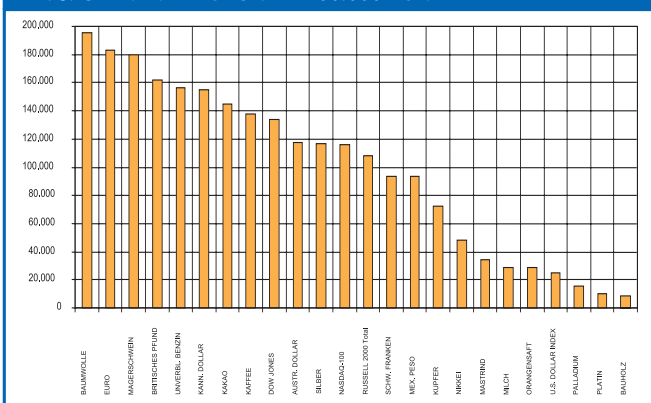
Als Exotenmarkt mit einem relativ geringen Interesse können momentan Bauholz oder Platin und Palladium im Edelmetallsektor angesehen werden.

Für den Anleger ist es bei seinen Investitionsentscheidungen wichtig, das Interesse an einem Markt bei seinen Dispositionen zu berücksichtigen, da ein größeres Interesse an einem Markt letztlich eine größere Liquidität und damit geringere Spreads sowie eine geringere Volatilität bedeutet. Dies hilft dabei, das Anlagerisiko zu reduzieren.

**ABB. 7: OPEN INTEREST ÜBER 200.000 KONTRAKTE**


### 5. Die neueste Form des CoT-Report

Die CFTC publiziert seit dem 05.01.2007 wöchentlich einen neuen CoT-Report, der für das Segment Futures und Optionen den Titel „CoT-Supplemental“ trägt. In diesem neuen Report werden für den Agrarsektor 12 Futures (Mais, Sojabohnen, Weizen (Chicago) und Sojabohnenöl, Weizen (Kansas), Baumwolle, Kaffee, Zucker, Kakao, Lebendrind, Magerschwein und Mastrind) ermittelt, die eine Untergliederung in Non-Commercial, Commercial, Nonreportable Positions und zusätzlich in Index Traders besitzen. Bei den Index Traders liegt momentan beinahe komplett eine Long-Positionierung vor. Index Trader kann man als passives Geld ansehen, es wird durch die Mittelzuflüsse (bzw. -abflüsse) in Indexprodukte definiert. Der Unterschied in der Positionierung der Marktteilnehmer Commercials und Non-Commercials ist dadurch erheblich. Ob diese Daten einen zusätzlichen Nutzen für die Beobachter stiften, ist momentan noch nicht zu beurteilen, da die Historie der Daten noch zu jung ist.

**ABB. 8: OPEN INTEREST UNTER 200.000 KONTRAKTE**


### Fazit

Bei der Analyse der CoT-Daten ist es wichtig, hinter die Kulissen zu blicken und zu beobachten, wann die Commercials stärker auf der Kauf- oder Verkaufseite tätig sind. Nur dann können Wendepunkte rechtzeitig antizipiert werden. Da sich der CoT-Report dynamisch weiterentwickelt, ist es notwendig, auf Neuerungen zu achten und diese in die Betrachtungsweise zu integrieren, wenn sich dies als sinnvoll herausstellt. Dessen ungeachtet bleiben die CoT-Daten auf Sicht der nächsten Jahre das umfangreichste Analysewerkzeug, um dem „smarten Geld“ auf der Spur zu sein. Im Smart Investor findet eine regelmäßige Besprechung der CoT-Daten in der Rubrik „Commitments of Traders“ statt (in diesem Heft auf S. 53).

## Analysten- und Investorenkonferenz

27. Juni 2007 in Zürich, ConventionPoint,  
SWX Swiss Exchange, Selnastrasse 30  
[www.ksmc.ch](http://www.ksmc.ch)

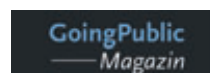
Die Kirchhoff Small- and MidCap Conference ist ein bankenunabhängiges Forum.

Im Mittelpunkt der Veranstaltung stehen die Präsentationen der Equity Story der Unternehmen. Der Dialog mit dem Management kann in Einzelgesprächen vertieft werden.

### Teilnehmende Unternehmen (vorläufig)



### Medienpartner



Kirchhoff Consult (Schweiz) AG  
Lidostrasse 6  
CH-6006 Luzern  
T + 41.41.375 01.20  
F + 41.41.375 01.28  
[schweiz@kirchhoff-consult.ch](mailto:schweiz@kirchhoff-consult.ch)