

# Smart Investor

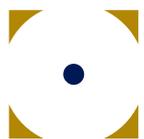
[www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)

BEILAGE

## Silber 2016

### Der Bulle ist zurück





philoro  
EDELMETALLE

Freiheit braucht Sicherheit



## Mit Sicherheit glücklich. philoro.

Wer glücklich ist, kennt keine Sorgen. Legen Sie das Fundament für eine Zukunft voller Glücksmomente: Legen Sie Ihr Geld in Gold an. philoro bietet Ihnen Sicherheit bei Transaktion und Depot-Verwahrung und das zu den besten Konditionen auf dem Goldmarkt. **Vertrauen Sie dem Testsieger.**



Ralph Malisch  
Redakteur

## „No Brainer“ mit Tücken

Mit einem Paukenschlag meldeten sich die Edelmetalle nach mehr als vier Jahren Baisse im laufenden Jahr zurück. Dabei konnte Silber Gold deutlich schlagen. Grund genug, Ihnen die wesentlichen Aspekte dieses hochinteressanten Investmentthemas in einer eigenen Smart-Investor-Beilage näher zu bringen. In unserem Grundlagenteil vermitteln wir Ihnen ab S. 6 das „Basiswissen Silber“. Dort zeigen wir unter anderem, dass sich Silber in Edelmetallhaussen regelmäßig quasi als das bessere Gold erwiesen hat. Eine Einschätzung, die Thorsten Schulte, bekannt als „Der Silberjunge“, auch anhand fundamentaler Überlegungen untermauert (ab S. 12). Sollte die Investition in Silber nach dieser Vorrede wie ein No Brainer klingen, dann werden sich spätestens in der Praxis die Tücken dieser Anlageform zeigen. Denn die hohe Volatilität des weißen Edelmetalls müssen Anleger erst einmal aushalten können. In dieser Hinsicht ist der Erwerb physischer Ware auch ein psychologischer Trick, um sich vom ständigen Auf und Ab der Kurse nicht irre machen zu lassen – der ruhende Bestand gibt Sicherheit. Was es bei Erwerb und Lagerung von physischem Silber zu beachten gilt und welche Alternativen es dazu gibt, dazu ebenfalls mehr ab S. 6.

Ab S. 14 tauchen wir tief in die Historie des weißen Metalls im deutschen Sprachraum ein. So erhalten Sie faszinierende Einblicke in den Aufstieg und die wechselvolle Geschichte der Tiroler „Silberstadt“ Schwaz, die einst die größte Bergbaumetropole der Welt war und für 85% der Weltsilberproduktion stand. „Dat Sülver möt do wesen“ – „Das Silber muss da sein“ lautete das Credo der Hamburger Kaufleute. Dies berichtet unser Gastautor Steffen Krug in seinem Beitrag

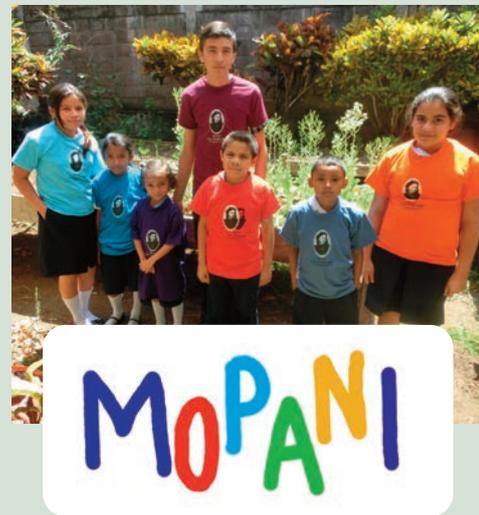
über die Mark Banco, mit der die Hamburger Kaufleute in Eigeninitiative einen eigenen Silberstandard schufen, um sich gegen die virulente Münzverschlechterung und Falschmünzerei der deutschen Landesherren zu wehren. Wie sich die Zeiten doch ähneln. Mehr dazu ab S. 16.

Da der Schwerpunkt eines Anlegermagazins naturgemäß auf der eigentlichen Geldanlage liegt, geht es in unserem Investmentteil ab S. 18 ans Eingemachte. Sobald Silber in Mode kommt, werden für Silberaktien relativ schnell Knappheitspreise bezahlt. Es gibt einfach zu wenige Titel, um die Investmentnachfrage in solchen Phasen zu befriedigen. Welche Aktien nach der jüngsten Korrektur wieder kaufenswert sind und von welchen Sie besser die Finger lassen, erfahren Sie ab S. 18. Einer der wirklich guten Titel in diesem Bereich, so viel sei hier verraten, ist Endeavour Silver. Unser Gespräch mit CEO Brad Cooke finden Sie ab S. 22. Und spätestens nachdem Sie das Interview mit dem Edelmetall Experten und vielfach ausgezeichneten Fondsberater Martin Siegel ab S. 28 gelesen haben, werden Sie nicht nur über das Thema Edelmetalle und Zinsen anders denken als der Mainstream. Versprochen.

Ich wünsche Ihnen eine kurzweilige Lektüre und viele neue Erkenntnisse!

Herzlichst

Ralph Malisch



### Bildung ist der beste Weg aus der Armut

Bildung ist nach Überzeugung des Stifters das zentrale Element einer nachhaltigen Entwicklungshilfe. Deshalb vergibt die Familie Jäger Stiftung Stipendien an Waisenkinder in Lateinamerika, die sonst keine Chance bekommen, eine Schule zu besuchen oder eine Ausbildung zu machen.

#### MOPANI ist „Hilfe zur Selbsthilfe“

Im Namen der Waisenkinder danken wir Ihnen von Herzen für Ihre Spende!

Spendenkonto: Familie Jäger Stiftung  
 IBAN: DE89 7009 0500 0004 2586 81  
 BIC: GENODEF1S04  
 (Sparda-Bank München eG)



#### Fakten & Erfolgsfaktoren:

- ▶ 5 Bildungsprojekte in El Salvador und Nicaragua
- ▶ Vergabe von über 150 Bildungsstipendien seit 2007
- ▶ Alle Stipendiat(inn)en sind Waisen ohne familiäre Unterstützung
- ▶ Alle Helfer arbeiten im Ehrenamt
- ▶ Kosten für Verwaltung und Werbung liegen unter 3 % der Einnahmen

Familie Jäger Stiftung zur Förderung von Waisenkindern in Lateinamerika

www.mopani.org | info@mopani.org

Die Familie Jäger Stiftung ist als in Deutschland ansässige gemeinnützige Organisation anerkannt. Spenden sind steuerlich absetzbar. Zuwendungsbestätigungen werden gerne ausgestellt.

Diese Spendenaktion wird unterstützt von

**Smart Investor**

## Grundlagen

- 6 Einführung  
Basiswissen Silber
- 10 Interview  
„2/3 in Gold und 1/3 in Silber“;  
Gespräch mit Christian Brenner,  
philoro EDELMETALLE  
Deutschland
- 12 Fundamentalanalyse  
Silber – das bessere Gold;  
Gastbeitrag von Thorsten Schulte

## Historie

- 14 Mittelalterlicher Bergbau  
Die Silberstadt Schwaz;  
Gastbeitrag von Martin Wex
- 16 Hanseatischer Silberstandard  
Die Mark Banco; Gastbeitrag von  
Steffen Krug

## Investments

- 18 Silberminen  
Mehr Geld als Minen?
- 22 Interview  
„Wir wollen unsere Silberproduktion  
verdoppeln“; Gespräch mit  
Brad Cooke, Endeavour Silver
- 24 Silber-Fonds  
Silberminen im Fondsmantel
- 27 Smarte Zertifikate
- 28 Interview  
„Der Preis wird immer von den  
Investoren gemacht“; Gespräch  
mit Martin Siegel, Stabilitas GmbH

## Kolumne

- 30 Reden ist Silber, Schweigen ist Gold  
und Bargeld ist Freiheit; Gastbeitrag  
von Dagmar Metzger und Steffen  
Schäfer

- 3 Editorial
- 4 Impressum

### Interessenkonflikte:

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird von mindestens einem Mitglied der Redaktion gehalten. In diesem Falle gelten unsere Bestimmungen über Interessenkonflikte, die unter [smartinvestor.de/interessenskonflikt](http://smartinvestor.de/interessenskonflikt) nachgelesen werden können.



Illustration: © Sergey Titov / www.fotolia.com

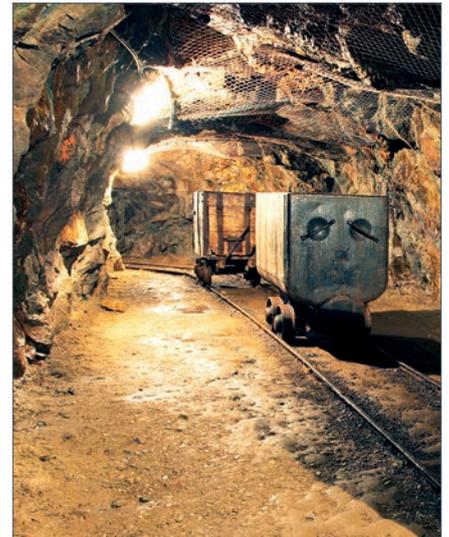


Foto: © TTitov / www.fotolia.com

# 6

### Einführung

Einige praktische Tipps und Besonderheiten zur Geldanlage in Silber präsentieren wir Ihnen ab S. 6.

# 18

### Silberminenaktien

Ab S. 18 stellen wir vielversprechende Aktien aus dem Silbersegment vor – mit interessantem Hintergrundwissen.



# 10, 12, 22, 28

### Interviews

Mit Christian Brenner von philoro EDELMETALLE sprachen wir über Aspekte des physischen Edelmetallkaufs (S. 10). Brad Cooke, CEO von Endeavour Silver, stellt ab S. 22 sein Unternehmen vor. Martin Siegel, Geschäftsführer der Stabilitas GmbH liefert Einblicke zu Silber, Minen und Zins (S. 28) und „Silberjunge“ Thorsten Schulte beschreibt ab S. 12 die Voraussetzungen für eine neue Silberhaushalt.

## Impressum

14. Jahrgang 2016, Beilage „Silber 2016“

**Verlag:** Smart Investor Media GmbH,  
Hofmannstr. 7a, 81379 München,  
**Tel.:** +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38,  
[info@smartinvestor.de](mailto:info@smartinvestor.de),  
[www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)

**Redaktion:** Ralf Flierl (Chefredakteur),  
Christoph Karl (stellv.), Ralph Malisch

**Mitarbeiter:** Christian Bayer, Benjamin Eder,  
Rainer Kromarek, Magdalena Lammel,  
Marc Moschettini

**Gast-Autoren:** Steffen Krug, Dagmar Metzger,  
Steffen Schäfer, Thorsten Schulte, Martin Wex

**Interviewpartner:** Christian Brenner, Brad  
Cooke, Martin Siegel

**Gestaltung:** David Burns  
(Gesamtgestaltung, Bildredaktion),  
© tom / [www.fotolia.com](http://www.fotolia.com) (Titelbild)

**Bilder:** [www.fotolia.com](http://www.fotolia.com)

**Druck:** Joh. Walch GmbH & Co. KG,  
Augsburg

**Redaktionsschluss:** 21. Oktober 2016

**Preis:** Einzelpreis 6,40 EUR, Jahresabo:  
64 EUR in Deutschland, 84 EUR im  
Rest der Welt

(Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost).  
Alle Preise inkl. Versandkosten und 7% MwSt.

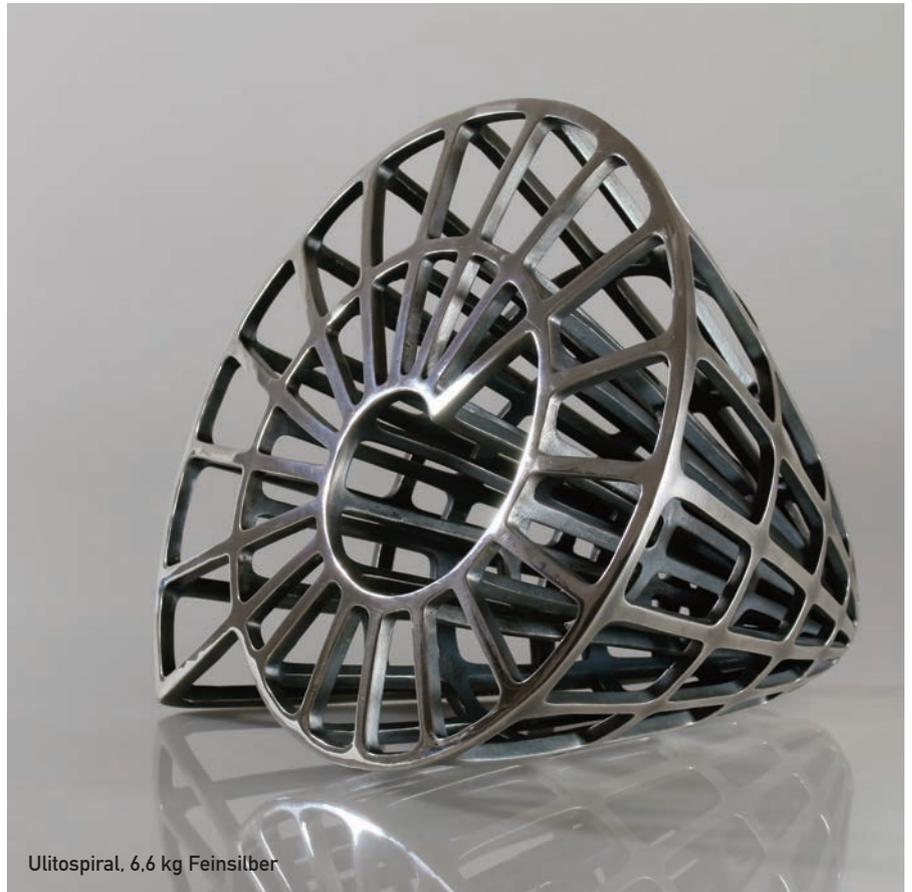
ZKZ 61978, ISSN 1612-5479

# BULLIONART

Silberkunst



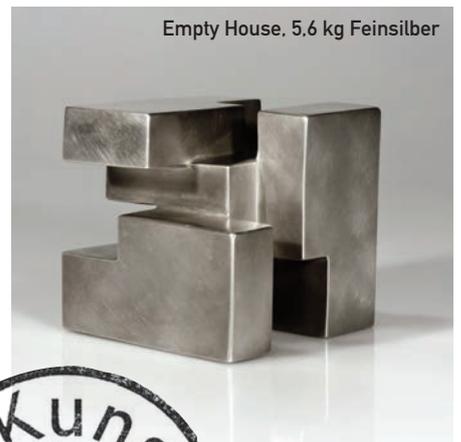
Ouverture, 5,6 kg Feinsilber



Ullitospiral, 6,6 kg Feinsilber



Koi 1, 3,0 kg Feinsilber



Empty House, 5,6 kg Feinsilber

>> Skulpturen aus Feinsilber sind eine faszinierende Form der Kunstanlage, die Ästhetik, Werterhalt und Liquidität miteinander verbindet. Denn statt Barren im Tresor oder Keller zu verbergen, können Sie sich nun jeden Tag an Schönheit und Material erfreuen.

Unter [www.bullion-art.de](http://www.bullion-art.de) finden Sie ausgewählte Skulpturen aus Feinsilber mit Gewichten von 300 Gramm bis 16 Kilogramm. Alle Skulpturen werden im Wachsau-schmelzverfahren gegossen und sind nach Vorgabe des Künstlers limitiert.



Gerne senden wir Ihnen eine kostenlose Broschüre zu – ein Anruf oder eine Email genügt.

## Einführung

# Basiswissen Silber

## Hintergründe und Praktisches zur Geldanlage in Silber



Illustration: © Sergey Tarasov / www.fonolia.com

### Performance hat einen Preis

Traditionell steht Silber als Edelmetall im Schatten des Goldes. Auch althergebrachte Spruchweisheiten wie „Reden ist Silber, Schweigen ist Gold“ verweisen das weiße Metall wie selbstverständlich auf den ungeliebten Platz der „zweitbesten Lösung“. Aus Sicht von Edelmetallanlegern ist, wie Abb. 1 zeigt, das Gegenteil der Fall. Dort sind zusätzlich zur Kursentwicklung von Silber und Gold in US-Dollar die wesentlichen Hausse- und Baissephasen durch Zickzacklinien hervorgehoben. Befanden sich Edelmetalle in einem Bullenmarkt, hatte Silber jeweils die Nase vorn. Ging es dagegen bergab, dann wurde mit Silber wesentlich mehr Geld verloren als mit Gold. Das Muster bestätigte sich bis hinein in den Aufschwung des Jahres 2016 und die anschließende Korrektur. Die Botschaft ist klar: In Edelmetallhaussen wird die Performance mit Silber gemacht. Der Preis dafür

sind eine höhere Volatilität während der Hausse und empfindliche Verluste, falls man Beginn und Ende einer Hausse nicht richtig identifiziert.

### Vielfältige Verwendung

Auch wenn es uns an dieser Stelle primär um Silber als Anlageobjekt geht, sollte man im Hinterkopf behalten, dass es auch in der Industrie eine bedeutende Rolle spielt. So ist es leicht zu verarbeiten, hat beste elektrische und thermische Leitfähigkeit, wirkt bakterizid etc. Neben traditionellen Einsatzzwecken wie zur Herstellung von Schmuck, Besteck, Spiegeln oder in der Fotografie ist Silber daher besonders dort gefragt, wo es um Strom geht – egal ob Leiterbahnen, Supraleitungen oder RFID-Chips, um einige neuere Anwendungen zu nennen. Auch als Bestandteil von Desinfektionsmitteln und in der Wasseraufbereitung findet es Verwendung. Da der

wertmäßige Anteil bei vielen Produkten gering ist, ist die Nachfrage oft preisunelastisch und damit berechenbar. Sollte der Preis allerdings durch die Decke gehen, wird Silber wohl verstärkt substituiert.

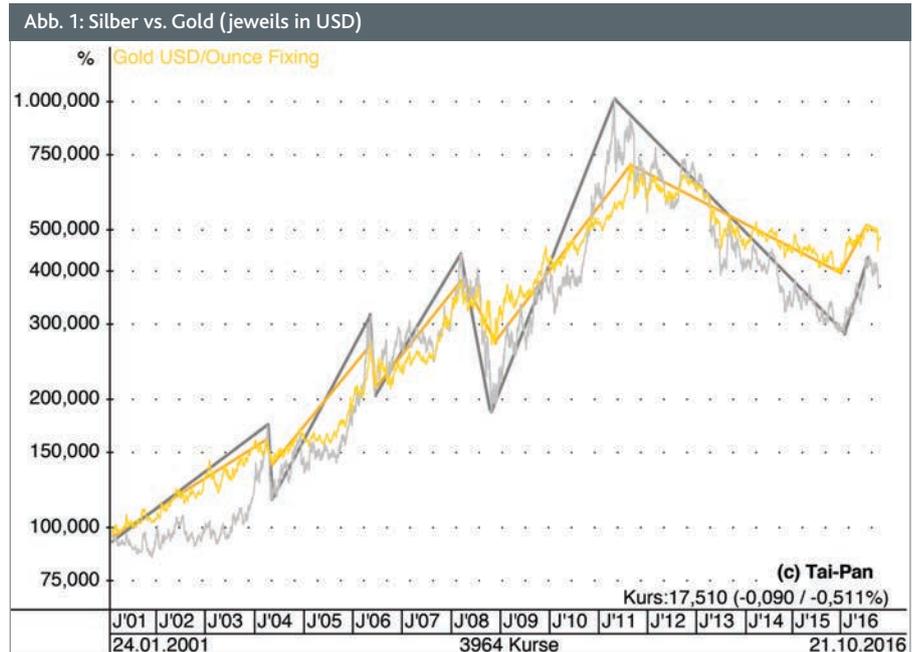
### „Risk off“

Befinden wir uns bei den Edelmetallen also in einem haussträchtigen Szenario? Abb. 2 zeigt den Relativchart zwischen Silber und dem S&P 500. Man kann dies als Gezeitenwechsel zwischen „Risk on“ (= positiv für Aktien) und „Risk off“ (= negativ für Aktien) interpretieren. Das bisher dramatischste „Risk-off“-Szenario zeigte sich 1979/80, als der überraschende sowjetische Einmarsch in Afghanistan zu verdauen war. Im Silber kam noch hinzu, dass seinerzeit die texanische Milliardärsfamilie Hunt parallel versuchte, den Silbermarkt zu „cornern“. Den zweiten Gipfel sahen wir im Jahr 2011 als Folge der Finanzkrise der

Jahre 2008ff. Ab da gelang es den Notenbanken, die Furcht der Marktteilnehmer halbwegs zu zügeln, sodass sich die Relation bis Ende 2015 wieder zugunsten der Aktien verschob. Im laufenden Jahr deutet sich ein erneutes Umdenken an. Raus aus „riskanten“ Aktien, rein in „sichere“ Edelmetalle – ein erneuter „Risk-off“-Trade also. Angesichts des fortgeschrittenen Niedergangs der Fiat-Money-Systeme sind Edelmetalle nun das bessere Cash und Silber – wie oben gezeigt – das bessere Gold. Dass die Finanzkrise im Kern bis heute ungelöst ist, kann man schon an einer grotesken Erscheinung wie dem Negativzins ablesen.

#### Nicht im Fokus

Natürlich klingt es zunächst merkwürdig, das hochvolatile Silber als eine „Risk-off“-Variante zu benennen. Wenn Anleger aber an Gold denken, denken sie interessan- ▶



Silber (grau) steigt schneller und fällt schneller als Gold (orange).

Während der Aufwärtsschübe der letzten 15 Jahre war Silber die bessere Wahl.

Anzeige



## Commodity-TV

### Die Welt der Rohstoffe in einer App!



- CEO- und Experteninterviews
- TV-Projektbesichtigungen
- Berichte von Messen und Konferenzen aus der Welt
- aktuelle Mineninformationen
- Rohstoff-TV, Commodity-TV und Dukascopy-TV
- JRB-Rohstoffblog
- Real-Time-Charts und vieles mehr

Für I-Phone und Android  
kostenlos  
im Appstore erhältlich!

**SRC** resource  
SWISS capital ag

terweise ohnehin auch automatisch an Silber, was dort aufgrund der Marktengung zu den schnelleren Anstiegen führt (vgl. Interview mit Martin Siegel ab S. 28). Daneben bietet Silber noch eine historisch gut belegte Form der Sicherheit: Im Gegensatz zu Gold stand der private Besitz von Silber in der Neuzeit nie im Fokus staatlicher Repression – allenfalls war Silber bei Formulierungen, die sich auf Edelmetalle bezogen, mit betroffen. Vermutlich waren die in Silber gehorteten Werte zu gering und die Bewertung von Gebrauchssilber zu aufwendig, um hier einen nennenswerten Ertrag zu generieren. Auch für das in der Produktion benötigte Silber – und das ist der eigentliche Vorteil von dessen nennenswerter industrieller Verwendung – müssten Tatbestände geschaffen und überwacht werden. Von daher wird Silber vermutlich auch diesmal nicht zu den Kernthemen der vorangetriebenen finanziellen Repression gehören. Allerdings sollten auch Silberanleger die Boshaftigkeit einer verzweifelten Staatsverwaltung, die sich ja vorgeblich nur um Gerechtigkeit bemüht, nie unterschätzen.

**Silber zum Anfassen**

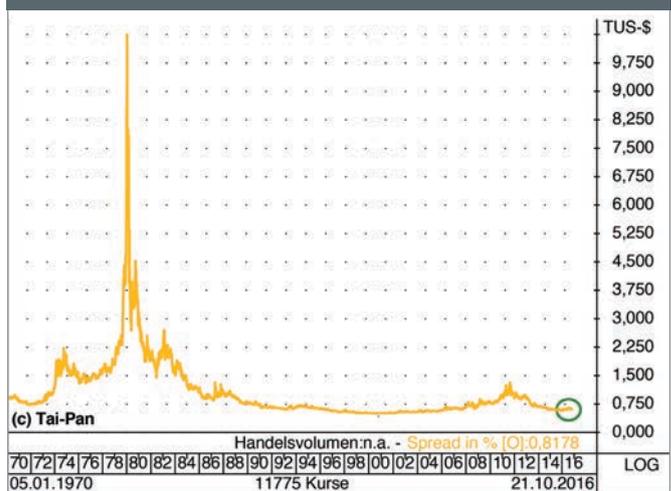
Erste Wahl für sicherheitsorientierte Silberanleger ist physische Ware. Dabei sollten sich Kaufwillige auf die großen und bekanntesten Händler konzentrieren – Degussa, pro aurum, philoro, Robbe & Berking, Westgold etc. Vorzugsweise ist der Händler des Vertrauens auch mit einer Niederlassung vor Ort vertreten. Das gibt zum einen das gute Gefühl, die Ware in Augenschein nehmen zu können, zum anderen ist der anonyme Erwerb gegen Barzahlung nur so möglich. Wer allerdings für 15.000 EUR oder mehr einkauft, muss auch beim sogenannten Tafelgeschäft seinen Ausweis vorzeigen. Die Politik hätte diese Grenze übrigens liebend gern auf 5.000 EUR herabgesetzt, wie ein entsprechender Versuchsballon vom Februar 2016 zeigte. Noch ein Wort der Warnung: Edelmetalle werden mit geringer Marge gehandelt. Wenn Sie also im Internet Preise finden, die zu schön sind, um wahr zu sein, dann sind diese genau das – zu schön, um wahr zu sein.



Foto: David Gn / www.fotohitz.com

Münzen sind Barren überlegen.

Abb. 2: Silber relativ zum S&P 500



Im Jahr 2016 wurde das „Risk-on“-Szenario, in dem Aktien attraktiver sind als Edelmetalle, offenbar beendet (grüne Markierung).

**Barren ...**

Nach der Grundsatzentscheidung für den Erwerb physischen Silbers geht es an die konkrete Umsetzung. Innerhalb eines reichhaltigen Angebots gilt es verschiedene Aspekte zu beachten: Die gebräuchlichsten Anlageformen sind Anlagemünzen (Bullion Coins) und Barren. Innerhalb jeder Kategorie gilt: Je größer die Stückelung, desto geringer die Aufgelder und desto mehr Silber erhält man für sein Geld. Dennoch dürfte der an der US-Terminbörse COMEX übliche 1.000-Feinunzen-Barren (= 31,1 kg) für den Handbestand des Endverbrauchers eher unattraktiv sein, weil er sich im Ernstfall kaum als praktikables Tauschobjekt erweisen wird. Der entscheidende Nachteil aller Barren ist ohnehin, dass bei Kauf und Lagerung im Inland der volle MwSt-Satz von 19% fällig wird.

**... oder Münzen?**

Zwar sind seit 2014 auch Käufe von Silberanlagemünzen – der EU-Harmonisierung sei „Dank“ – mit 19% MwSt belastet, allerdings haben sich die Edelmetallhändler mit „differenzbesteuerten“ Münzen etwas für ihre Kundschaft einfallen lassen. Dabei handelt es sich um aus dem EU-Ausland importierte Münzen – z.B. Maple Leaf (Kanada), Kookaburra (Australien) und American Eagle – für die zunächst nur eine 7%ige Einfuhrumsatzsteuer anfällt. Beim Weiterverkauf ist dann lediglich die Differenz zwischen An- und Verkaufspreis mit 19% zu versteuern. Da diese angesichts der Margen im Edelmetallhandel gering ist, zahlt man bei diesen Münzen im Ergebnis praktisch den alten, ermäßigten Steuersatz von 7%. Beim Erwerb sollte man sich auf gängige Prägungen mit hohem Wiedererkennungswert und einer Stückelung von einer Feinunze (31,1035 Gramm) konzentrieren.

**Münzen mit Sicherheitsnetz**

Übersteigt der aufgeprägte Wert einer Münze deren Metallwert, ist ebenfalls keine MwSt fällig. Bei solchen Anlagen erhält man zwar weniger Silber für sein Geld, ist aber durch den Nennwert ▶



# BARGELD VERBOT

[www.stop-bargeldverbot.de](http://www.stop-bargeldverbot.de)



*„In Kontinentaleuropa kenne ich niemanden,  
der die Absicht hat, Bargeld abzuschaffen.“*

*Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble am 26. Mai 2016 in Berlin vor dem Verein der Auslandspresse*

Interview

# „2/3 in Gold und 1/3 in Silber“

Gespräch mit **Christian Brenner**, Geschäftsführer der philoro EDELMETALLE Deutschland

**Smart Investor:** Herr Brenner, Ihr Unternehmen philoro expandiert sehr stark über neue Läden. Ist es tatsächlich so, dass die Kunden bei Edelmetallen nach wie vor den persönlichen Kauf vorziehen?

**Brenner:** Definitiv, die Filialen sind sehr gut frequentiert. Wenn gleich der Onlinehandel einen immer größeren Anteil einnimmt, schätzen die Kunden den Kauf vor Ort. Hintergrund ist, dass der Kauf bis 15.000 EUR anonym erfolgen kann, die Preise günstiger sind, weil keine Versandkosten hinzukommen; die Ware kann sofort in Augenschein und mitgenommen werden, und – last but not least – hat man in der Filiale die Möglichkeit des Informationsaustauschs, was den Handel wesentlich persönlicher macht.

**Smart Investor:** Welchen Anteil etwa macht Silber an Ihren Verkäufen aus?

**Brenner:** Silber wird stark nachgefragt – beinahe jeder zweite Kunde hat die Entscheidung getroffen, Silber in sein Portfolio aufzunehmen bzw. weiter aufzustocken. Tendenz steigend.

**Smart Investor:** Sie haben kürzlich eine Umfrage bei Ihren Kunden zu deren Kaufwünschen und -verhalten durchgeführt. Was kam dabei für Silber heraus?

**Brenner:** Es wird bevorzugt beim privaten Edelmetallhändler gekauft. Hier hat ein Wandel im Handel stattgefunden. Früher wurde bei der Bank gekauft, nun beim Spezialisten. Hintergrund ist, dass Sie beim Händler Ihres Vertrauens kein Konto benötigen, die Verfügbarkeit gegeben ist und in der Regel auch eine größere Auswahl. Zu guter Letzt sind der Preis und auch die Anonymität zwei wichtige Vorteile.

**Smart Investor:** Lassen sich die Silberkäufer von den Goldkäufern unter-

scheiden? Zum Beispiel hinsichtlich des Alters oder des Vermögens?

**Brenner:** Das möchte ich hinsichtlich des Alters nicht pauschalisieren. Ich sehe hier offen gesprochen keine großen Unterschiede. Bei Neuerscheinungen betreten viele Sammler die Bühne, welche in der Regel schon ein gesetzteres Alter haben. Der einzige Unterschied, den ich erkenne, ist, dass bei Silber die Stückzahl der Aufträge deutlich höher ist als bei Gold. Aber das liegt – denke ich – in der Natur der Sache.



*Christian Brenner führt seit dem Jahr 2011 als Geschäftsführer der philoro EDELMETALLE die Geschäfte in Deutschland.*

*Die philoro-Gruppe ist einer der führenden Anbieter im Edelmetallhandel in Europa. Neben dem Ver- und Ankauf von Edelmetallen verfügt das Unternehmen in den Filialen über Hochsicherheitslager und Schließfachanlagen. philoro bietet seine Produkte auch über eine hochmoderne Website an und ist Pionier im E-Commerce Handel von Edelmetallen. Mehr Infos unter: [www.philoro.de](http://www.philoro.de)*

**Smart Investor:** Wie ist Ihre Einschätzung zur Entwicklung des Silberpreises?

**Brenner:** Ich bin überzeugt, dass sich bei Silber ein sehr guter Boden gebildet hat und es von nun an stetig bergauf gehen muss. Wenn das Gold-Silber-Ratio im Bereich 1:65 bzw 1:80 liegt, stehen die Chancen – und das hat die Vergangenheit ein ums andere Mal bewiesen – sehr gut, dass Silber noch stärker nachgefragt wird und im Preis steigt. Das durchschnittliche Gold-Silber-Ratio in den letzten Jahrzehnten lag bei ca. 1:50, was aktuell einem Silberpreis von 25 USD/Feinunze entspräche. Das ist gut 40% höher als der aktuelle Kurs. Auf den Punkt gebracht: Das sind deutliche Kaufsignale für Einsteiger und jene, die ihren Bestand gerne weiter aufstocken möchten.

**Smart Investor:** Was raten Sie Ihren Kunden bezüglich der Aufteilung ihres Vermögens auf Gold, Silber oder andere Edelmetalle?

**Brenner:** Faustregel ist: 2/3 in Gold und 1/3 in Silber. Wir empfehlen unseren Kunden stets einen gewissen Anteil – zumindest 20-30% – ihrer Veranlagung auch in Silber anzulegen. Mit Silber und Gold in Portfolio hat man zwei Trümpfe im Ärmel. ■

*Interview: Ralf Fierl*

nach unten abgesichert. In Deutschland gibt das Bundesfinanzministerium seit 2015 wieder Silbermünzen für Sammler heraus. Nähere Informationen hierzu finden Sie auf der Website der Deutschen Bundesbank. Prägungen ohne Wertaufdruck sind übrigens keine Münzen, sondern lediglich Medaillen. Deren Marktwert liegt – den Bewertungen der Verkäufer bezüglich eines angeblichen Sammelwertes zum Trotz – in aller Regel nur beim reinen Materialwert abzüglich Einschmelzkosten.

### Numismatik und Silberkunst

Wem es nicht primär darum geht, möglichst viel Silber für sein Geld zu bekommen, der sollte sich mit der Numismatik beschäftigen. Ein lehrreiches Hobby, das unter akutem Nachwuchsmangel leidet. Das wird allerdings die Spitzenstücke der jeweiligen Sammelgebiete nicht davon abhalten, immer weiter aufzuwerten. Ohne echtes Interesse und eine gewisse Expertise macht das klassische Münzensammeln jedoch keinen Sinn. Wer sich zudem für Kunst aus reinem Silber interessiert, der sollte sich die Skulpturen ansehen, die von BullionArt angeboten werden. Eine Gemeinsamkeit aller physischen Edelmetallanlagen ist übrigens deren einkommensteuerliche Behandlung als private Veräußerungsgeschäfte. D.h. ab einer Haltedauer von einem Jahr finden die damit erzielten Gewinne oder Verluste keine steuerliche Berücksichtigung mehr.

### „Luxusproblem“ Lagerung

Nach dem Kauf von physischem Silber fangen die Lagerprobleme an. Dieses „Luxusproblem“ wird vor allem im Vergleich zu Gold deutlich: Um den gleichen Wert zu lagern, braucht man beim aktuellen Wertverhältnis und unter Berücksichtigung der spezifischen Dichte etwa den 130-fachen Raum. Da man in den eigenen vier Wänden allenfalls einen sehr kleinen Handbestand aufbewahren sollte – die Einbruchskriminalität im Lande ist sprunghaft angestiegen –, geraten gerade für Weißmetalle wie Silber, die der oben beschriebenen MwSt-Problematik unterliegen, Zollfreilager ins Visier. Die großen Edelmetallhändler bieten diesen Service inzwischen für ihre deutschen Kunden an. Allerdings schlagen dafür Gebühren von mindestens 1% p.a. zu Buche, bei Beträgen unter 100.000 EUR können es auch 1,75% p.a. und mehr sein. Da ist

der Steuervorteil des Zollfreilagers nach einigen Jahren aufgebraucht – zumal sich die Gebühr an der jeweils aktuellen Bewertung bemisst, die hoffentlich über die Jahre zulegt. Auch kann im Krisenfall der Zugriff mit wachsender Entfernung vorübergehend gestört sein. Dennoch sind solche Zollfreilager dem Schließfach bei der Hausbank allemal vorzuziehen. Diese sind angesichts der Volumenproblematik wesentlich teurer, der steuerfreie Erwerb ist nicht möglich und Banken könnten zudem zum Epizentrum eines erneuten Aufflackerkerns der Finanzkrise werden – Stichwort: Bankfeiertage.

### Papiersilber, aber nur gedeckt!

Mit Silberfonds und Silber-ETFs kann das Lagerproblem aufgrund der Skaleneffekte kostengünstig delegiert werden. Es versteht sich von selbst, dass zur Absicherung nur Produkte infrage kommen, bei denen das Papier nachgewiesen mit physischem Silber hinterlegt ist. Da dieses Silber Sondervermögen darstellt, fällt es auch nicht in eine eventuelle Konkursmasse des Emittenten. Hier empfiehlt es sich, die Bedingungen der jeweiligen Anbieter genau zu studieren. Auch sollten sich Anleger davor hüten, das Urteil des BFH zu XETRA-Gold – dort wurde die steuerliche Behandlung entsprechend physischer Ware bestätigt (s.o. und Smart Investor 10/2016, S. 17f) – in Eigenregie analog für Silberprodukte anzuwenden, nur weil diese XETRA-Gold irgendwie ähnlich sind. Der Teufel steckt hier im Detail. Der große Vorteil von Silber-ETFs und Silberfonds besteht in der Möglichkeit, kostengünstig und auf Knopfdruck in den Silbermarkt zu diversifizieren. Wenn

ohnehin nicht an ein langfristiges Halten, sondern eher an eine unterjährige Spekulation gedacht wird, sind solche Papiere auch im Handling dem physischen Erwerb überlegen.

### Minenaktien und -fonds

Wer bei seinen Silberinvestitionen nicht nur auf Kosten schaut, sondern eine Beteiligung in einem Unternehmen dieser Branche anstrebt, für den eignen sich Silberaktien. Natürlich kauft man sich mit den Chancen solcher Aktien auch unternehmerische Risiken ein – dies umso mehr, als das Bewertungsniveau teils schon recht ambitioniert ist. Näheres dazu und interessante Titel finden Sie in unserem Beitrag „Mehr Geld als Minen“ ab S. 18. Eine gute Alternative zu Einzelaktien stellt der von unserem Gesprächspartner Martin Siegel (vgl. Interview auf S. 28) betreute Fonds STABILITAS – SILBER+WEISSMETALLE P (WKN A0KFA1) dar. Fonds mit nennenswertem Silberanteil und auch ETFs behandelt der Artikel auf S. 24.

### Fazit

Anlagen in Silber dürften vom aktuellen Niveau aus deutlich mehr Chancen als Risiken aufweisen. Erwerb und Verwahrung von physischem Silber ist allerdings mit echtem Aufwand verbunden. Einen guten Kompromiss können mit physischem Silber hinterlegte ETFs und Fonds darstellen. Silberaktien sind dem Potenzial des weißen Metalls bereits weit vorausgeeilt, allerdings bietet die jüngste Korrektur zumindest einige vertretbare Einstiegsmöglichkeiten in diesen äußerst engen Markt. ■

Ralph Malisch



Foto: © BullionArt

## Fundamentalanalyse

# Silber – das bessere Gold

Welche Zutaten braucht eine neue Silberhaussa?

Gastbeitrag von Thorsten Schulte, Chefredakteur „Der Silberjunge“



*Thorsten Schulte ist Vorsitzender des Vereins „Pro Bargeld – Pro Freiheit e. V.“, der sich strikter Überparteilichkeit bei der Verteidigung von Bargeld und Freiheit verpflichtet. Schulte ist ehemaliger Investmentbanker der Deutschen Bank, heute Chefredakteur der Publikationen von „Der Silberjunge“ sowie Buchautor und Redner.*

## Wenn der Reiter das Pferd trägt ...

Negativzinsen, die vor Jahren noch für undenkbar gehalten wurden, haben inzwischen ein Viertel der Weltwirtschaft fest im Griff. Allein in Euroland sind Mitte Oktober 2016 Staatsanleihen in Höhe von rund 2.700 Mrd. EUR mit einer Minusrendite ausgestattet. Selbst die Verzinsung von Unternehmensanleihen rutscht unter die Nulllinie. Negativzinsen sind so, als würde der Reiter das Pferd tragen. Eine verkehrte Welt. Gold und Silber haben in dieser Welt einen gemeinsamen Vorteil: Sie kosten keine Zinsen. Früher hieß es noch, Gold und Silber würfen keine Zinsen ab. Wie sich die Zeiten doch ändern und aus einem vermeintlichen Nachteil ein Vorteil wird.

## Bargeld und Gold stigmatisiert

Wir sollten uns jedoch nichts vormachen. Bargeld als Feind dieser Welt der Negativzinsen wird bereits stigmatisiert. Kenneth Rogoff, ehemaliger Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds und neben EZB-Präsident Mario Draghi Mitglied der von der Rockefeller Foundation gegründeten Group of Thirty, hat sogar ein Buch geschrieben, in dem er von den Regierungen das aktive Auslaufen des Bargeldes fordert. Kein Goldbesitzer sollte hier abseitsstehen und glauben, dass die Stigmatisierung und Marginalisierung des Bargeldes gut für Gold sei. Gold ist mehr noch als Bargeld der Feind der Notenbanken, und finanzielle Repression steht auch hier zu befürchten. Während Gold gehortet wird, wird Silber in der Realwirtschaft genutzt und verbraucht. Kaum jemand besitzt Silber physisch. Daher halten wir seit Jahren die Gefahr eines Silberverbots für sehr gering. Laut den jeweils letzten Studien der Steinbeis-Hochschule Berlin besitzen die Bundesbürger Goldmünzen und Goldbarren im Wert von aktuell 165 Mrd. EUR

und Silbermünzen und Silberbarren mit einem Marktwert von gegenwärtig noch nicht einmal 6 Mrd. EUR. Wir raten unseren Abonnenten trotz der geringen Verbotsgefahr für Silber dennoch, unbedingt einen Teil im Ausland aufzubewahren. Über unsere bevorzugten Lagermöglichkeiten schreiben wir mit guten Gründen immer wieder.

## Mutter und Vater jeder Silberhaussa

Silber ist das bessere Gold. Die Verbotsgefahr ist wesentlich geringer. Dennoch führt es als Investment ein Schattendasein. Silber spielt seine Stärken vor allem bei einem Boom der Weltwirtschaft und steigenden Inflationsängsten aus. Steigende Nachfrage der Industrie nach Silber und steigende Silberinvestments aus Angst vor Inflation sind wie Mutter und Vater einer jeden Silberhaussa. Aber auch bei der in den 70er-Jahren zunehmend zu beobachtenden Stagflation, also einer auf der Stelle tretenden Wirtschaft bei hoher Inflation, brachte Silber den Investoren viel Freude. Es bot sowohl in dieser Periode den mit Abstand besten Inflationsschutz als auch während der Rohstoffhaussa von Ende 2001 bis 2011. Gold und Rohöl wurden in beiden Fällen deklassiert. Inflation sorgt für das beste Umfeld für den Silberpreis (vgl. Abb. 1).

## Gold-Silber-Ratio als Leitschnur

Interessant ist der Zusammenhang zwischen der Inflation und dem Gold-Silber-Ratio. Silber gewinnt gegenüber Gold in Inflationsphasen. In diesem Umfeld kann Silber seine Stärke gegenüber Gold ausspielen (vgl. Abb. 2). Auf Tagesschlusskursbasis lag das Gold-Silber-Ratio am 14. März 1968 bei 14,1 und am 2. Januar 1980 bei 14,0. Werte unter 20 sollten wir allmählich für Reduzierungen unserer Silberinvestments gegenüber Goldinvestments nutzen.

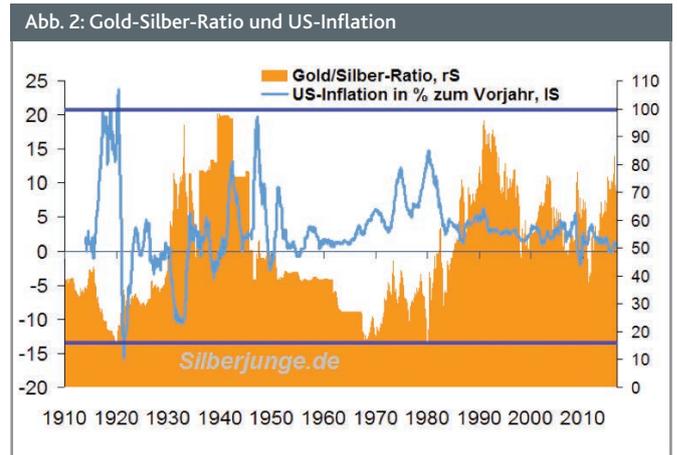
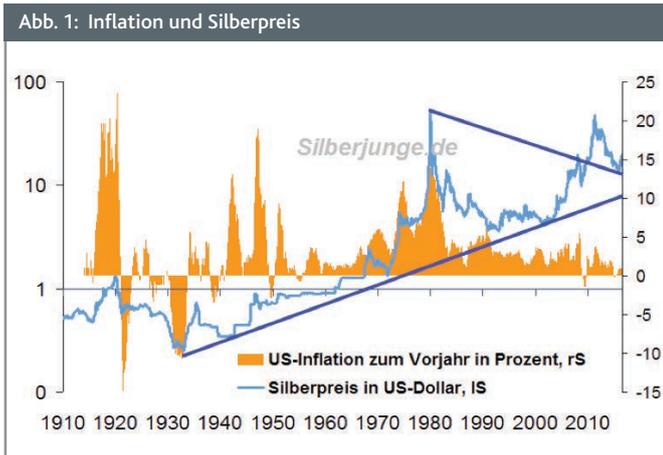


Abb. 1: Inflation und Silberpreis  
Anstiege der US-Inflationsrate quitierte der Silberpreis mit starken Preisaufschlägen.  
Quelle: Silberjunge.de

Abb. 2: Gold-Silber-Ratio und US-Inflation  
In Inflationsphasen zeigt Silber auch Relative Stärke und das Gold-Silber-Ratio (orange) sinkt.  
Quelle: Silberjunge.de

**Nicht im Interesse der Sparer**

Wir sollten nicht vergessen, was der ehemalige Bundesbank-Präsident Axel Weber in einem Beitrag für die Handelszeitung vom 10. Juni 2015 formulierte: „Zentralbanken wurden eingeführt, um die Kriegsfinanzierung zu sichern. Später wurde ihre Aufgabe um die Rolle als Kreditgeber der letzten Instanz erweitert.“ Im Interesse des vertrauensseligen Sparer haben Zentralbanken noch nie auf Dauer gehandelt.

**Währung und Inflation**

Trotz der Null- bzw. Negativzinsen sowie der massiven Anleihekäufe der Zentralbanken will die Inflation noch nicht wieder das Laufen lernen. In Japan sank die Kernrate ohne Nahrungsmittel und Energie im August 2015 sogar auf nur +0,2% zum Vorjahr. Und ohne die angeblich stark steigenden US-Mieten liegt die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel in den USA nur bei +1,5%. Wie schnell die Inflation dann jedoch zurückkehren kann, zeigt die Vergangenheit. Die Credit Suisse schätzt, dass die Inflation in Großbritannien bei einem Pfundkurs zum US-Dollar von 1,20 (aktuell 1,21) 2018 bei 2,5% und bei der Parität auf rund 3,5% steigen würde. Je schwächer der Pfundkurs, desto teurer die im Ausland gekauften Güter. Sollte der US-Dollar angesichts der gigantischen Netto-Auslandsverschuldung (Forderungen wie Aktienbesitz und Verbindlichkeiten wie Staatsanleihen im Auslandsbesitz saldiert) von 8.0 Mrd. USD bzw. 43,6% der US-Wirtschaftsleistung (per 30. Juni 2016) einbrechen, kann auch in den USA schnell Inflation entstehen. Derzeit

stützen die Aussicht auf eine weitere US-Leitzinserhöhung und der Glaube an die angeblich vor Kraft strotzende US-Wirtschaft den US-Dollar. So sind in den letzten zwei Jahren angesichts des starken Dollar die US-Importpreise aus den Haupthandelsländern wie China, Kanada, Mexiko, Japan und Euroland deutlich gefallen und drückten die Inflation. Aber dieser Traum von einem starken USD kann nicht immer währen, und dann wird aus importierter Deflation importierte Inflation.

**Früher als der Frühindikator**

Seit Mitte 2011 mussten wir erklären, dass der Frühindikator OECD+BRICS (im Chart in Rot), der einschließlich der Schwellenländer über 83% der Weltwirtschaft abdeckt, immer wieder Schwäche-

signale aussandte. Werte unter 100 stehen für Rezessionsgefahren. Im Silberbulletin vom 20. Februar 2016 zeigten wir jedoch, wie Gold und Silber in der Vergangenheit deutlich vor dem Turnaround des OECD-Frühindikators drehten, was auch jetzt wieder geschah (vgl. Abb. 3).

**Fazit**

Silber kann seine Stärke ausspielen, wenn ein Boom der Weltwirtschaft die industrielle Nachfrage steigen lässt und die Investmentnachfrage nach Silber aufgrund wachsender Inflations Sorgen anzieht. Beides war 2010/11 der Fall. Derzeit ist noch immer keine Inflation am Horizont erkennbar, aber dies kann sich schnell ändern, wie wir in unserer 66-seitigen Sondermitteilung zu den USA ausführlich erläuterten. ■



Abb. 3: Frühindikator OECD+BRICS und Silberpreis in USD  
Silber (blaue Linie) hat selbst gegenüber dem Frühindikator (rote Linie) einen Vorlauf.  
Quelle: Silberjunge.de

Mittelalterlicher Bergbau

# Die Silberstadt

Was die österreichische Stadt Schwaz mit dem Edelmetall zu tun hat...

Gastbeitrag von Martin Wex



Mag. Martin Wex (Jahrgang 1968). Studium der Betriebswirtschaft. Gründer mehrerer Unternehmen im Medienbereich. Derzeit Geschäftsführer der Absolutinternet GmbH. Neben seiner beruflichen Laufbahn bekleidet er in seiner Heimatstadt Schwaz das Amt des Vizebürgermeisters und Wirtschaftsreferenten. Als Sprecher für „Forschung – Technologie – Innovation“ engagiert er sich als Abgeordneter der ÖVP im Tiroler Landtag. Kontakt: politik@wex.at

Die im Tiroler Unterinntal gelegene Stadt Schwaz war einst „aller Bergwerke Mutter“\*. Zu seiner Blütezeit um 1500 war Schwaz die größte Bergbaumetropole der damals bekannten Welt. Rund 85% des weltweit produzierten Silbers wurden dort gewonnen. Dies war die Grundlage für Macht und Politik im damaligen Europa. Heute besinnt sich die Stadt ihrer historischen Wurzeln und setzt mit verschiedenen Initiativen zum Thema „Silber – Macht – Geld“ konkrete Schritte, um diese vermehrt erlebbar zu machen.

**Seit wann wird in Schwaz Bergbau betrieben?**

Frühe Funde belegen eine intensive Bergbautätigkeit bereits zur Zeit der Urnenfelderkultur um ca. 1500 vor Christus. Damals wurde Kupfer abgebaut, welches zur Herstellung von Bronze diente, denn Silber konnte man mit dem damaligen Stand der Schmelztechnik noch nicht gewinnen.

**Wann kam der Silbersegen?**

Das lässt sich nicht genau feststellen. Einer Sage nach war es 1409, als ein Stier mit seinen Hörnern einen silberhaltigen Stein freilegte. Die Kunde verbreitete sich rasch. Das kleine Dorf Schwaz, mit seinen bäuerlichen Strukturen, wuchs daraufhin binnen

weniger Jahre auf über 20.000 Einwohner an. Damit war Schwaz die zweitgrößte Ortschaft im heutigen Österreich nach Wien. Auf die Erhebung zur Stadt verzichtete man dennoch, da man weder bereit war, eine Stadtmauer zu errichten, noch auf Sonderrechte der Gewerke und Bergleute zu verzichten. Diese erfolgte erst 1899, nachdem der Bergsegen versiegt, Schwaz im Zuge der Napoleonischen Kriege (1809) niedergebrannt und die Einwohnerzahl auf weniger als 3.000 gesunken war.

**Wer profitierte damals vom Bergsegen?**

Primär profitierten der Adel und seine Finanziers. Die 1523 geförderte Menge von 15,7 Tonnen Brandsilber stellte zu dieser Zeit 85% des weltweit geförderten Silbers dar. Noch dazu kam, dass aufgrund der Zusammensetzung des geförderten Fahlerzes die rund 70-fache Menge an Kupfer abgebaut wurde. Das Silber wurde zu Münzen, das Kupfer zu Geschützen verarbeitet. Beides sicherte die Vormachtstellung der Habsburger. Waren es zu Beginn meist einheimische Gewerkefamilien (Tänzl, Stöckl,..) so drängten im Laufe der Zeit nach und nach finanzkräftige, ausländische Handelsfamilien nach

\*) „Swatz ist aller perckwerk muater“ (Zitat von Georg Rösch 1558)

Schwaz. Unter ihnen die Fugger, Baumgartner und Manlich aus Augsburg. Mit Schwazer Silber finanzierten die Fugger u.a. das feudale Leben von Sigismund, dem Münzreichen, die imperialistischen Pläne von Maximilian I. und auch die Wahl Karls V. zum deutschen König.

### Was hat das Schwazer Silber mit dem Dollar zu tun?

1477 verlegte Sigismund, der Münzreiche, die Münzstätte von Meran ins nur 20 km von Schwaz entfernte Hall in Tirol. Er war es auch, der mit seiner Münzreform eine Silbermünze auf den Markt brachte, die im Wert genau einem Goldgulden entsprach – den Guldiner (1486). Später wurde die Prägung des Silberguldens auch im böhmischen Joachimsthal aufgenommen. Dort nannte man die Silbermünzen „Joachims-taler“, später nur mehr „Taler“. Daraus entstand später der Dollar.

### Wird heute noch Silber abgebaut?

Nein. Obwohl sich laut Geologen im Berg in etwa noch die gleiche Menge an Silber befindet, die bislang abgebaut wurde. Die Produktion wäre jedoch aufwändig und unrentabel. So kam es bereits Mitte des 16. Jahrhunderts durch die aufkommende Konkurrenz mit den weitaus ergiebigeren Silberbergwerken in Süd- und Mittelamerika zu

einer verschärften Situation und letztendlich zum Niedergang des Schwazer Bergbaues, der mit seinen technischen und sozialen Errungenschaften den Bergbau jedoch weltweit bis ins späte 19. Jahrhundert prägte.

### Was ist davon in Schwaz noch sichtbar?

Zum einen gibt es rund um Schwaz ca. 500 Kilometer an Stollen. Ein Teil davon kann bei einem Besuch des Schwazer Silberbergwerks besucht werden ([www.silberbergwerk.at](http://www.silberbergwerk.at)). Zudem zeugen prächtige Bauwerke vom Reichtum der damaligen Zeit. Darunter Schloss Tratzberg, das Schwazer Rathaus und das Fuggerhaus, das Franziskaner Kloster und die einzige vier-schiffige und größte gotische Kirche Tirols. Das Dach ist übrigens mit über 14.000 Kupferplatten gedeckt.

### Gibt es Parallelen aus der Geschichte zu heute?

Unbedingt. Vieles, worüber wir heute diskutieren, ist nicht neu. Schwaz hat dies miterlebt. Angefangen vom massiven Zuzug aus anderen Ländern über die Kumulierung von Vermögen in den Händen weniger, gravierende Umweltzerstörungen und -katastrophen durch Raubbau, Internationalisierung und Niedergang durch Billigimporte bis hin zu Notgeldsystemen zur Zeit der großen Inflation 1921.

### Wie profitiert die Stadt heute von der beeindruckenden Geschichte?

Wir positionieren uns als Silberstadt und wollen damit ein Alleinstellungsmerkmal im hart umkämpften Tourismusmarkt aufbauen. Dazu muss man wissen, dass der gleichnamige Bezirk Schwaz mit knapp 9 Millionen Nächtigungen pro Jahr der tourismusintensivste in ganz Tirol ist. Die Gäste sind also bereits vor Ort.

Mit einem interessanten Besucherzentrum – wir nennen es „Silberversum“ – wollen wir einen spannenden Bogen „Silber – Macht – Geld“ von den Anfängen des Bergbaus bis hinein in die Zukunft des Geldes (Geldordnung, Währungssystem, Alternativen, Digitalisierung,...) spannen. Zusammenhänge sollen spielerisch als Erlebnis vermittelt werden.

### Besteht eine Möglichkeit, sich einzubringen?

Ja, gerne. Das Rohkonzept steht. Über gute Ideen und Anregungen, ob inhaltlich oder gestalterisch, freuen wir uns aber sehr. Vorgesehen sind auch Verkaufsflächen, die gerne an thematisch passende Unternehmen vermietet werden. Wer nähere Details zum Projekt „Silberversum“ erfahren möchte, kann sich jederzeit an den Autor dieses Artikels wenden.

Fotos: © TVB Silberregion Karmuedel, SMS GrubH Schwaz, Tom Bause, Klaus Maishinger



Nachbildung einer Bergwerkssituation im Schwazer Silberbergwerk-Museum



Blick auf Schwaz, links vorne der Turm der Maria Himmelfahrt Kirche

## Hanseatischer Silberstandard

# Die Mark Banco

## Über Aufstieg und Niedergang einer Silberwährung

Gastbeitrag von Steffen Krug



*Dipl.-Volkswirt Steffen Krug arbeitete nach seinem Studium an der Uni Heidelberg, ESC Reims in Frankreich sowie der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt (Oder) als Wertpapierspezialist bei einer Hamburger Bank und ist seit 2001 als bankenunabhängiger Vermögensberater tätig. Während seiner praktischen Tätigkeit entwickelte er den Investmentstil Austrian Asset Management, gründete im Jahr 2009 das Institut für Austrian Asset Management ([www.ifuam.de](http://www.ifuam.de)) und hält regelmäßige Vorträge zur Eurokrise, Geldgeschichte und zu Fragen der praktischen Vermögenssicherung. Im Rahmen der jährlichen Hamburger Mark-Banco-Anlegertagung verleiht das IfAAM-Institut die renommierte ROLAND BAADER-Auszeichnung ([www.roland-baader.de](http://www.roland-baader.de)).*

Seit der karolingischen Münzreform im Jahr 793 existierte im mitteleuropäisch-deutschsprachigen Raum bis 1873 de facto eine Silberwährung. Der Wert der ebenfalls umlaufenden Handelsmünzen in Gold und Kupfer bezog sich entsprechend auf diesen Silberstandard. Wie überall auf der Welt war die Falschmünzerei der deutschen Landesherren und die damit einhergehenden Münzverschlechterungen ein Problem für Kaufleute und Produzenten. Die Hamburger Kaufmannschaft entschied sich daher im Jahr 1619 zur Gründung einer Girobank – der Hamburger Bank.

Die Mark Banco, oder auch Banco-Mark, wurde als wertstabile Verrechnungseinheit mit einer vollständigen Silberdeckung geschaffen. Im Gegensatz zur Courantmark wurde die Mark Banco nicht ausgeprägt. Die Kunden leisteten bei der Hamburger Bank eine Einlage in vollgewichtigen Reichstalern oder Silberbarren und bekamen pro 8,33 Gramm Silber eine Mark Banco gutgeschrieben. Die Silberrechnungseinheit Mark Banco konnte nun zu allen anderen Währungen in Beziehung gesetzt werden. Damit entstand das erste deutsche Girosystem basierend auf einem Silberstandard nach dem Vorbild der Girobanken in Italien und Amsterdam.

### Volldeckung durch Silber

„Dat Sülver möt do wesen“ – „Das Silber muss da sein“ lautete das Credo der Hamburger Kaufleute. Fair verhandeln, pünktlich leisten sowie korrekt abrechnen war die Maxime des Handelns der ehrbaren Kaufmannschaft. Selbst Banknoten galten den Hamburgern als suspekt. So kam es, dass die Hamburger Bank im Gegensatz zu anderen Banken auch langfristig an einer 100%-Silberdeckung festhielt. Als die Napoleonische Armee den Hamburger Silberschatz zu Beginn des 19. Jahrhunderts

plünderte und für einige Zeit nach Paris brachte, stellte sich heraus, dass die faktische Silbermenge sogar das Buchguthaben überstieg, weil auch die Gebühren für die Banktätigkeit im Tresor als Silber hinterlegt waren. Zu dieser Zeit hatte die Hamburger Bank „in der ganzen Welt den Ruf außerordentlicher und unwandelbarer Sicherheit erworben, und ihre Valuta ist namentlich in der Zeit von 1797-1819 der Maßstab und Standard aller Währungen, Wechsel und Edelmetallpreise gewesen“ (in Ernst Levy von Halle, „Die Hamburger Bank und ihr Ausgang“).

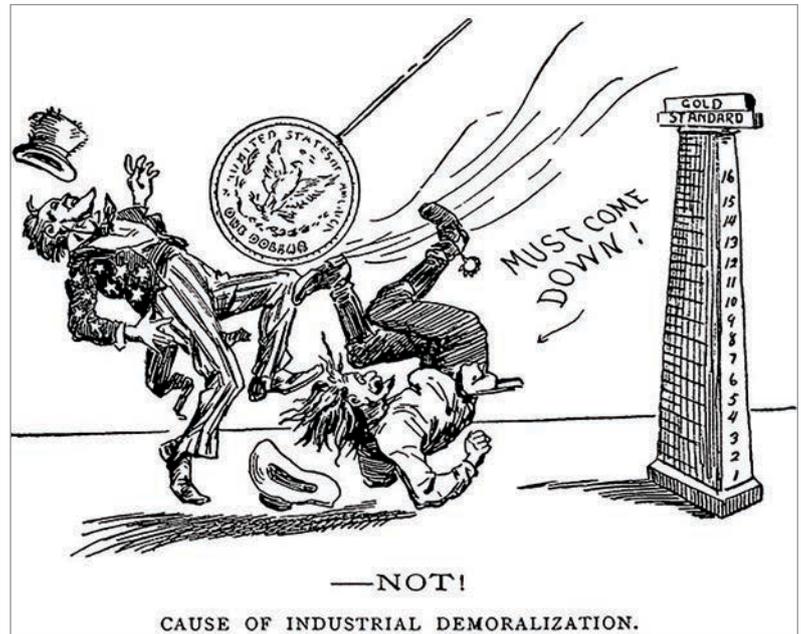
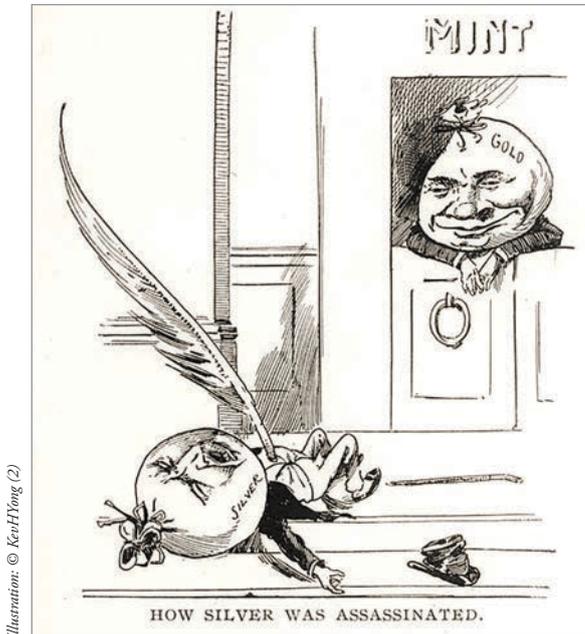
### Der Weg zum Goldstandard

Die Bank von England hingegen hatte während der Napoleonischen Kriege die Einlöseverpflichtung der Banknoten eingestellt, um das Pfund Sterling zwecks Kriegsfinanzierung inflationieren zu können. Mit dem Gesetz von 1816 wurde die neu eingeführte Sovereign-Goldmünze dann auch nicht mehr als 20 vollwertige Silber-Shilling, sondern als ein Pfund Sterling definiert.

Während im Bimetallismus der Preis von Gold in Silber bzw. der Preis von Silber in Gold ausgedrückt wurde, konnte jetzt der Preis für Gold als eine Zahl auf einem Stück Papier definiert werden. Die Möglichkeit, den Preis von Gold mit einer selbstgedruckten Papierwährung auszudrücken, eröffnete den Bankern und Politikern der City of London völlig neue geldpolitische Horizonte. Mit dem Aufstieg des Pfund Sterling zur internationalen Reservewährung konnte das British Empire finanziert und kontrolliert werden.

### Demonetisierung des Silbers

Im Anschluss an den amerikanischen Bürgerkrieg (1860-65) sowie den Deutsch-Französischen Krieg (1870-71) wurde



„Crime of 1873“ Das Verbrechen von 1873 leitet die weltweite Demonetisierung von Silber ein

Silber auch von den Regierungen der Vereinigten Staaten sowie des Deutschen Reiches demonetisiert. Der Coinage Act von 1873 führte, genau wie 57 Jahre zuvor in England, nur noch Goldmünzen auf, wobei der Standard-Silber-Dollar mit 371,25 Grains Feinsilber nicht mehr erwähnt wurde. Durch dieses Gesetz wurde knapp die Hälfte des umlaufenden Geldes aus dem Kreislauf genommen, wovon insbesondere Arbeiter und Farmer betroffen waren, die nun ihre Hypotheken und Darlehen nicht mehr bedienen konnten.

Dementsprechend ging dieses Gesetz als „Crime of 1873“ in die Geschichtsbücher ein, und selbst für einen besonnenen Ökonomen wie Milton Friedman „steht es außer Frage, dass der Standard-Silber-Dollar bewußt von der Liste der zugelassenen Münzen gestrichen wurde, in voller Kenntnis der wahrscheinlichen Folgen und in der Überzeugung, dass diese Folgen wünschenswert seien“. 1873 demonetisierten neben Deutschland und den USA auch Dänemark sowie Schweden Silber. Es folgten 1875 Norwegen, in den 1880er Jahren Frankreich und die anderen Mitglieder der

Lateinischen Münzunion, 1893 Indien, 1897 Japan sowie 1935 China. In dieser Zeit stieg das Silber-Gold-Ratio von 15:1 auf 80:1. Niemals zuvor in der gesamten Menschheitsgeschichte musste so viel Silber für Gold auf den Tisch gelegt werden wie zu diesem Zeitpunkt.

#### Bismarck demonetisiert den Mark Banco Silberstandard

Wie in den USA machten auch im Deutschen Reich in den Jahren nach dem Verbrechen von 1873 allerlei Verschwörungstheorien die Runde. Die konservative Kreuzzeitung berichtete im Juni 1875 in einer Artikelserie über „die Ära Bleichröder, Delbrück, Camphausen und die neudeutsche Wirtschaftspolitik“. Das Blatt beschuldigte Bismarck, deutsche Interessen an seinen jüdischen Privatbankier Gerson von Bleichröder ausverkauft zu haben. Während die Minister Rudolf von Delbrück und Otto von Camphausen tatsächlich Anhänger des Goldstandards waren, sprach sich aber ausgerechnet der Rothschild-Agent Bleichröder in diversen Briefen an Bismarck dafür aus, an der Doppelwährung – sprich dem Bimetallismus – festzuhalten. Bei Bis-

marcks Entscheidung für den Goldstandard waren vor allem machtpolitische Überlegungen ausschlaggebend.

Der Wert der französischen Reparationszahlungen von unglaublichen 5 Milliarden Goldfranken an Berlin, die im Julisturm der Zitadelle Spandau eingelagert wurden, erfuhren mit der Demonetisierung von Silber nämlich einen immensen Wertzuwachs. Als Konsequenz verminderte sich die Kreditfähigkeit der übrigen deutschen Landesfürsten und Reichsstädte, während die Bonität des Kaisers und seines Kanzlers in Berlin signifikant anstieg. Das bekam vor allem die Hamburger Kaufmannschaft zu spüren. Die Hamburger Bank mit ihrer Mark Banco wurde am 31. Dezember 1875 geschlossen und in eine Außenstelle der Reichsbank (mit lediglich noch 30% Deckung) umgewandelt. Wenige Jahre später presste Bismarck den Hamburgern auch noch den jahrhundertelangen Status der städtischen Zollfreiheit ab. Die letzten Hindernisse für den Aufbau eines interventionistischen Militär- und Wohlfahrtsstaates Bismarckscher Prägung waren beseitigt.

## Silberminenaktien

# Mehr Geld als Minen?

Pure Silberminen haben Seltenheitscharakter. Die Nachfrage nach den wenigen Blue Chips der Branche kannte daher in den letzten Monaten keine Grenzen. Ist es nun bereits zu viel des Guten?

Reine Silberminen sind aus verschiedenen Gründen Mangelware. So wurden über Jahre hinweg aufgrund des niedrigen Silberpreises schlichtweg kaum neue Projekte entwickelt. Daneben sind es aber auch die geografischen Gegebenheiten, die eher für einen Mix aus Gold- und Silber-Vorkommen sorgen. Das Investment-Universum, auf das „Silber-Bugs“ setzen können, ist damit eher überschaubar, was aber noch lange nicht heißt, dass es keinen Unterschied macht, welchen Silber-Blue-Chip sich Anleger ins Depot legen.

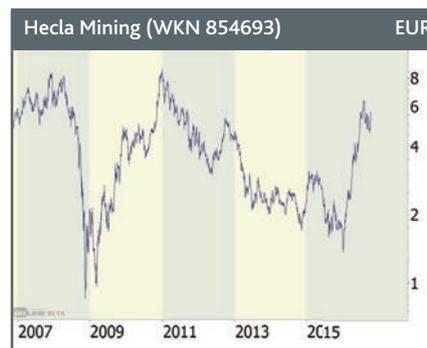
## Bestes „Preis-Leistungs-Verhältnis“

**Hecla Mining** (IK) bietet Anlegern unter den größeren Silberminengesellschaften derzeit vermutlich das beste „Preis-Leistungs-Verhältnis“. Das Unternehmen ist der größte Silberproduzent der USA und der drittgrößte Förderer von Blei und Zink. Mit „nur“ 38% Silberanteil an der Förderung (Gold 44%, Zink 10%, Blei 8%) ist Hecla Mining allerdings kein reines Silber-Investment. Diese Diversifikation auf vier Metalle brachte in der Vergangenheit aber auch ein Mehr an Stabilität. Vergessen sind drei der schwärzesten Jahre in der 125-jährigen Unternehmensgeschichte. 2011 kam es in der Lucky-Friday-Silbermine im US-Bundesstaat Idaho zu schweren Unfällen, bei denen zwei Bergleute starben und mehrere Personen verletzt wurden. Erst im Herbst 2013 erreichte die Förderung wieder ihr normales Niveau. Der Aktienkurs litt über mehrere Jahre darunter. Inzwischen ist Hecla jedoch wieder ein sehr gesundes Unternehmen. Die vier Minen erwirtschafteten hohe Cashflows. Die Silberförderung legte im dritten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 67% zu. Nach 200% Kursanstieg in diesem Jahr ist die Aktie mit

einem Börsenwert von 2 Mrd. USD nicht mehr „spottbillig“. Nach gängigen Bewertungskriterien ist sie aber keinesfalls überteuert und daher für konservative Anleger eine Erwägung wert.

## Eine Bergbau-Legende

Rob McEwen, der Gründer von Goldcorp, ist eine Legende der nordamerikanischen Bergbauszene. Mit seinem eigenen, nach ihm benannten Unternehmen, an dem er 25% der Anteile hält und für das er für einen symbolischen Dollar Jahresgehalt als CEO und Chairman arbeitet, erlebte er alle Höhen und Tiefen: Den Crash im Jahr 2008, den folgenden steilen Kursanstieg, seit 2011 den Verfall der Edelmetallpreise. 2015 drohte **McEwen Mining** sogar das Delisting an der New Yorker Börse, weil der Kurs unter 1 USD gefallen war. Im Tief griff McEwen beherzt zu und stockte den Anteil an seinem Unternehmen weiter auf – im Rückblick ein kluger Schachzug. McEwen Mining – das sind zwei produzierende Minen in Argentinien und Mexiko, zwei Minen in den USA und Mexiko, die noch zu bauen sind, und darüber hinaus ein riesiges Kupfervorkommen in Argentinien. Und ein Chef, der ganz offensichtlich an sein Unternehmen glaubt.



## Vom Explorierer zum Produzenten

**MAG Silver**, das mit weitem Abstand größte Explorationsunternehmen in Mexiko, ist quasi Stammgast bei der Edelmetall- und Rohstoffmesse in München. Regelmäßige Besucher konnten so über die Jahre mitverfolgen, wie aus einem gigantischen, nur zum Teil erforschten Erzvorkommen ein Produktionsbetrieb wurde. In einem Joint Venture mit Fresnillo (Anteil von MAG ist 44%) entwickelt das Unternehmen nur einen Teil des nördlich von Mexico City gelegenen Geländes. Fresnillo ist darin für den Bau der Mine zuständig. Das Juanicipio-Projekt (Untertagebau in 450 m Tiefe) wird in seiner jetzigen Dimension 302 Mio. USD kosten und ist somit für beide Partner finanzierbar. Die Mine soll 2018 den Betrieb aufnehmen und jährlich 10 Mio. Unzen Silber fördern. Ob der 44%-Anteil an dieser Mine und die weiteren, noch zu erschließenden Ressourcen 1,5 Mrd. USD Börsenwert rechtfertigen, ist fraglich. Analysten, die das Unternehmen beobachten, haben im Durchschnitt ein Kursziel von 23 CAD, etwa 15% über dem aktuellen Kurs.

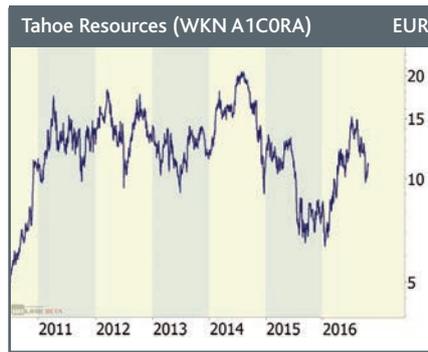
## Auf historischem Gelände

In den königlichen Minen von Zacualpan in Zentralmexiko wurde schon vor fast 500 Jahren Silber aus dem Berg geholt. So gibt es Überbleibsel von 4.500 alten Schächten und 42 historischen Verarbeitungsanlagen. **Impact Silver** (IK) hat sich dort ein 357 km<sup>2</sup> großes Gebiet gesichert. Das Unternehmen fördert weniger als 1 Mio. Unzen Silber pro Jahr, dies allerdings schon seit zehn Jahren. Vor 2011 wurde damit gutes Geld verdient, 2015 kämpfte Impact Silver nur noch um das Überleben. Mit dem Anstieg des Silberpreises gelang der Sprung

zurück in die Gewinnzone, was die Anleger mit spektakulären Kursgewinnen honorierten. Auf dem aktuellem Kursniveau bietet die Aktie einiges an Fantasie: Bei anhaltend festen Rohstoffpreisen können zwei in der Krise stillgelegte Minen wiedereröffnet werden, es gibt also jede Menge Wachstumspotenzial.

**Geld scheffeln in China**

Kaum ein Silbertitel wurde so kontrovers diskutiert wie die von **Silvercorp Metals**, Chinas größtem Silberförderer. Das in Kanada ansässige Unternehmen wurde jahrelang wegen angeblicher Betrügereien – die nie bewiesen wurden – von Leerverkäufern mit Prozessen attackiert. Andererseits bleibt festzustellen, dass es, abgesehen von den Betei-



ligungsgesellschaften, weltweit vermutlich kein profitableres Edelmetallunternehmen gibt. Die Bruttogewinnmarge lag im zweiten Quartal 2016 bei unglaublichen 45% (zum Vergleich: Fortuna Silver 36%, Hecla Mining 34%, First Majestic 15%). Trotz des starken

Kursanstiegs ist die Aktie immer noch niedrig bewertet – vermutlich wegen des China-Malus und weil das Unternehmen nicht das beste Image hat.

**Heiße Spekulation auf höheren Silberpreis**

Das Explorationsunternehmen **Bear Creek Mining** besitzt mit dem Corani-Projekt in Peru eine der weltweit größten noch nicht entwickelten Silber-Blei-Zink-Minen. Die schon jetzt gesicherten Silberreserven von 228 Mio. Unzen würden für ein Minenleben von 18 Jahren reichen. Die bereits bestehenden Genehmigungen bilden eine gute Voraussetzung für den Bau der Mine. Was fehlt, sind dagegen die in der Machbarkeitsstudie errechneten 664 Mio. USD, ▶

**Silberstreif am Verglühen?**

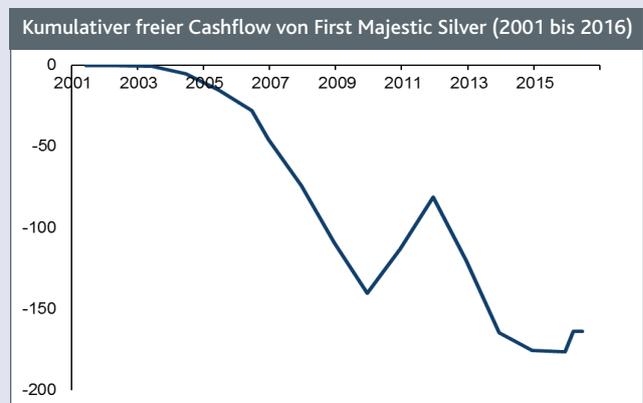
Über viele Jahre war die Aktie unseres Musterdepotwertes **First Majestic Silver (IK)** der Shootingstar unter den Silberminen-Unternehmen. So auch in der Rally seit Anfang Februar dieses Jahres. 650% konnte das Papier von Ende Januar bis August zulegen. Die Argumente lagen auf der Hand: First Majestic ist ein aggressiv wachsender Silberproduzent, der mit Keith Neumeyer von einem als visionär geltenden CEO geführt wird. Mit kaum einer Aktie konnten bekennende „Silber-Bugs“ außerdem so stark auf die Silber-Karte setzen. Immerhin liegt der Silberanteil an der Produktion bei knapp 70% – mehr als bei allen anderen Branchenvertretern (siehe Abb. 1 auf S. 20).

Umso mehr erschütterte so manchen Investor die Studie, die der US-Hedgfonds Kerrisdale Capital zu First Majestic Anfang September veröffentlichte. So würde der Titel – auch im Branchenvergleich – eindeutig zu einem zu hohen Multiple zum NAV bewertet. Auch in Relation zu den bestehenden Reserven sei die Aktie maßlos überbewertet. Daneben beschäftigen sich die Autoren intensiv mit dem Werdegang von CEO Keith Neumeyer, dem sie vor allem seine Vergangenheit als Aktien-Promotor und die aktuelle Promotion für die First Majestic-Aktie vorwerfen.

Was soll man also von den Vorwürfen halten? Leicht überzogen wirkt die Kritik an der Vergangenheit des CEOs. Ob Neumeyer mit seinen Werbe-Aktionen tatsächlich den Kurs eines Milliardenunternehmens beeinflussen kann, sei dahingestellt. Auch der seit August im Fall befindliche Kurs spricht für das Gegenteil. Dass First Majestic keine günstige Aktie ist, war dagegen

vielen auch schon vorher klar. Was andererseits tatsächlich vielen Investoren die Augen geöffnet haben dürfte, sind die Zahlen zur Verwässerung und der über 15 Jahre negativen Free Cashflows (siehe Grafik). First Majestic wirkt ein bisschen wie die Amazon.com der Silberbranche, die Wachstum zu einem wichtigeren Ziel erklärt hat als die Gewinnerzielung. Zu diesem Bild passen allerdings die (auf die einzelne Aktie heruntergebrochenen) gesunkenen Reserven nicht. Denn diese hätten in der Zeit der Krise steigen und nicht sinken müssen, wäre Neumeyer tatsächlich der Jeff Bezos des Silbermarktes...

*Christoph Karl*



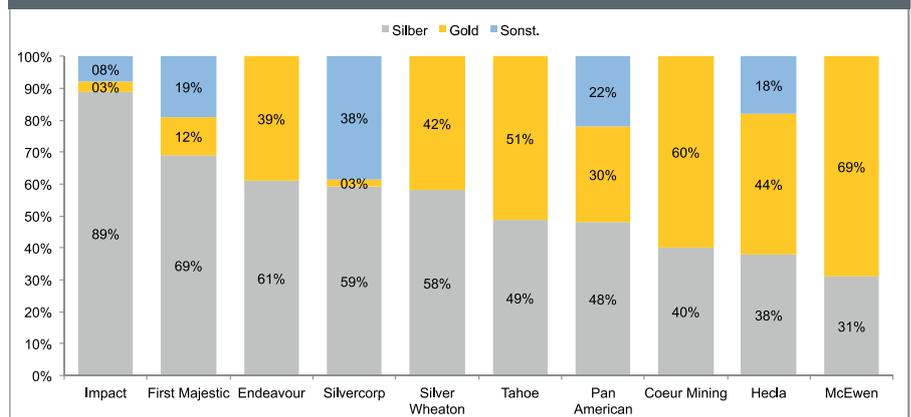
Bitte beachten: Die Werte bis 2009 sind ursprünglich in CAD und wurden zu den damaligen Wechselkursen in USD umgerechnet; Quelle: Kerrisdale Capital

die dafür benötigt werden. Bear Creek Mining ist deshalb in zweifacher Hinsicht die wohl heißeste Wette auf einen steigenden Silberpreis. Je länger dieser auf konstant hohem Niveau verharrt, desto größer die Wahrscheinlichkeit für eine positive Investitionsentscheidung. Mit jedem Dollar Silberpreisanstieg nimmt der Wert (NPV = Net Present Value) des Projektes um 120 Mio. USD zu. Die Börse bezahlt für Bear Creek Mining aktuell weniger als 300 Mio. CAD. Für einen spekulativen Einstieg ist es nicht zu spät.

### Qualitätstitel mit Image-Makel

Eine Qualitätsaktie im Silberbereich ist sicherlich **Tahoe Resources** (IK). Zwar erzielt das Unternehmen lediglich rund 49% seines Umsatzes mit Silber, produziert dies jedoch zu vergleichsweise niedrigen Kosten (All-In Sustaining Costs) von 8 bis 9 USD je Feinunze. In Zukunft wird die Bedeutung von Silber für Tahoe jedoch weiter abnehmen, da die Produktion der Escobal-Mine in Guatemala auf einem Niveau von ca. 20 Mio. Feinunzen im Jahr stabil bleiben soll, gleichzeitig jedoch die Goldproduktion in Kanada und Peru um bis zu 40% ausgeweitet werden dürfte. Escobal ist andererseits allerdings auch die derzeit größte im Betrieb befindliche Silbermine der Welt und besitzt Reserven für weitere 18 Jahre. Insgesamt erzielte das Unternehmen im ersten Halbjahr einen operativen Cashflow von 185 Mio.

Abb. 1: Silberanteil der Produktion in %



Pure Silberprojekte sind nicht nur geologisch, sondern auch an der Börse selten. Allerdings hilft ein hoher Silberanteil wenig, wenn andere wichtige Kennzahlen wenig überzeugen.

USD und hat eine Netto-Cash-Position von rund 120 Mio. USD.

### Breit aufgestellt

Mit einer Förderung von knapp 25 Mio. Feinunzen pro Jahr und Reserven von mehr als 280 Mio. Feinunzen (Proven & Probable; zu deutsch: geprüft und wahrscheinlich) ist **Pan American Silver** das zweitgrößte Silberminen-Unternehmen der Welt. Mit einem Silberanteil von rund 50% an der Produktion rangiert Pan American zugleich unter den besten „Pure Plays“ (siehe Abb. 1). Durch Minen in den USA, Mexiko, Peru, Bolivien und Argentinien besitzt das Unternehmen ein auch geographisch gut diversifiziertes Portfolio. Positiv hervorzu-

heben ist die geringe historische Verwässerung der Aktie. So wurde selbst in den Krisenjahren von 2012 bis 2015 lediglich eine vernachlässigbare Zahl an neuen Aktien emittiert, und dies lediglich, um ausstehende Optionen zu bedienen. Pan American konnte sich also über die komplette Baisse selbst finanzieren. Gleichzeitig wurden die Aktionäre mit einer zumindest symbolischen Dividende bedacht – was in der Minenindustrie durchaus einen Seltenheitswert hat.

### Beispielloser Geldvernichter

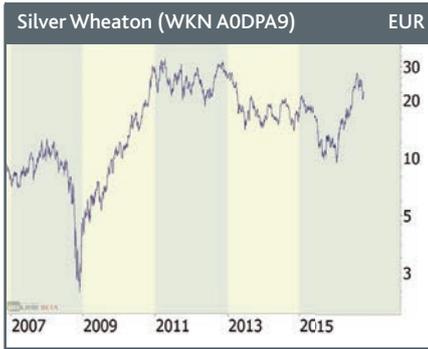
Um eine Analyse von **Coeur Mining** zu beginnen, sollten Aktionäre einen Blick auf den langfristigen Chartverlauf werfen. Und

Kennzahlen der vorgestellten Silberminen-Unternehmen

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 2015*	EpS 2015	Silber Prod. in Mio. oz	Ressource in Mio. oz	op. Cashf. 2015	KCV 2015	Anteil an Produktion (in %)		
										Silber	Gold	Sonst.
Hecla Mining [US] (IK)	854693	5,43	2,14	407,3	-0,21	11,6	175	106,4	20,1	38,0%	44,0%	18,0%
McEwen Mining [US]	A1JS7T	3,20	0,96	67,0	-0,06	6,8	n.a.	15,6	61,5	31,0%	69,0%	-
MAG Silver [CA]	460241	13,92	1,12	-	-0,22	-	208**	-3,7	neg.	-	-	-
Impact Silver [CA] (IK)	A0HGWG	0,49	0,04	13,4	-0,02	1,0	5	2,4	17,5	89,0%	3,0%	8,0%
Silvercorp Metals [CA]	A0EAS0	2,54	0,42	99,0	0,04	5,1	101	31,9	13,3	59,1%	2,5%	38,4%
Bear Creek Mining [CA]	A0B9RM	1,82	0,19	0,0	-0,15	0,0	290	-12,9	neg.	-	-	-
Tahoe Resources [CA] (IK)	A1CORA	10,99	3,42	476,8	-0,32	19,5	310	166,7	20,5	48,7%	51,3%	-
Pan American Silver [CA]	876617	15,47	2,35	619,0	-1,37	25,0	280	88,7	26,5	48,0%	30,0%	22,0%
Coeur Mining [US]	A0RNL2	10,36	1,68	592,7	-2,60	15,9	199	113,5	14,8	40,1%	59,9%	-
Silver Wheaton [CA] (IK)	A0DPA9	22,40	9,86	595,1	-0,38	47,7	773	431,4	22,9	58,0%	42,0%	-
First Majestic Silver [CA] (IK)	A0LHKJ	7,53	1,23	201,3	-0,77	16,1	115**	56,1	22,0	69,0%	12,0%	19,0%
Endeavour Silver [CA]	A0DJON	4,14	0,52	168,8	-1,35	11,4	195	32,6	16,0	61,0%	39,0%	-

\*) in Mrd. EUR; alle Angaben in EUR; \*\* 208 Mio. Feinunzen Indicated & Inferred Resources;

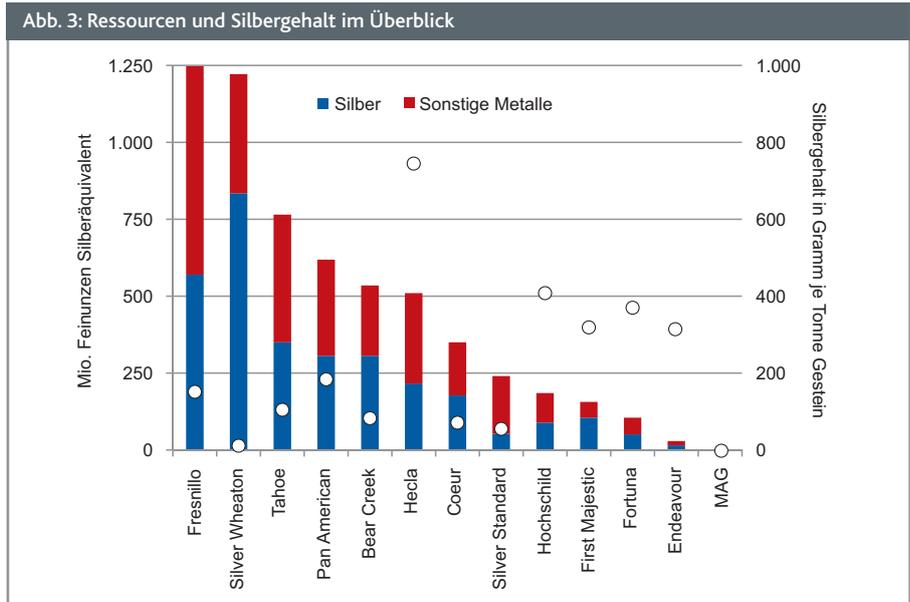
Quellen: OnVista, finanztreff.de, SEDAR, Unternehmenspräsentationen



mit langfristig ist hierbei wirklich langfristig gemeint. Markierte der Aktienkurs im Jahr 1987 zwischenzeitlich ein Hoch bei über 315 USD, hat der Titel in den darauf folgenden 29 Jahren davon wieder satte 96% verloren. Das Unternehmen ist damit fast schon ein Musterbeispiel dafür, wie man im Minengeschäft langfristig Aktionärsvermögen vernichten kann. Coeur ist nach wie vor hoch verschuldet (260 Mio. Nettoschulden). Allein seit 2011 wurden aus ca. 90 Mio. ausstehenden Aktien rund 153 Mio. In diesem Jahr zählte der Titel dagegen zu den besten Silberaktien. Woher also diese Diskrepanz? Antwort: Es sind eben nicht zwangsläufig die besten Aktien, die von einem aufgehellten Branchenumfeld am meisten profitieren. Vielmehr sind es die aussichtslosesten Fälle, denen höhere Silber- und Goldpreise plötzlich neue Hoffnung verleihen.

**Basisinvestment für „Silber-Bugs“**

Als konservatives Basisinvestment im Silberbereich gilt **Silver Wheaton** (IK). Der Titel ist quasi bereits durch sein Geschäftsmodell bedingt die Lösung vieler typischer Probleme der Mining-Branche. Statt selbst aktiv Minen zu betreiben, partizipiert das Unternehmen durch Royaltys (fixer Prozentsatz der Produktion) und Streams (definierte Menge Silber zu einem vorab fixierten niedrigen Bezugspreis) direkt von höheren Silberpreisen. Unabhängig von den tatsächlichen Produktionskosten erzielt das Unternehmen damit hohe Cashflows. Aktuell betragen die Kosten von Silver Wheaton lediglich etwas mehr als 4 USD je Feinunze, die operative Marge liegt damit bei mehr als 75%. Die negative Seite der Medaille: Mit dem 25-Fachen des erwarteten operativen Cashflows für 2016 ist **Silver Wheaton** alles andere als günstig, im Vergleich mit anderen Strea-



Quelle: BMO

ming-Unternehmen aber immer noch fair bewertet.

**Mexiko-Connection**

Zwei auf den Standort Mexiko fokussierte „Pure Plays“ sind **First Majestic Silver** sowie **Endeavour Silver** (beide Titel befinden sich im Musterdepot von Smart Investor, siehe Heft 11/2016 auf S. 62). Mit der negativen Studie des US-Hedgefonds Kerrisdale Capital zu First Majestic beschäftigen wir uns im Kasten auf S. 19 ausführlich. Mit Brad

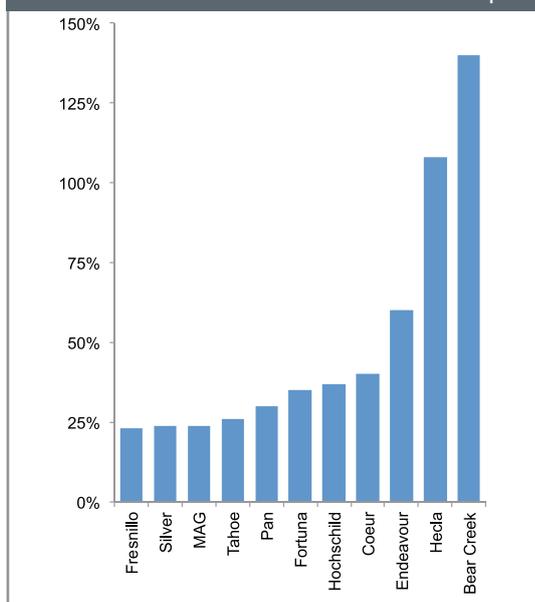
Cooke, dem CEO von Endeavour Silver, haben wir ein ausführliches Gespräch geführt. Dieses Interview sowie einen Überblick auf das Unternehmen finden Sie auf S. 22/23.

**Fazit**

Es gibt sie schlichtweg nicht: die eine Kennziffer, auf die sich „Silber-Bugs“ bei ihren Investments stützen können. Denn ob mit hoher Silberanteil an der Produktion oder ein Mix an Edelmetallen – am Ende sind es vor allem die Produktionskosten, die bestehenden Reserven sowie die generelle Fähigkeit des Managements, Werte für die Aktionäre zu schaffen, die den Unterschied ausmachen. Basierend auf dem heutigen Silberpreis ist die Mehrzahl der Silberminen derzeit allerdings nicht mehr wirklich günstig. Um fundamental höhere Preise zu rechtfertigen, müsste daher vor allem der Preis für den kleinen Bruder von Gold weiter anspringen. Mit weniger als 100 Mrd. USD kumuliertem Marktwert aller Silberaktien dürften dann jedoch bereits geringe Mittelzuflüsse die Kurse auf ein völlig anderes Niveau heben.

Christoph Karl,  
Rainer Kromarek

Abb. 2: Sensitivität des NAV in % bei +10% im Silberpreis



Der steigende Silberpreis hat nicht auf alle Branchenvertreter die gleiche Hebelwirkung. Quelle: BMO

## Interview

# „Wir wollen unsere Silberproduktion verdoppeln“

Smart Investor im Gespräch mit **Brad Cooke**, CEO von Endeavour Silver, über das Angebotsdefizit bei Silber, strenge Kostendisziplin und die Chancen durch drei weitere Standorte in Mexiko



*Brad Cooke ist Geologe und seit 39 Jahren in der Minenbranche tätig. Im Jahr 2013 gründete er Endeavour Silver, um hochgradige Silberprojekte im Mexiko zu erwerben. Zuvor war er als Geologe für Edelmetall-, Basismetall- und Uran-Projekte bei Noranda Mines, Shell Minerals und Chevron Minerals tätig. Mit seinem Unternehmen Cooke Geological Consultants Ltd. war er danach an der Entdeckung mehrerer hochgradiger Goldprojekte in British Columbia (Kanada) beteiligt. 1988 gründete er Canarc Resources Corp., ein Junior Explorer, der Gold-Projekte in Canada und Mexiko entwickelte.*

**Smart Investor: Mr. Cooke, wie bewerten Sie derzeit den Silbermarkt? Sehen wir derzeit tatsächlich einen strukturellen Nachfrageüberhang?**

*Cooke:* Fundamental betrachtet sieht Silber derzeit besser aus als Gold. Zum einen liegt dies natürlich an der gestiegenen Nachfrage nach Silber als Investment. Dies liegt vor allem an der weltweiten Schuldenentwicklung und der zunehmenden politischen Unsicherheit. Einer der Gründe ist aber auch die rückläufige Produktionsmenge der bestehenden Minen. Bedingt durch die Baisse der letzten Jahre sind zudem wenige neue Projekte in Produktion gegangen. In Summe gab es daher im letzten Jahr ein Defizit von rund 100 Mio. Feinunzen. Das erklärt die hohe Volatilität, die Silber im Vergleich zu Gold hat. Da Silber eben auch ein Industriemetall ist, wird ein Teil des Angebotes sofort verbraucht. Anders als bei Gold gibt es zudem einen deutlich kleineren Bestand an bestehendem Investment-Silber. Wir sehen aktuell die dritte Welle des säkularen Bullenmarktes bei den Edelmetallen, der 2001 begann. Silber sollte sich in dieser Welle deutlich besser als Gold entwickeln.

**Smart Investor: Endeavour hat aktuell drei produzierende Minen in Mexiko. Wie ist der Betrieb dort 2016 gelaufen, insbesondere in El Cubo, Ihrer Mine mit den höchsten Produktionskosten?**

*Cooke:* Alle drei Standorte haben in diesem Jahr eine gute Performance abgeliefert. In Bolañitos und El Cubo lagen wir die Produktionszahlen und die Kosten betreffend

über Plan, nur Guanaceví lag leicht hinter unseren Erwartungen. Im Konzern lagen wir im ersten Halbjahr 2016 über unserer ursprünglichen Guidance. Wir haben diese daher im Juli angehoben. Die Produktionskosten in El Cubo sind im ersten Halbjahr signifikant gefallen und lagen im Durchschnitt bei lediglich 12 USD je Feinunze. Gleichzeitig ist der Silberpreis in der Spitze auf knapp 21 USD je Feinunze angestiegen. Wir haben daher unseren Plan, dort die Produktion zurückzufahren und den Betrieb zu überholen, auf Eis gelegt. Wir fördern nun erneut ca. 1.500 Tonnen Gestein pro Tag. El Cubo hat im zweiten Quartal 2016 übrigens mehr Free Cashflow generiert als Guanceví und Bolañitos zusammen.

**Smart Investor: Sie testen aktuell eine neue Technologie aus der Diamanten-Industrie, mit der deutlich mehr Abfall aus dem Gestein entfernt wird, bevor es verarbeitet wird. Wie ist hier der aktuelle Status und kann dies eine Auswirkung auf Ihre Produktionskosten haben?**

*Cooke:* Wir testen derzeit in El Cubo sowohl optische Verfahren als auch die sogenannte XRF-Technologie, um Gestein zu sortieren und den Goldgehalt der Produktion zu erhöhen. Die ersten Tests waren positiv. Wir führen daher eine Serie von weiteren Tests durch, um zu sehen, ob es sich kommerziell einsetzen lässt.

**Smart Investor: Auf welchem Niveau werden auf Konzernebene die gesamten variablen Kosten [All-In Sustaining Costs] 2016 und 2017 liegen?**

*Cooke:* Im ersten Halbjahr lagen sie im Schnitt bei 10,82 USD je Feinunze, im Gesamtjahr sollten wir daher unsere eigene Prognose von 12,50 USD je Feinunze untertreffen. Im nächsten Jahr dürften die Kosten leicht steigen, im Wesentlichen aufgrund erhöhter Explorations- und Entwicklungskosten in den bestehenden drei Minen. Wir können damit allerdings die Lebensdauer der Minen signifikant steigern. Daneben planen wir in den nächsten drei Jahren auch, noch drei weitere Minen in Mexiko zur Produktionsreife zu bringen. Jede einzelne davon wird nach unserer Erwartung niedrigere Produktionskosten haben als die bisherigen Standorte. Inklusive dieser drei Standorte sollten unsere Kosten daher im Bereich des niedrigsten Quartils der Silberranche liegen.

**Smart Investor: Die Differenz zwischen den sogenannten All-In Sustaining Costs und den sogenannten Cashkosten ist bei Endeavour auffällig groß. Woran liegt dies?**

*Cooke:* Dieses Delta kommt vor allem durch die vorhin angesprochenen Explorations- und Entwicklungskosten zustande. Daneben gibt es Administrationskosten für das Gesamtunternehmen sowie Zahlungen für Royalties und Steuern. Unglücklicherweise rechnen einige unserer Konkurrenten all diesen Aufwand nicht in die All-In Sustaining Costs mit ein, sodass das Delta bei uns größer erscheint.

**Smart Investor: Wie viel werden Sie in den nächsten drei Jahren in die El-Compas-, Terronera- und Parral-Projekte investieren und wie wird dies finanziert werden?**

*Cooke:* Bei Terronera arbeiten wir derzeit an einer sogenannten Prefeasibility-Studie, bei El Compass an einer PEA-Studie, die die Machbarkeit des Projektes belegen soll. Es ist also noch ein bisschen zu früh, um die exakten Investitionen in Sachanlagevermögen der Projekte abschätzen zu können. Grob gesagt rechnen wir mit ca. 60 Mio. USD, um die erste Phase der Mine bei Terronera bauen zu können. Bei El Compass und Parral sind es jeweils 10 Mio. USD. Da wir augenblicklich rund 80 Mio. USD Cash haben, braucht lediglich Terronera in absehbarer Zeit eine Finanzierung, vermutlich in Form einer Kreditlinie. Unser Fünfjah-

resplan sieht eine Verdopplung der Silberproduktion auf 20 Mio. Feinunzen pro Jahr vor. Die drei neuen Minen werden ca. 5 Mio. Feinunzen Silberäquivalent dazu beisteuern, die restlichen 5 Mio. Feinunzen werden wir durch organisches Wachstum an den bestehenden Standorten oder durch weitere Entwicklungsprojekte erreichen.

**Smart Investor: Was war der Hauptgrund für die seit 2012 getätigten Abschreibungen auf Projekte und wie hoch war im gleichen Zeitraum die Verwässerung der Aktionäre?**

*Cooke:* 2013, 2014 und 2015 haben wir einzelne Projekte mit niedrigem Silbergehalt abgeschrieben, da diese bei den tieferen

Metalpreisen nicht mehr wirtschaftlich abbaubar waren. Dies erfolgte analog zu den Vorschriften des IFRS-Standards. Seitdem haben wir allerdings auch keine neuen Aktien ausgegeben.

**Smart Investor: Beschreiben Sie bitte kurz Ihre Vision für Endeavour Silver in fünf Jahren.**

*Cooke:* Wir werden eindeutig einer der Marktführer im Silberminen-Sektor sein, indem wir unsere Produktion verdoppeln und unsere Kosten halbieren!

**Smart Investor: Mr. Cooke, besten Dank für das interessante Gespräch.**

*Interview: Christoph Karl*

## Über Endeavour Silver

**Endeavour Silver** ist ein schnell wachsender Silberproduzent mit drei hochgradigen Silberminen in Mexiko. Die Jahre der Baisse hat das Unternehmen genutzt, um seine Kostenstruktur deutlich zu verbessern. So lagen die sogenannten All-In Sustaining Costs, also die gesamten variablen Kosten der Produktion, im zweiten Quartal bei lediglich 10,53 USD je Feinunze Silber. Zwar werden diese durch neue Entwicklungs- und Explorationsprojekte in den nächsten Jahren wieder leicht ansteigen, gleichzeitig soll jedoch die Produktion auf bis zu 20 Mio. Feinunzen hochgefahren werden. Mit den El-Compas-, Terronera- und Parral-Projekten in Mexiko plant Endeavour in den nächsten drei Jahren drei weitere Minen in die Produktion zu bringen.

2015 erzielte das Unternehmen 184 Mio. USD Umsatz. Vor allem aufgrund diverser Impairment-Abschreibungen über 134 Mio. USD musste unterm Strich jedoch ein Verlust von 145 Mio. USD (ca. 1,47 USD je Aktie) verbucht werden. Der operative Cashflow betrug rund 33 Mio. USD, rund 36 Mio. USD wurden in neue Explorations- und Entwicklungsprojekte investiert. Im laufenden Jahr haben sich die Zahlen von Endeavour aufgrund rückläufiger Kosten und höherer Silberpreise verbessert. So wurden im zweiten Quartal ein freier Cashflow von rund 6 Mio. USD und ein Ergebnis von knapp 2 Mio. USD erzielt. Mit den Mitte Oktober bekanntgegebenen Produktionszahlen der drei operativen Minen in Mexiko musste Endeavour allerdings rückläufige Zahlen vermelden. Mit den bislang produzierten 7,8 Mio. Feinunzen Silberäquivalent befindet sich das Unternehmen allerdings voll im Plan, um das selbst gesteckte Ziel von 9,0-9,8 Mio. Feinunzen zu erreichen. Das Unternehmen wird an der Börse derzeit mit ca. 560 Mio. USD (rund 500 Mio. EUR) bewertet.



## Silber-Fonds

# Silberminen im Fondsmantel

## Strahlt das „Gold des kleinen Mannes“ wieder?

Anleger, die in Silberminenaktien investieren, brauchen gute Nerven. Das Auf und Ab ist heftiger als bei Goldminen. Nur wenige Fonds konzentrieren sich ausschließlich oder überwiegend auf die vergleichsweise marktengen Silbertitel.

### Schwerpunkt Silber

Zu den wenigen Fonds, in denen Silberminen die Haupt- und Goldminen die Nebenrolle spielen, gehört der STABILITAS Silber+Weißmetalle (WKN: A0KFA1). Ein Interview mit Fondsberater Martin Siegel finden Sie auf S. 28. Mit aktuell 68% dominieren Silberaktien klar vor 11% Platin- und 9% Gold-Minen. Bei einer Investition des Cash-Bestandes (akt.: 12%) soll der Silberanteil weiter erhöht werden. Mit einem Kursgewinn von 148% seit Jahresbeginn gehört der Fonds zu den High-Flyern. Der SafePort Silver Mining Fund (WKN: A0KEU7) ist mit einem Silberminen-Anteil von ca. 95% noch stärker auf dieses Edelmetall fokussiert. Zusätzlich zu Einzelinvestments wie Arizona Mining, Oak Tree Junior Mining und Pretium Resources legt der SafePort Silver Mining Fund in einen Spezialfonds an, der in etwa 60 kleinere Minen und Explorationsfirmen mit einer Kapitalisierung bis zu 200 Mio. USD investiert.

### Breite Palette

Im Unterschied zu reinen Silberminen-Fonds investiert der SUNARES-Fonds (WKN: A0ND6Y, ist auch im Musterdepot des Smart Investor) in eine breite Palette von Rohstoffaktien. Unter den Sektoren ist Silber gegenwärtig zu 18% an zweiter Stelle nach Gold gewichtet. Der Fonds liegt seit Jahresbeginn mit knapp 26% im positiven Terrain. „Favorisierte Werte sind aktuell Hochschild Mining, Silver Wheaton und Silver Standard Resources (IK) sowie von den kleineren Produzenten die funda-

mentale „Perle“ Mandalay Resources, mit einer Dividendenrendite von 3,7% und einem 2017e KGV von 7,7“, so Fundadvisor Udo Sutterlüty.

### Geboren in der Baisse

Noch in der Baissephase der Edelmetalle, im September 2015, wurde der CME Gold & Silver Equity Fund (WKN: A14YCV) an den Markt gebracht. Die Aktienauswahl basiert auf einer Mischung quantitativer und qualitativer Kriterien. Dazu zählen die Liquidität der Aktien, die Qualität des Managements und eine positive Beurteilung der Minen bzw. Projekte. Ein Ausbau der Silberminen-Assets im Fonds bei einem weiteren Silberpreisanstieg von aktuell ca. 19 bis auf 25% ist geplant.

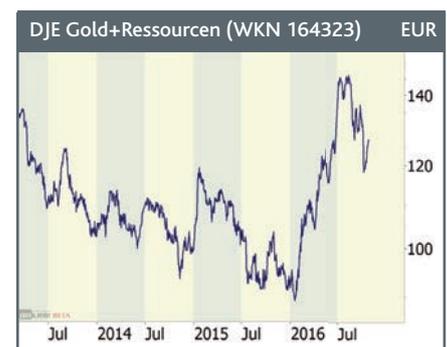
### Blick in die zweite Silberminen-Reihe

Markus Bachmann, Fondsmanager des Craton Capital Precious Metal Fund (WKN: 964907), fühlt sich momentan mit der aktuellen Gewichtung seiner Silberpositionen wohl: „In absehbarer Zeit ist keine Erhöhung der Quote bei Silberminen im Fonds geplant. Silbertitel machen derzeit rund 21% des Portfolios aus. Mit MAG Silver, Fortuna Silver Mines und Tahoe Resources (IK) sind drei Silberpositionen unter den Top Ten.“ Bachmann setzt vor allem auf kleinere und mittlere Unternehmen, die bis zu fünf Minen bewirtschaften. Seit Jahresbeginn liegt der Fonds mit 97% im Plus.

### Silberminen als Beimischung

Licht und Schatten bei Silber sieht Erich Meier, der den Nestor-Gold-Fonds (WKN: 570771) verantwortet: „Wir rechnen mit einem Defizit des Silbermarktes im Jahr 2017. Falls die Investitionsnachfrage deutlich zunimmt, könnte das Defizit zu einem stark steigenden Silberpreis führen.“ Auf der negativen Seite verbucht Meier, dass

Silberminenaktien deutlich höher als Goldminenaktien bewertet sind. Zudem seien gut geführte Silbergesellschaften recht rar. Der Silberanteil im Portfolio liegt bei ca. 15%, seit Jahresbeginn liegt das Plus des Fonds bei knapp 102%. Eine leicht höhere Gewichtung beim Silber, nämlich 22%, weist der Earth Gold UI (WKN: A0Q2SD) auf. Fondsberater Georges Lequime beobachtet den Silberpreis in Abhängigkeit vom Goldpreis: „Wenn sich der Goldpreis von seinen Tiefstständen in 2015 in den nächsten Monaten weiter erholt, erwarten wir eine weitere Outperformance des Silberpreises bei gleichzeitigem Sinken der Gold-Silber-Ratio unter den 20-Jahres-Durchschnitt, der bei 61 liegt.“ Nur eine geringe Beimischung von Silberminen, nämlich 3%, bietet der DJE Gold & Ressourcen (WKN: 164323). „Wie bei Gold wurden die spekulativen Netto-Long-Positionen bei Silber in den letzten Wochen deutlich reduziert. Historisch gesehen sind sie zwar immer noch auf einem hohen Niveau, aber eine gewisse markttechnische Bereinigung hat in den letzten Wochen dennoch stattgefunden“, so Fondsmanager Stefan Breintner. Die Korrektur hat er zum Positionsaufbau genutzt. Der von John Hathaway und Doug Groh verantwortete Tocqueville Gold (WKN: A1C4YR), der sich wie der STABILITAS Silber+Weißmetalle in unserem Fondsmusterdepot befindet, nutzt ▶



# Smart Investor

**3 MAL GEGEN  
DEN MAINSTREAM**



**Smart Investor**

Das Magazin für den kritischen Anleger

**SmartInvestor.de**

**Smart Investor**  
Weekly

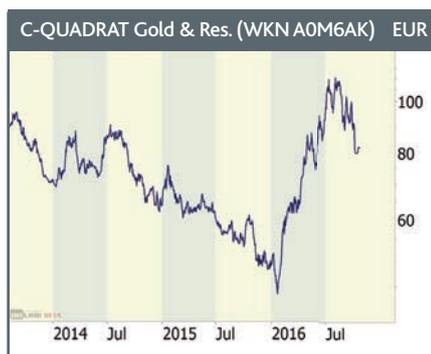
\*) Kostenloses PDF-Archiv ALLER Smart Investor-Ausgaben zurück bis 2003 (Service nur für Jahres-Abonnenten)!

Besuchen Sie uns auf  
**Facebook!**



**Lernen Sie eine Sicht der Dinge kennen,  
die Sie im Mainstream nicht finden werden.**





als Vergleichsindex den Philadelphia Stock Exchange Gold/Silver. Bislang gelang seit Auflegung im September 2008 eine deutliche Outperformance des Fonds (+ 57,7%) gegenüber dem Index (+ 0,1%). Unter den Top-Holdings finden sich die Silberminen MAG Silver und Pan American Silver. Seit Jahresbeginn konnte der Tocqueville 56,8% zulegen.

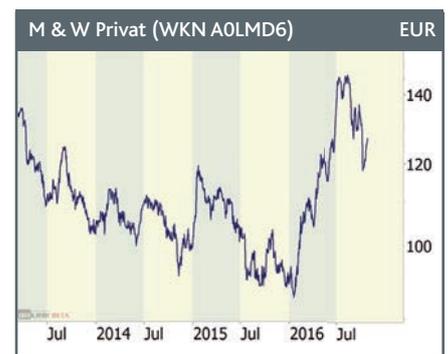
#### Feste Gewichtung

Eine Zielaufteilung von 75% Goldminen- und 25% Silberminen-Assets (akt.: 24%) sieht der C-QUADRAT Gold & Resources (WKN: A0M6AK) vor. Fondsmanager Andreas Böger analysiert das Verhältnis von Gold zu Silber: „Die Gold-Silber-Ratio kann recht gut als ‚Credit-Spread‘

interpretiert werden: Fällt die Ratio, dann sind die Staatsinterventionen nominell erfolgreich, i.d.R. fallen dann auch die anderen Credit-Spreads wie bspw. High-Yield-Bonds zu Staatsanleihen.“ Aus seiner Sicht profitiert Gold in deflationären Phasen mehr, während Silber überproportional in inflationären Phasen gewinnt: „Historisch war Gold in den deflationären 1930ern stärker, Silber in den inflationären 1970ern. Seit 2000 wechseln sich Inflation und Deflation ab, die Outperformance von Gold 2000-2003 und 2008, bzw. Silber 2006-2007 und 2011 sind kein Zufall.“

#### Die Papiergeldkritiker

Kein Minenfonds, sondern ein vermögensverwaltender Multi-Asset-Fonds mit hoher Flexibilität ist der M & W Privat (WKN: A0LEXD) aus dem Hause Mack & Weise. Neben Silberminen ist zu knapp 19% auch der Silber-ETF der Zürcher Kantonalbank allokiert. Insgesamt beträgt die Gewichtung der Silber-Assets etwa 30%. Bei weiter anziehenden Goldpreisen erwartet Herwig Weise überproportional steigende Silbernotierungen. In diesem Falle würden auch die Silberanlagen im Fonds weiter ausgebaut.



#### Österreichische Schule

Ebenfalls kein Minenfonds ist der Austrian Economics Golden Opportunities (WKN: A1XDUW), der von Ronald Stöferle und Mark Valek verantwortet wird. Die Investmentstrategie verfolgt schwerpunktmäßig eine Identifizierung inflationärer und deflationärer Phasen mit entsprechender Ausrichtung der Assets. Die relative Preisbewegung zwischen Gold und Silber wird genutzt, um disinflationäre Phasen zu identifizieren. Zusätzlich werden taktische Opportunitäten auf Basis der Österreichischen Schule ausfindig gemacht. Aufgrund einer Zielvolatilität von 10-12% beim Fonds werden Silberminen nur in geringem Umfang (aktuell ca. 7%) allokiert.

Christian Bayer

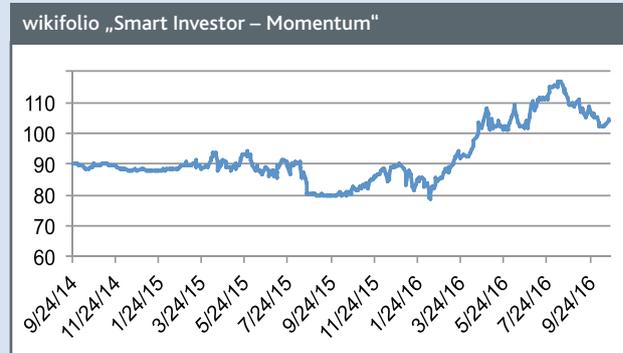
ETCs, ETFs, Fonds mit Silber- bzw. Silberminen-Assets					
	WKN	Performance in %		Volumen	Silber-
		seit 1.1.16	2013-2015	in Mio. EUR	Anteil in %
Austrian Economics Golden Opportunities	A1XDUW	+0,8%	k.A.	29,3	7
C-QUADRAT Gold & Resources	A0M6AK	+65,0%	-49,8%	10,4	24
CME Gold & Silver Equity Fund	A14YCV	+57,9%	k.A.	1,7	19
Craton Capital Precious Metal Fund	964907	+97,0%	-61,5%	72,3 (USD)	21
db Physical Silver ETC Euro hedged	A1EK0J	+22,6%	-57,0%	131,1	k. A.
DJE Gold+Ressourcen	164323	+39,4%	-45,8%	64	3
Earth Gold Fund UI	A0Q2SD	+110,9%	-68,1%	54,4	22
iShares Silver Trust	A0JMD6	-45,2%	+26,8%	6.413,2 (USD)	k. A.
M & W Privat	A0LEXD	+33,3%	-35,4%	243,9	30
ME Fonds-Pergamon	593117	+47,5%	-54,3%	16,9	5
Nestor Gold Fonds	570771	+101,5%	-65,6%	21,1	15
SafePort Silver Mining Fund	A0KEU7	+141,2%	-71,8%	6,9	95
STABILITAS Silber+Weißmetalle	A0KFA1	+148,0%	-70,8%	67,1	68
SUNARES	A0ND6Y	+25,8%	-42,1%	16,6	18
Tocqueville Gold	A1C4YR	+56,8%	-57,5%	106,9	k. A.
ZKB Silver ETF	A1JXTG	+0,5%	+25,2%	1.255,2 (CHF)	k. A.

Quelle: Tai-Pan, Geschäftsberichte und Präsentationen der jeweiligen Firmen

## Smarte Zertifikate

### wikifolio „Smart Investor – Momentum“

Zwar ist unser wikifolio „Smart Investor – Momentum“ (WKN des zugehörigen Zertifikats: LS9CFN) keine Silberanlage im eigentlichen Sinn, dennoch finden sich dort entsprechend unserer positiven Einschätzung dieses Bereichs verstärkt Edelmetalltitel. Die Silberminen **First Majestic Silver (IK)**, **Fresnillo** und **Silvercorp Metals** kommen aktuell zusammen auf einen Anteil von rund 8,8%. Die Goldminen **Franco Nevada**, **Kinross Gold** und **Sibanye Gold** schlagen mit weiteren 9,1% zu Buche. Insgesamt sind damit knapp 18% des wikifolios im Edelmetallsektor investiert – ein Anteil, der in Zukunft durchaus noch weiter erhöht werden kann. Schließlich sieht die Redaktion des Smart Investor für die kommenden Jahre eine Fortsetzung der Edelmetallhaube voraus.



Kursentwicklung unseres wikifolios seit Auflegung

### Der große Bruder von Silber versus S&P 500

Silberinvestoren sind es gewohnt, mit Hebelwirkung auf die Entwicklung der Edelmetallpreise zu setzen. Mit dem Alpha-Zertifikat Gold/S&P 500, das wir in Zusammenarbeit mit der Société Générale entwickelt haben, können Anleger ebenfalls mit Hebel auf die Edelmetalle setzen – und zwar auf deren Outperformance im Vergleich mit dem US-Aktienmarkt. Denn nach Jahren einer Relativen Schwäche deutet auch der Chart in den letzten Monaten eine Trendwende an. Mit den entsprechenden Terminkontrakten lässt sich diese Relativbewegung wunderbar investierbar machen – allerdings lediglich für Profis mit Zugang zu den entsprechenden Märkten! Mit dem Alpha-Zertifikat Gold/S&P 500 steht dies nun auch Privatanlegern offen.



Bodenbildung abgeschlossen?

#### Die wichtigsten Punkte im Überblick

- WKN SG6C9T / ISIN DE000SG6C9T6
- Dreifacher Hebel auf Short- und Long-Seite
- Als Basiswerte werden ein Gold-ETF und ein Terminkontrakt auf den S&P 500 inklusive Dividenden benutzt
- Aufgrund des dreifachen Hebels entsprechen 100 EUR zum Startzeitpunkt daher einer Long-Position in Höhe von 300 EUR im Gold und einer gleichzeitigen Short-Position von 300 EUR im S&P 500
- Unendliche Laufzeit
- Erhöht sich der Hebel auf der Short- oder Long-Seite auf 4x oder reduziert er sich auf 2x, erfolgt eine Anpassung auf das ursprüngliche Niveau (dreifacher Hebel)
- Knock-out und damit wertloser Verfall bei einem Niveau von 833 USD/Feinunze Gold oder 2.733 Punkten im S&P, d.h. einem Verlust oder Gewinn von mehr als 33%, bevor eine Anpassung des Hebels durchgeführt werden konnte

Stand heute notiert das Zertifikat bei 89,60 EUR, im Vergleich zum Emissionszeitpunkt im März gibt es das Zertifikat heute also sogar günstiger. Anleger sollten damit allerdings mehr auf kurzfristige Marktbewegungen setzen, denn der Hebel wirkt eben auch in beide Richtungen. Bei den wichtigsten Auszeichnungen der Zertifikate-Branche, den diesjährigen ZertifikateAwards, ist das innovative Produkt übrigens einer von zwölf zur Wahl stehenden Titeln. Wenn Ihnen diese Idee gefällt, stimmen Sie doch bis zum 4.11. unter [www.zertifikateawards.de](http://www.zertifikateawards.de) für das Alpha-Zertifikat Gold/S&P 500 ab! Wir würden uns darüber freuen.

## Interview

# „Der Preis wird immer von den Investoren gemacht“

Interview mit **Martin Siegel**, Geschäftsführer der Stabilitas GmbH, über Silberpreise, Silberminen und den missverstandenen Zins



*Martin Siegel leitet seit 2011 die operativen Geschäfte und die Beratung der Stabilitas-Rohstofffonds. Der vielfach ausgezeichnete Fondsberater gründete im Jahr 2006 die Handelsfirma Westgold, die sich in wenigen Jahren zu einem der größten Goldhändler in Deutschland entwickelt hat. Martin Siegel ist Autor von insgesamt acht Büchern, die sich mit der Analyse des Goldmarktes und Investitionsmöglichkeiten in Goldminenaktien beschäftigen.*

**Smart Investor: Herr Siegel, was sind die wesentlichen Bestimmungsgründe für die weitere Entwicklung am Silbermarkt?**

*Siegel:* Nach meiner Einschätzung ist die Preisentwicklung am Silbermarkt vor allem eine Funktion der Preisentwicklung am Goldmarkt. Wenn Gold gekauft wird, wird auch Silber gekauft. Interessant dabei ist, dass das Verhältnis sehr konstant ist – wertmäßig wird für zwei Teile Gold etwa ein Teil Silber gekauft. Bei unserem Edelmetallhandel Westgold beobachten wir das nun schon seit zehn Jahren. Es gibt da keinen Trend. Da der Wert der Goldproduktion etwa das Zehnfache des Wertes der Silberproduktion beträgt, ist plausibel, dass Silber bei einem Nachfrageverhältnis, das grob bei 2:1 liegt, sehr viel schneller steigt als Gold, wenn der Goldpreis steigt.

**Smart Investor: Wie ist eigentlich das Verhältnis zwischen dem Markt für physisches Silber und den Futures-Märkten?**

*Siegel:* Sicher ist, dass die Papiermärkte um ein Vielfaches größer als die physischen Märkte sind. Die Papiermärkte sind der Hund und die physischen Märkte der Schwanz. Der Preis wird immer von den Papiermärkten gemacht. In der Finanzkrise 2008 ist der Preis immer weiter, sogar auf unter 10 USD/Feinunze, gefallen, und das, während die Nachfrage nach physischer Ware parallel dazu auf immer neue Rekordhochs angestiegen ist. Dennoch ist der Markt mit Ware versorgt worden – teilweise allerdings mit Lieferzeiten von mehreren Wo-

chen. In dieser Phase hat man gesehen, dass steigende physische Nachfrage und fallende Preise über Monate nebeneinander existieren können.

**Smart Investor: Was ist dann eigentlich von dem oft kolportierten, strukturellen Angebotsdefizit bei Silber zu halten?**

*Siegel:* Ich kenne derartige Studien seit Mitte der 80er-Jahre. Der Silberpreis fiel dennoch in der Zwischenzeit sogar unter 4 USD/Feinunze. Und jetzt – 30 Jahre später – gibt es diese Studien immer noch. Bei steigenden Preisen glauben die Anleger eher an so eine Theorie. Für mich ist das strukturelle Defizit aber noch immer nicht sichtbar. Richtig ist, dass phasenweise eine relativ größere Nachfrage auf diesen kleinen Markt trifft und Silber nicht immer in der gewünschten Form (Münzen, Barren) verfügbar ist.

**Smart Investor: Und wie bewerten Sie die massive Silber-Short-Position an der COMEX?**

*Siegel:* Wenn man sich einmal ansieht, wofür die Investmentbanken in den letzten Jahren verurteilt wurden – Zinsmanipulationen, Währungsmanipulationen etc. –, dann stellt sich die Frage, warum sie ausgerechnet im Gold- und Silbermarkt nicht in dieser Form aktiv waren oder sind. Wenn Positionen an den Terminmärkten aufgebaut werden, dann will man Geld verdienen, und da werden dann auch Entwicklungen angeschoben. Enge Märkte sind da sehr verlockend. Mich interessieren Analysen, wie oft eine Feinunze an der COMEX verliehen

wurde, auch aus einem anderen Grund nicht: Der größte Teil des Marktes findet außerbörslich statt und wird gar nicht dokumentiert. Es ist sogar denkbar, dass über die offiziellen Märkte gezielt Fehlinformationen gestreut werden.

**Smart Investor: Silber ist ja nicht nur Anlage-, sondern auch Industriemetall. Ist das eher ein Vor- oder ein Nachteil?**

*Siegel:* Es ist vermutlich gar nicht relevant, weil man ca. 90% der Silberpreisentwicklung mit der Goldpreisentwicklung erklären kann. Zwar hat Silber diverse Anwendungsfelder, aber für den Preis ist viel entscheidender, wie sich die Nachfrage nach Anlagesilber verändert. Der Preis wird immer von den Investoren gemacht. Die industrielle Nachfrage ist nur ein relativ konstanter Bodensatz.

**Smart Investor: Wie setzen Sie Ihre Erkenntnisse beim Fonds Stabilitas Silber & Weißmetalle um?**

*Siegel:* Grundsätzlich deckt der Fonds den gesamten Silbermarkt ab. Es ist so, dass ich alle wesentlichen Silberproduzenten im Fonds habe, aber nur wenige Explorer, weil die von der Größenordnung für den Markt nicht relevant sind. Bei den Silberaktien ist das Verhältnis noch extremer als beim Metall selbst. Den rund 200 „vernünftigen“ Goldwerten, in die man als Fonds mit mehr als 50 Mio. EUR Volumen investieren kann, stehen nur etwa zehn entsprechende Silberwerte gegenüber. Auch bei den Edelmetallaktienanlegern ist es so, dass spätestens nach dem fünften oder sechsten Goldwert der erste Silberwert gekauft wird. Das führt dazu, dass die Silberwerte wegen der Marktmenge immer schneller steigen als die

Goldwerte. Aus anlagestrategischer Sicht muss ich daher gar nicht in spekulative, kleine Silberexplorer investieren, um eine Outperformance zu erreichen. Ich kann die größten, schwersten und breitesten Silberwerte kaufen und habe trotzdem den besten Edelmetallminenfonds. In Korrekturen fallen die Silberminenaktien entsprechend auch schneller als die Goldminen.

**Smart Investor: Juniors und Explorer interessieren Sie also nicht?**

*Siegel:* Zum einen ist es für den Fonds grundsätzlich nicht nötig, in diesem Bereich zu suchen. Einige dieser Werte befinden sich mit geringer Gewichtung im Fonds und haben ohne Nachkäufe zur guten Performance beigetragen. Es gibt in diesem Segment aber keine Titel, die einen wirklich attraktiven Nachholbedarf haben. Zum anderen ist es auch fast nicht möglich, diese Werte für meinen Fonds zu kaufen, weil sie so illiquide sind. Bei steigenden Kursen bekomme ich zwar noch Material, aber bei fallenden Preisen habe ich keine Möglichkeit, die Aktien vernünftig loszuwerden.

**Smart Investor: Welche Alternativen gibt es noch?**

*Siegel:* Weil mir die Anlagemöglichkeiten ausgehen, bin ich jetzt auch auf zwei Platinwerte ausgewichen, die auf ganz lange Sicht strategisch und relativ günstig aufgenommen wurden. Natürlich sind Platinpreise von unter 1.000 USD/Feinunze ein Problem, aber wenn die beiden Titel Anglo Platinum und Impala Platinum, die 70% der Weltplatinproduktion ausmachen, nicht überleben, dann weiß ich nicht, wie die Platinanfrage langfristig bedient werden kann. Und weil die liquiden Möglichkeiten im Silberbereich ausgehen, habe ich noch einige Goldminen beigemischt, die ein ähnliches Potenzial und eine ähnliche Charakteristik wie Silberminen haben. Zudem halte ich einen kleinen Anteil hochliquider Goldwerte. Kommt es zu Abflüssen aus dem Fonds, kann ich diese in kürzester Zeit verkaufen, bin aber dabei, solange die Edelmetalle steigen. Der Anteil der Goldwerte liegt aktuell bei etwa 10% und soll nicht weiter erhöht werden.

**Smart Investor: Warum gibt es eigentlich so wenige reine Silberaktien?**

*Siegel:* Der wichtigste Grund ist, dass der Silberpreis viele Jahre so tief war, dass niemand ernsthaft reine Silberprojekte finanziert hat. Der zweite Punkt ist, dass durch den starken Goldpreisanstieg in den 2000er-Jahren die 50:50-Minen – also 50% Gold und 50% Silber – in Produktion gebracht wurden. Schließlich gibt es in Mexiko und Peru durchaus etliche reine Silberminen, die aber nicht an der Börse notiert sind.

**Smart Investor: Obligatorische Schlussfrage: Wie geht es nach der heftigen Korrektur der letzten Wochen weiter?**

*Siegel:* Der langfristige Aufwärtstrend ist absolut intakt. Nach der steilen Aufwärtsbewegung ist eine Korrektur völlig normal. Ansonsten hoffe ich – Sie hören richtig –, dass Zinsanstiege nötig werden, wenn die Inflation anzieht. Es gibt inzwischen ganz leichte Anzeichen, dass die aufgedrehten Geldhähne in dieser Hinsicht wirksam werden. Dazu kommt der Basiseffekt aus dem Rohöl. Es stimmt einfach nicht, dass sich steigende Zinsen negativ für Gold auswirken. Wenn die Zinsen anziehen und die Inflationsraten nur minimal ansteigen, dann haben wir tausende Milliarden an Anleihen, die unter Wasser sind und die keiner mehr haben will. Man hat den Drang in den Edelmetallbereich bereits nach der ersten Zinserhöhung im Dezember 2015 gesehen. Wir haben das auch in den 70er-Jahren schon einmal gesehen – auch da gab es bei steigenden Zinsen praktisch keine Anlagealternative zu Gold. Zwar sind hohe Zinsen schlecht für Gold, aber steigende Zinsen sind optimal – und hoch sind die Zinsen erst einmal noch lange nicht. Wenn die Zinsen nur auf ein normales Niveau von 2% bis 3% steigen, dann sehen wir ein Desaster am Anleihemarkt. Das ist ein optimales Szenario, um jetzt in Edelmetalle einzusteigen, wobei es mindestens so extrem werden wird wie in den Jahren 1976 bis 1980.

**Smart Investor: Vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.**

*Interview: Ralph Malisch*



# Reden ist Silber, Schweigen ist Gold und Bargeld ist Freiheit

Von Dagmar Metzger und Steffen Schäfer,  
Gründer der Initiative Stop Bargeldverbot

Es ist noch nicht allzu lange her, dass Silber ein gängiges Zahlungsmittel war. Die Redewendung „etwas versilbern“ stammt aus dieser Zeit, und die Deutsche Mark leitete ihren Namen ebenso wie zuvor die Reichsmark von der Mark Banco ab, einer Verrechnungseinheit der Hamburger Bankhäuser auf Silberbasis. Heute ist Silber demonetisiert. Das Edelmetall hat seine Geldfunktion verloren. Wobei das Wort „verloren“ impliziert, diese Funktion sei eben im Laufe der Zeiten abhanden gekommen. Tatsächlich aber war die Demonetisierung des Silbers ein bewusster, politisch gewollter und geförderter Vorgang.

Etwas ganz Ähnliches erleben wir mit dem derzeit einzigen gültigen Zahlungsmittel – unserem Bargeld. Offenkundig wollen es Politik und Zentralbanken gemeinsam mit den großen Finanzinstituten Schritt für Schritt in die Virtualität drängen. Die Abschaffung des 500-Euro-Scheines gehört ebenso zu diesem Prozess wie die Einführung von Barzahlungsobergrenzen. Um die Bevölkerung hierfür zu gewinnen, werden absurde Argumente ins Feld geführt. Bargeld diene der Terrorfinanzierung, heißt es, und ermögliche erst Geldwäsche und allgemeine Kriminalität. Dies ist natürlich alles Unsinn.

Die entscheidende Motivation hinter dem „globalen Krieg gegen das Bargeld“ (Bundesbank-Zentralbereichsleiter Stefan Hardt) ist eine andere. Die Zentralbanken sollen unbedingt in die Lage versetzt werden, die Zinsen noch sehr viel tiefer in den negativen Bereich drücken zu können. Diesem Ansinnen steht das Bargeld im Weg. Noch können die Anleger ihr Geld in Form von Cash vor Negativzinsen schützen. Aus diesem Zusammenhang machen Ökonomen wie Kenneth Rogoff oder Marvin Goodfriend auch keinerlei Hehl.

Der Staat unterstützt derartige Ansinnen freilich gerne. Er kann sich immer höher verschulden, je niedriger die Zinsen sind. Bei durchgehenden negativen Zinsen kann er die Verschuldung (theoretisch) ins Unendliche treiben – schließlich verdient er daran noch, während Sparer und Anleger bluten müssen. Auch kommt ihm die völlige Kontrolle über seine Bürger, die er mit Abschaffung des Bargelds erlangt, nicht ungelegen. Zu wissen, wer was wann wie wo kauft oder verkauft, ist in jedem Falle ein weiterer praktischer Aspekt einer bargeldlosen Gesellschaft – zumindest aus staatlicher Sicht.



Die maroden Banken wiederum versprechen sich ein stabiles Einkommen. Gibt es nur mehr elektronisches Geld, dann sind die Menschen alternativlos auf ihre Dienste angewiesen. Bisher kostenfreie Dienstleistungen können sich die Institute dann teuer entgelten lassen. Zudem entfällt die latente Bedrohung eines Bank Runs.

Edelmetallbesitzer könnten in der bargeldlosen Gesellschaft übrigens die äußerst unangenehme Erfahrung machen, dass in einer solchen eine Steuer auf „Zufallsgewinne“ nicht nur schnell eingeführt, sondern beim Verkauf der Edelmetalle auch automatisch abgeführt wird. Es bleibt dabei: Bargeld ist eine essenzielle Säule der Freiheit und Garant elementarer Eigentumsrechte. Wir sollten alles daran setzen, uns das Bargeld zu erhalten. ■

## Über die Initiative Stop Bargeldverbot

Stop Bargeldverbot ist eine überparteiliche Initiative, die sich für den Erhalt des Bargelds stark macht. Gemeinsam mit der Volkspetition „Bargeldverbot stoppen“ hat sie bereits mehr als 160.000 Unterschriften für den Erhalt der Freiheit gesammelt. Gegründet wurde die Initiative im Februar 2016 von Dagmar Metzger und Steffen Schäfer. Unter anderem gehören der ehemalige bayerische Wirtschaftsminister Martin Zeil, der Ökonom und Eurokritiker Prof. Joachim Starbatty, der CDU-Bundestagsabgeordnete Klaus-Peter Willsch, der Unternehmer Prof. Henning Zoz und der Buchautor Dr. Ulrich Horstmann zu den namhaften Erstunterzeichnern der Initiative. Unter [www.stop-bargeldverbot.de](http://www.stop-bargeldverbot.de) können Sie die Initiative unterstützen.

# HWPH

HISTORISCHES  
WERTPAPIERHAUS AG

# Das Historische Wertpapierhaus

## 50 Highlights

Teil 2 der 35. Auktion für Historische Wertpapiere  
Part 2 of the 35th Auction for Old Stocks and Bonds  
Часть 2 в 35-го аукциона антикварных ценных бумаг



Lot 411

→ *Zeitreise durch sechs Jahrhunderte Finanzgeschichte*  
→ *A Journey through six Centuries of Financial History*  
→ *Путешествие по шести векам истории финансов*

**HWPH**  
HISTORISCHES  
WERTPAPIERHAUS AG

## 35. Auktion für Historische Wertpapiere

Teil 1

35th Auction for old Stocks and Bonds

Part 1



Lot 147

Auktion am 18. Oktober 2014 Auction on 18th October 2014  
Wien/Wienna Erlangen/Regensburg/Wien/Vienna

## 36. Auktion für Historische Wertpapiere

Online-Auktion

www.hwph.de

36th Auction for old Stocks and Bonds Online-Auction



Lot 96

Montag, 20.10.2014, 14:00 Uhr Monday, 20.10.2014, 2:00 p.m.

*Ihr Auktionshaus für Historische Wertpapiere*

HWPH AG  
Matthias Schmitt  
Ingelsberg 17 b  
85604 Zorneding  
Deutschland

Tel.: +49 - (0) 81 06 - 24 61 86  
Fax: +49 - (0) 81 06 - 24 61 88  
E-Mail: [auktion@hwph.de](mailto:auktion@hwph.de)

## Historische Wertpapiere Ankauf - Verkauf - Beratung

 **scripovest**  
[www.scripovest.de](http://www.scripovest.de)

Sie finden uns in der weltbekannten Stadt  
Rothenburg ob der Tauber:

**Scripovest AG**  
Neugasse 32  
91541 Rothenburg ob der Tauber

Telefon +49 (0)9861 8738631  
Fax +49 (0)9861 8738632  
E-Mail [malik@scripovest.de](mailto:malik@scripovest.de)

Es grüßt Sie herzlich

Ihr Volker Malik



# STABILITAS FONDS



## Investieren in Edelmetalle. **Mit den Experten.**

Setzen Sie auf stabile Erfolgsgrößen. Die Edelmetalle Gold und Silber versprechen das größte Potential und bilden somit das Kerninvestment der Stabilitas Fonds. Ergänzt werden die Fonds durch Anlagen in den Sektoren Platin, Palladium, Basismetalle und Energie.

Das Basisinvestment:

- ▶ **Stabilitas Gold+Ressourcen**  
(WKN A0F6BP)

Das Potential von Silber nutzen:

- ▶ **Stabilitas Silber+Weissmetalle**  
(WKN A0KFA1)



Goldminen in Australien:

- ▶ **Stabilitas Pacific Gold+Metals**  
(WKN A0ML6U)



Von Spezialsituationen profitieren:

- ▶ **Stabilitas G+R Special Situations**  
(WKN A0MV8V)

[www.stabilitas-fonds.de](http://www.stabilitas-fonds.de)

Stabilitas GmbH  
Wittenbreite | 32107 Bad Salzufen

Tel.: +49.(0)5222-795314  
[info@stabilitas-fonds.de](mailto:info@stabilitas-fonds.de)

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind der aktuelle Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglements sowie der aktuelle Halbjahres- und Jahresbericht. Die genannten Dokumente sowie die wesentlichen Anlegerinformationen erhalten sie kostenlos in deutscher Sprache sowohl bei der IPConcept Fund Management S.A. ([www.ipconcept.com](http://www.ipconcept.com)), als auch bei der Stabilitas GmbH ([www.stabilitas-fonds.de](http://www.stabilitas-fonds.de)) sowie bei den Zahl- und Informationsstellen. Für die Bundesrepublik Deutschland ist dies die DZ Bank AG, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Hinweise auf die vergangene Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse und garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Eine Garantie für die Richtigkeit aller Angaben kann nicht übernommen werden. Änderungen vorbehalten.