

Interview mit Dr. Christian Schärer – Manager des Uranium Resources Fund und Partner der Incrementum AG



Dr. Christian Schärer ist Partner der Incrementum AG, zuständig für Spezialmandate. Ein Thema, das ihn bis heute fasziniert und bei der Auswahl aussichtsreicher Investitionsmöglichkeiten inspiriert. Er studierte an der Universität Zürich Betriebswirtschaft und promovierte berufsbegleitend am Bankinstitut Zürich. Er hat sich in verschiedenen Funktionen als Anlageberater, Broker und Portfoliomanager ein umfassendes Finanzmarktwissen angeeignet. Seit dem Sommer 2004 fokussiert sich Schärer als Unternehmer, Berater und Portfoliomanager auf verschiedene Anlagethemen mit Sachwertcharakter. Sein Praxis-orientiertes Finanzmarktwissen bringt er auch als Verwaltungsrat in Unternehmen ein. Er ist verheiratet und Vater eines Sohnes. In seiner Freizeit kocht er gerne für Freunde und Familie, wandert in den Tessiner Bergen oder liest die Biographie einer faszinierenden Persönlichkeit.

Herr Schärer, der Uran-Spot-Preis hat innert Jahresfrist um rund 35% korrigiert. Viele Aktien aus dem Uransektor handeln wieder auf den Niveaus vom Sommer 2021. Die Investorenstimmung ist im Keller, Anleger liquidieren ihre Aktien und tradingorientierte Investoren bauen Shortpositionen auf? Was sind die Gründe für den seit geraumer Zeit feststellbaren Verkaufsdruck?

Richtig. Die seit einigen Monaten ablaufende Marktkorrektur strapaziert einmal mehr die Nerven der Marktteilnehmer. Das ist selbst für den mit dem Uransektor vertrauten Investor eine Herausforderung. Allerdings müssen wir zur Kenntnis nehmen, dass dynamisch ablaufende Preisanpassungen und damit verbunden eine hohe Volatilität im historischen Kontext für den Sektor nicht unüblich sind.

Die dynamische Preisentwicklung verhilft dem Uransektor periodisch zu einiger Aufmerksamkeit. Vergleichbares war in der zweiten Hälfte des Vorjahres festzustellen, als sich der Spotpreis von USD 50 auf gut USD 100 verdoppelt hatte. Diese Phasen erhöhter Aufmerksamkeit sind für einen Sektor bemerkenswert, der in der Wahrnehmung der Investorengemeinde noch immer als absoluter Nischenmarkt gilt. Dies trotz seiner unbestrittenen ökonomischen Bedeutung. Uran liefert den Brennstoff für Atomkraftwerke und diese decken rund 10% des weltweiten Strombedarfs. Das ist CO₂-arm produzierte, sichere und permanent verfügbare (7 x 24) Grundlast, die den Stromnetzen zu kompetitiven Kosten zur Verfügung gestellt wird und wesentlich zu deren Stabilisierung beiträgt. Lassen sie uns kurz auf die langfristige Kursentwicklung des Uransektors blicken, bevor wir uns auf die Suche nach den Gründen für die aktuelle Korrektur machen. Nach dem Durchschreiten des Preistiefs im Jahr 2018 hat sich der Spotpreis in mehreren Schüben erholt und 2021 die Phase der Bodenbildung abgeschlossen. Was wir heute sehen, ist wohl der Backtest dieses Ausbruchniveaus.

Die scharfen Preisanstiege wurden in der Vergangenheit jeweils im Rahmen längerer Konsolidierungsphasen verdaut. Das scheint auch dieses Mal wieder der Fall zu sein. Typischerweise enden die Preistrends jeweils mit einer

Akzeleration. Aktuell in Form einer sich beschleunigenden Korrektur. Das ist der geringen Marktliquidität am Uran-Spotmarkt geschuldet. Diese wiederum ist eine Folge der seit einiger Zeit am Uranmarkt bestehenden Angebotslücke. Die Nachfrage nach Uran ist grösser als die Minenproduktion. Zur Erinnerung: die globale Reaktorflotte verbraucht knapp 190 Mio. Pfund Uran pro Jahr. Die Minenproduktion beläuft sich auf rund 150 Mio. Pfund. Bisher wurde das resultierende Defizit durch den Abbau von verfügbaren Lagerbeständen sowie durch das Angebot aus sekundären Quellen gedeckt. Als Konsequenz dieser Angebots-/Nachfrage-Konstellation kommt es im Zeitverlauf aber zu einem signifikanten Abbau der verfügbaren Lagerbestände und damit verbunden zu einer reduzierten Marktliquidität am Uran-Spotmarkt. Wir erwarten, dass uns vor diesem Hintergrund die erhöhte Volatilität der Uran-(Spot-)Preise während der kommenden Quartale weiter begleiten wird. Entsprechend wird auch das Nervenkostüm der Investoren weiter strapaziert werden. Die gute Nachricht ist aber, dass diese Volatilität in beide Richtungen spielt. Nach dem aktuellen Ausverkauf erwarten wir mindestens eine deutliche Gegenbewegung, wenn nicht die Fortsetzung des langfristigen Aufwärtstrends.

Auslöser für die jüngste Korrektur war das Zusammenspiel von verschiedenen Einflussfaktoren. So hat der rasante Preisanstieg in der zweiten Hälfte des Vorjahres einiges spekulatives Interesse geweckt und entsprechend wurden momentumgetriebene Gelder angezogen. Diese Positionen wurden über die vergangenen Monate unter dem Eindruck fallender Preise wieder glattgestellt. Diese Investoren lassen sich bei ihren Handelsaktivitäten zudem oft von der Preisentwicklung des Uran-Spotpreises leiten. Dies, obwohl aus ökonomischer Sicht die im Rahmen langfristiger Liefervereinbarungen vertraglich fixierten „Kontraktpreise“ deutlich relevanter sind, weil das Produktionsvolumen mehrheitlich auf diesem Weg vermarktet wird. Allerdings stehen diese langfristigen Preisindikationen nur auf monatlicher Basis zur Verfügung und bekommen dadurch im Tagesgeschäft meist nicht die angemessene Beachtung.

In jüngster Zeit gehen diese Preise im physischen Uranmarkt getrennte Wege. Der Spot-

preis notiert aktuell bei rund USD 65 pro Pfund. Er hat im Verlaufe des Jahres rund 35% eingebüßt. Im Unterschied dazu werden die langfristigen Kontraktpreise seit einigen Monaten konstant auf einem Niveau von USD 80 pro Pfund und damit auf einem Mehrjahreshoch rapportiert. Vor diesem Hintergrund überrascht die schlechte Investorenstimmung nach der scharfen Korrektur am Spotmarkt nicht. Andererseits signalisieren die stabilen langfristigen Kontraktpreise um USD 80 pro Pfund ein für die Uranproduzenten unverändert attraktives Marktumfeld.

Diese außergewöhnlichen Preisbewegungen laufen vor dem Hintergrund bemerkenswert tiefer Transaktionsvolumen ab. Das gilt sowohl für den Spotmarkt als auch für das Volumen an neu vereinbarten, langfristigen Lieferkontrakten. Die tiefen Handelsvolumen deuten unserer Meinung nach auf einen Käuferstreik der Kraftwerksbetreiber hin und nicht auf eine durch fundamentale Argumente getriebene Verkaufswelle.

Aus fundamentaler Perspektive haben die tiefen Transaktionsvolumen für einige Verunsicherung gesorgt. Dafür verantwortlich sind maßgeblich die zurückhaltend agierenden amerikanischen Kraftwerksbetreiber. Ihre Zurückhaltung lässt sich auf verschiedene Unsicherheiten im aktuellen Marktumfeld zurückführen. Bereits im letzten Herbst hat das US-Importverbot für russisches Uran für Irritationen gesorgt. Dessen Markteinfluss lässt sich noch immer nicht klar einschätzen. Insbesondere weil es eine Ausnahmeregelung in begründeten Fällen vorsieht. Das US-Energieministerium kann im Einzelfall einen Import zulassen, wenn der Kraftwerksbetreiber auf anderen Wegen das benötigte Uran nicht beschaffen kann oder „nationale US-Interessen“ geschützt werden müssen. Bisher blieb aber unklar, wie restriktiv diese Ausnahmeregelung vom Ministerium gehandhabt wird. Diese unklaren Rahmenbedingungen haben sich aufgrund des Übergangs von der Biden-Regierung zur Trump-Administration noch verstärkt und belasten das Kaufinteresse.

Zudem sind weiterhin die Rahmenbedingungen unklar, welche unter der künftigen Energiepolitik der Trump-Administration zu erwar-

ten sind. Die Administration hat den Green-Deal der Biden-Regierung beerdigt. Damit sind die meisten Unterstützungen zum Ausbau der nuklearen Wertschöpfungskette aktuell ausgesetzt. Entsprechend sind viele Investitionsentscheide sowie zahlreiche Abschlüsse von langfristigen Lieferverträgen „on hold“. Doch selbst wenn sich diese Entscheide zum weiteren Ausbau der nuklearen Wertschöpfungskette weiter verzögern, hat dies keinen Einfluss auf unsere Investment-Hypothese. Die Angebotslücke am physischen Uranmarkt besteht unverändert. Sie wird bestimmt durch das aktuelle Produktionsniveau in den Minen und den aktuellen Verbrauch der bestehenden Reaktorflotte. Daran ändern diese Unsicherheiten nichts. Im Gegenteil: die Reaktorflotte verbraucht jeden Tag Brennstoff und entsprechend sinken die Vorräte der Betreiber. Diese müssen ihre Bestände früher oder später mit Blick auf ihre strategische Vorratshaltung wieder aufstocken! Aufgeschoben ist demnach nicht aufgehoben.

Auch der wiederbelebte Dialog zwischen den USA und Russland verunsichert. Welche Veränderungen würde eine Annäherung für das geltende Sanktionsregime bringen? Könnte eine von Präsident Trump ins Spiel gebrachte neue Runde der nuklearen Abrüstung ein signifikant höheres Angebot am physischen Uranmarkt aus sekundären Quellen bringen? Möglich scheint vieles. Zu bedenken ist aber, dass Russland in der Produktion von Uranerz keinen dominanten Marktanteil hat (im Unterschied zu den nachgelagerten Schritten in der Wertschöpfungskette: „Conversion“ und „Enrichment“). Eine Annäherung würde also eher die bestehenden Engpässe in der Brennstoffproduktion beseitigen. In der Folge könnte wieder mehr Uranerz verarbeitet werden. Auch das Risiko, dass neue Abrüstungsvereinbarungen zusätzliches Uran auf den Markt bringen, erachten wir für den Zeitraum, welcher für unsere Investment-Hypothese relevant ist, als klein. Entsprechende Verhandlungen müssten China mit einschließen, wären zeitaufwändig und komplex. Zudem ist die absolute Zahl der heute verfügbaren nuklearen Sprengköpfe deutlich geringer als zum Zeitpunkt der letzten Abrüstungsrunde in den 80er bzw. 90er Jahre. Ein Programm „Megatons to Megawatt 2.0 ist vor diesem Hintergrund nicht zu erwarten.

Wir gehen davon aus, dass es sich bei diesen kontrovers diskutierten Themen nur um temporär relevante Belastungsfaktoren handelt. Sobald sich die Unsicherheiten aufgrund der zu erwartenden Formulierung der final gültigen energiepolitischen Rahmenbedingungen geklärt hat, dürften die Versorger, die zur Deckung ihres Bedarfs notwendigen Käufe realisieren und ihre Lagerbestände wieder aufstocken. Wie bereits erwähnt: aufgeschoben ist nicht aufgehoben...

Trotz dieser temporär relevanten Belastungsfaktoren sehen wir unsere Investment-Hypothese als weiterhin intakt an. Diese basiert auf der Erwartung, dass die bestehende Angebotslücke am Uranmarkt via steigende Preise geschlossen wird. Höhere Uranpreise liefern den Anreiz, aus ökonomischen Gründen stillgelegte Produktion zurück an den Markt zu bringen und neue Minenkapazitäten in Betrieb zu nehmen. Höhere Uranpreise sind eine zwingende Voraussetzung dafür, dass der Markt zurück in ein neues Gleichgewicht findet.

Auch auf dem aktuellen Preisniveau (lfr. Kontraktpreise) dürfte ein signifikanter Teil der fortgeschrittenen Uranprojekte eine realistische wirtschaftliche Perspektive haben. Es müssen aber weitere Voraussetzungen für eine erfolgreiche Realisierung gegeben sein. Der Mathematiker würde anmerken, dass ein Uranpreis von gut USD 80 pro Pfund notwendig, aber nicht hinreichend ist.

Aus der Perspektive des Uran-Minenbetreibers bzw. Projektentwicklers ist neben dem Erreichen eines bestimmten Preisniveaus auch die Aussicht auf preisliche Kontinuität von Relevanz. Bis ein Uran-Minenprojekt erfolgreich realisiert werden kann, vergehen aufgrund der komplexen Planungs- und Bewilligungsprozesse viele Jahre. Ein Zeithorizont von 10 Jahren und mehr ist eher die Regel als die Ausnahme. Kommt dazu, dass eine Mine bezüglich des Produktionszeitraumes idealerweise über eine vergleichbare zeitliche Perspektive verfügt. Diese Perspektive eröffnet sich, wenn der Anbieter (Minenbetreiber) langfristige Abnahmeverträge mit den Nachfragern (Kraftwerkbetreiber) zu nachhaltig attraktiven Konditionen abschließen kann. Bei dieser Gelegenheit können

wir auf den langfristigen Charakter dieses Geschäfts hinweisen. Minen und Kraftwerke werden mit der Aussicht auf eine lange Betriebsdauer erstellt. Das erklärt die Bedeutung der langfristigen Perspektive im Rahmen der Investitionsentscheide sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite.

In diesem Kontext kann die jüngste Preisentwicklung positiv beurteilt werden. Während der Spotpreis oft ein guter (kurzfristiger) Stimmung Indikator für die Lage am Uranmarkt ist, signalisieren Umfang und die Konditionen, zu welchen langfristige Liefervereinbarungen abgeschlossen werden, die Nachhaltigkeit der beobachteten Preisbewegung. Die aktuell vereinbarten Preise werden für die Anbieter deutlich konstruktiver fixiert als in der Vergangenheit. Einschränkend muss aber festgehalten werden, dass die vereinbarten Konditionen aufgrund von Geheimhaltungsklauseln in den Verträgen nicht transparent sind. Die Verträge umfassen weit mehr als vereinbarte Mengen, Preise und Liefertermine. Sie lassen sich entsprechend nur auf der Basis von anekdotischen Berichten der Vertragsparteien umfassend beurteilen. Klar ist aber, dass sich der Uranmarkt im Verlauf der letzten Quartale vom Käufer- zum Verkäufermarkt gewandelt hat. Die verbesserte Perspektive der Minenbetreiber dürften die Wiederinbetriebnahme bzw. die Realisierung neuer Projekte deutlich stimulieren.

Trotzdem darf nicht erwartet werden, dass die Uranproduktion durch die höheren langfristigen Kontraktpreise kurzfristig stimuliert wird. Das Erreichen eines aussichtsreichen Preisniveaus mag Investitionsentscheide stimulieren, aber es gibt keine signifikante Preissensitivität bezüglich der Realisierungszeit dieser Projekte. Der Zeitbedarf ab dem Zeitpunkt des Investitionsentscheides lässt sich mit Geld nicht signifikant reduzieren. Die zeitliche Dimension wird vielmehr vom Umfang und der Komplexität der Bewilligungs- und Planungsprozesse bestimmt. Als Illustrationsbeispiel kann diesbezüglich der kanadische Projektentwickler Denison Mines angeführt werden, der prominent im Portfolio des Funds vertreten ist. Im optimalen Fall erhält das Unternehmen Ende 2025 die finale Bewilligung für die Realisierung seines Minenprojektes. Es wäre in Kanada die erste abschließende

Bewilligung für den Neubau einer Uranmine seit 20 Jahren.

Welche Nationen liegen jetzt bei der Entwicklung von Uran-Projekten klar vorne und wo hakt es?

Der weltweit bedeutendste Uranproduzent ist Kasachstan. Zusammen mit seinen Joint-Venture-Partnern steuert die staatlich kontrollierte Kazatomprom rund 42 Prozent zur globalen Uranproduktion bei. Weitere wichtige Produzenten sind Kanada (15%), Namibia (11%), Australien (9%) und Usbekistan (7%).

Wichtig ist die Erkenntnis, dass die bedeutenden Produzenten nicht gleichzeitig wichtige Konsumenten sind. Die größten Reaktorflotten werden von den USA (93 Reaktoren), Frankreich (56), China (55), Russland (37), Japan (33) und Südkorea (26) betrieben. Daraus ergeben sich interessante Handelsbeziehungen und Abhängigkeiten. Vor dem Hintergrund des Ukraine-Krieges und der sich abzeichnenden Blockbildung (Russland/China vs. westliche Industrieländer) erscheinen diese zudem in einem neuen Licht. Das neue Top-Thema ist die Versorgungssicherheit mit Uran.

Daraus ergeben sich drei beachtenswerte Entwicklungen: 1. Kasachstan steht unter Beobachtung. 2. Die USA wollen ihre Importabhängigkeit deutlich reduzieren und die eigene Uranproduktion stimulieren. 3. Afrika wird zum Spielfeld der globalen Akteure.

Bisher gelingt Kasachstan die Gratwanderung zwischen Ost und West erstaunlich gut. Dem Land ist es trotz seiner Nähe zu Russland gelungen, mit einigem diplomatischem Geschick Sanktionierungen durch den Westen zu vermeiden. Die geopolitische Situation stellt das Land aber vor große logistische Herausforderungen. So ist die Verschiffung von Uran an westliche Abnehmer auf der bisher wichtigsten Exportroute via den Hafen von St. Petersburg nicht mehr möglich. Die alternative Lieferung über das kaspische Meer, Aserbaidschan und Georgien ist logistisch aufwändig und aufgrund fehlender Regulierungen politisches Neuland. Entsprechend leichter fällt die Lieferung an den

mittlerweile bedeutendsten Kunden (China) und an Russland. Diese beiden Großmächte verstärken auch ihren politischen Einfluss auf die Regierung des Landes, den wichtigsten Aktionär von Kazatomprom. Es ist entsprechend zu erwarten, dass künftig die kasachische Uranproduktion vermehrt den Weg in Richtung Osten nimmt. Trotz der bestehenden Lieferverträge keine erbauliche Perspektive für westliche Kraftwerkbetreiber. Diese Situation könnte sich zuspitzen, wenn Kazatomprom die Ziele des ambitionierten Produktionsausbaus in den kommenden Jahren nicht erreichen sollte.

Vor dem Hintergrund der geopolitischen Veränderungen ist in den USA das Bewusstsein bezüglich der eigenen Importabhängigkeit gewachsen. Das Land deckt mit der weltgrößten Reaktorflotte rund 20% Prozent seines Strombedarfs aus Kernkraftwerken. Eine signifikante einheimische Produktion gibt es nicht mehr, obwohl das Land einst ein bedeutender Uranproduzent war. Mittlerweile hat sich aber in Washington ein starker überparteilicher Konsens etabliert, diese Abhängigkeit mit verschiedenen Maßnahmen rasch und gezielt anzugehen. So wird eine strategische Uran-Reserve etabliert und mit verschiedenen Fördermaßnahmen wird die einheimische Uran- und Brennstoffproduktion stimuliert. Die US-Minenproduktion hat gute Chancen, in den kommenden Jahren ein Comeback zu erleben. Ein weiterer Profiteur der US-amerikanischen Bemühungen ist Kanada. Hier liegen große Vorkommen mit hohem Urangehalt („Athabasca Basin“ / Saskatchewan). Der Appetit des Nachbarn und die Aussicht auf weiter steigende Uranpreise stimuliert die Exploration und das Vorantreiben der bereits etablierten Minenprojekte.

Noch weniger klar sind die Perspektiven für die europäischen Verbraucher. Zwar gibt es auch in Europa Uranvorkommen, doch deren Exploration und Förderung ist aus politischen Gründen meist nicht erlaubt (Schweden, Spanien). In der neuen geopolitischen Konstellation tut sich insbesondere Frankreich schwer. Es deckte bisher einen nicht unbedeutenden Teil seines Uranbedarfes in Niger. Diese Quelle ist nach dem Putsch im vergangenen Jahr aufgrund der Ressentiments aus der Kolonialzeit versiegt. Die

neue Regierung hat die Produktion aus den französischen Minen mit einem Exportverbot belegt. Entsprechend aktiv bemühen sich die Franzosen um neue Förderrechte in Usbekistan und in der Mongolei.

Stärker in den Fokus gerückt ist im aktuellen Umfeld der afrikanische Kontinent. Dessen Uranvorkommen sind keinem der beiden geopolitischen Blöcke fest zugeordnet und es gibt zahlreiche Vorkommen, die von Unternehmen aus China, Russland, Kanada oder Australien erschlossen und gefördert werden. Weil sich diese Uranvorkommen aber meist durch einen eher tiefen Urangehalt auszeichnen, brauchen viele dieser Projekte hohe Uranpreise, damit sie sich aus wirtschaftlicher Perspektive auch rechnen. Entsprechend stimuliert der steigende Uranpreis diesbezügliche Fantasien und treibt die Aktivitäten an. Wichtige Vorkommen liegen insbesondere in Namibia. Diese werden mit chinesischer Unterstützung („Roessing“ / „Husab“) bereits gefördert. Daneben gibt es Aktivitäten von Lotus Resources in Malawi. Die „Kayelekera“-Mine soll Ende 2025 in Produktion gehen. Der andere wichtige Produzent auf dem Kontinent ist das bereits angesprochene Niger. Hier entwickelt Global Atomic mit „Dasa“ ein bedeutendes Greenfield-Projekt, das ab Ende 2025 mit einer geplanten Jahresproduktion von 5 Mio. Pfund in Produktion gehen könnte. Allerdings sind diese Planungen aufgrund der politischen Rahmenbedingungen unter den neuen Machthabern noch mit Vorsicht zu genießen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass es eine recht gut dotierte Pipeline an erfolgversprechenden Uranprojekten in den Hotspots Kasachstan, USA, Kanada, Namibia, Niger und der Mongolei gibt. Mit einem Uranpreis von USD 80 bis 100 können diese realisiert werden. Aber es wird Zeit brauchen, bis diese Projekte einen signifikanten Beitrag zur globalen Uranproduktion leisten können. Auch beim Angebot ist die Preissensitivität des Uranmarktes offensichtlich gering. Im laufenden Jahr dürften diese „Newcomers“ mit rund 7 Mio. Pfund nur einen marginalen Anteil an der weltweiten Uranproduktion haben. Im darauffolgenden Jahr dürfte sich dieser Beitrag auf rund 15 Mio. Pfund verdoppeln. Kurzfristig lässt sich eine bedeutende Steigerung des Uran-Angebots nur

in den kasachischen Minen realisieren. Kazatomprom plant die Produktion in den kommenden Jahren zu steigern. Allerdings werden diese ambitionierten Pläne des Marktführers nach den verfehlten Produktionszielen des Vorjahres und der verwirrenden Kommunikation rund um die angepassten Produktionspläne für dieses und das kommende Jahr vom Markt zunehmend kritisch beurteilt.

Wie sieht es aktuell bei der Entwicklung der Atomkraft außerhalb des beratungsresistenten Deutschlands aus? Wer treibt die Entwicklung seiner Kernkraftflotte aktuell besonders voran?

Vor dem Hintergrund der global geführten Klimadebatte suchen Regierungen weltweit nach Antworten auf die Frage, wie der optimale Energiemix ihres Landes in Zukunft aussehen soll. Dabei gilt es geopolitische Anliegen, wirtschaftliche Interessen, nationale Egoismen und die Gesetze der Natur (Physik) zu berücksichtigen. Eine äußerst komplexe Fragestellung, denn letztlich muss die Politik sicherstellen, dass die Energie- und Stromversorgung ihrer Volkswirtschaft sauber, sicher und bezahlbar ist.

Gemäß den Zielen des Pariser Klimaabkommens soll die Energieversorgung künftig weniger auf fossilen Brennstoffen basieren. Unbestritten ist dabei, dass die angestrebte Elektrifizierung von Industrie und Mobilität zu einer überproportional wachsenden Nachfrage nach Elektrizität führen wird. Entsprechend sollen alternative Energien (Wind, Sonne, Wasserkraft) stark ausgebaut werden.

In den vergangenen Jahren wurde viel Zeit und Engagement dafür verwendet, global verbindliche und möglichst ambitionierte Klimaziele zu definieren. Ideologische und moralische Argumente hatten im Rahmen dieser Diskussionen oft einen hohen Stellenwert. Das hat sich vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine und der damit ausgelösten Energiekrise stark verändert. Fragen nach der Verfügbarkeit und den Kosten des Energieangebots stehen plötzlich im Zentrum der politischen Diskussion. Die Abhängigkeit von fossilen Energieimporten aus Russland soll möglichst rasch reduziert und die

Energieversorgung in den kommenden Wintern sichergestellt werden. Damit ist die Zeit der konkreten energiepolitischen Umsetzung angebrochen. In diesem Kontext beginnen die limitierenden Faktoren Zeit und Geld ihre Wirkung zu entfalten. Entsprechend übernimmt die Realpolitik zunehmend das Zepter bei der Suche nach umsetzbaren energiepolitischen Kompromissen. Die Zeit der energiepolitischen Pragmatiker scheint anzubrechen...

All diesen politischen Ansätzen liegt die Erkenntnis zugrunde, dass die unvermeidlichen Produktionsschwankungen bei den Alternativen Energieträgern zur Aufrechterhaltung eines jederzeit stabilen Stromnetzes ausgeglichen werden müssen. Dafür braucht es auch in Zukunft eine verlässliche Stromerzeugung aus nicht fossilen Quellen, welche an sieben Tagen in der Woche rund um die Uhr zur Verfügung steht. Weil Atomstrom CO₂ arm produziert wird, sind Atomkraftwerke für viele Regierungen ein möglicher Lösungsansatz für die Bereitstellung dieser Grundlast im Stromnetz. Vor diesem Hintergrund können alternative Energieträger und die Atomkraft eine „grüne“ Symbiose eingehen. Wir sehen in der Energiepolitik nicht den Gegensatz „Alternativ“ versus „Atomkraft“, sondern CO₂-arm versus „Fossil“.

Dank diesem grünen Stempel profitieren Atomkraftwerke künftig wohl auch von Konjunkturprogrammen und staatlichen Beihilfen. Ein bemerkenswertes Beispiel dafür ist der „Inflation Reduction Act“ in den USA. Auch Investorengelder lassen sich so einfacher anzapfen. Für Europa, die USA und Japan erwarten wir, dass damit die Modernisierung von bestehenden AKWs mit dem Ziel einer Verlängerung der Betriebslaufzeit einfacher gelingt. Zahlreiche neue Projekte für den Bau von Reaktoren der aktuellen Generation erwarten wir hingegen nicht. Einen Spezialfall stellt in diesem Kontext Japan dar. Das Land wird in den kommenden Jahren zahlreiche der nach dem Reaktorunfall von Fukushima stillgelegten Reaktoren zurück ans Netz bringen. Mehr Potential sehen wir für neue Reaktorkonzepte, die sicherer, flexibler und günstiger sind als die aktuelle AKW-Generation. Die dafür notwendigen Forschungsgelder lassen sich im beschriebenen Kontext nun einfacher mobilisieren.

Während in den etablierten Industrieländern kurz- und mittelfristig die Verlängerung der Betriebslaufzeit bereits bestehender Atomkraftwerke angestrebt wird, steht in den aufstrebenden Volkswirtschaften im mittleren Osten und in Asien der forcierte Ausbau der Reaktorflotten im Vordergrund. Besonders ambitioniert ist in diesem Zusammenhang China aufgestellt. Das Land will in den kommenden 15 Jahren rund 150 neue Reaktoren bauen! Mehr als der Rest der Welt in den vergangenen 35 Jahren insgesamt gebaut hat. Auch Indien verfolgt sehr ambitionierte Wachstumsziele für die Atomwirtschaft. Sind diese Pläne realistisch? Das wird sich zeigen. Zuversichtlich stimmt diesbezüglich das Beispiel der Vereinigten Arabischen Emirate. Dort ist es unter koreanischer Projektleitung gelungen, ambitionierte Bauprojekte für neue Reaktoren unter Einhaltung von Zeitplänen und Kostenbudgets zu realisieren und in Betrieb zu nehmen.

Insgesamt haben sich die Perspektiven für die Kernenergie in den letzten beiden Jahren deutlich aufgehellt. Insbesondere für die Kraftwerksbetreiber in den westlichen Industrieländern hat sich die Visibilität signifikant verbessert. Vor dem Hintergrund des politischen Supports und der erhöhten Akzeptanz durch die breite Öffentlichkeit hat die Planungssicherheit für die Betreiber bedeutend erhöht. Das wird sich auch in der Lagerhaltung spiegeln. Es wird wieder mehr Kernbrennstoff gelagert werden, um den zukünftigen Betrieb der AKWs abzusichern. Mit dem Beginn dieses neuen Lagerzyklus verbessert sich das Chancen-Risiko-profil für den Uransektor nachhaltig.

Woher beziehen China und Russland auf der einen und der „Westen“ auf der anderen Seite bisher ihr Roh-Uran und ihr aufbereitetes Uran und inwieweit könnte sich das in Zukunft ändern? Werden wir in den kommenden Jahren tatsächlich eine Spaltung des Uran-Sektors in „West“ und „Ost“ sehen?

Der Betrieb von Atomkraftwerken erfordert eine umfangreiche Infrastruktur, um die Versorgung mit Brennstoff zu gewährleisten. Es muss für den Abbau von Uranerzen, die Gewinnung des Urans aus den Erzen, die Konversion und die

Anreicherung sowie die Herstellung von Brennelementen gesorgt werden. Wer das Verhalten der Akteure am Uranmarkt verstehen will, muss die gesamte Wertschöpfungskette (Brennstoffkreislauf) im Blick haben und sich bewusst sein, dass wir es mit einem sehr langfristig ausgerichteten Geschäft zu tun haben.

Die Versorgungssicherheit ist ein zentrales Thema für die Betreiber von Kernkraftwerken. Das erklärt sich u.a. mit der Kostenstruktur dieser Kraftwerke. Im Unterschied zu fossil betriebenen Kraftwerken, sind im Falle eines AKW die Kapitalkosten der dominante Faktor in der Gesamtkostenrechnung für die Stromproduktion. Mit einem Anteil im hohen einstelligen Prozentbereich haben die Brennstoffkosten (Uran) eine untergeordnete Bedeutung. Entsprechend wenig preissensitiv zeigt sich die Industrie üblicherweise gegenüber steigenden Uranpreisen. Wenn ein Betreiber aber Milliarden in den Bau eines Kernkraftwerkes investiert, so will er dieses auch an 7 Tagen in der Woche rund um die Uhr betreiben. Einen allfälligen Engpass in der Brennstoffversorgung gilt es entsprechend zu verhindern.

Durch den Ukraine-Krieg hat sich die Wahrnehmung der westlichen Regierungen und Kraftwerksbetreiber deutlich verändert. Es stellen sich Fragen zu möglichen Abhängigkeiten und zur Verlässlichkeit der Vertragspartner. Russland ist nicht nur Uranproduzent, sondern mit „Rosatom“ auch ein gewichtiger Mitspieler in der Konversion und Anreicherung von Uran sowie in der Brennstoffproduktion. In diesen Bereichen hält das Land signifikante Marktanteile. Weil aber rund 70% der globalen Reaktorflotte in den westlichen Industrieländern steht, diese aber nur rund die Hälfte der Kapazitäten in der Konversion und der Anreicherung sowie der Brennstoffproduktion halten, ergibt sich aus westlicher Perspektive eine starke Abhängigkeit von Russland.

Entsprechend fokussiert sind die westlichen Kraftwerksbetreiber derzeit darauf, sich auf vertraglicher Basis einen Teil dieser knappen Kapazitäten in der westlichen Welt zu sichern. Die zu beobachtende Preisentwicklung in diesem Bereich des Brennstoffkreislaufes zeigt deutlich, wie angespannt der „Downstream“-Markt

aktuell ist. Aus westlicher Perspektive ist eine Entspannung dieser Situation nur durch die Schaffung neuer Kapazitäten im eigenen Einflussbereich möglich. Diese Investitionen in Milliardenhöhe werden aber nur getätigt, wenn deren Nachhaltigkeit für die Betreiber gegeben ist. Staatliche Investitionsgarantien und langfristige Lieferverträge sind die Antwort auf diese Fragestellung.

Auf mittlere Frist erwarten wir vor dem skizzierten Hintergrund massive strukturelle Verschiebungen am Uranmarkt: Einerseits werden die westlichen Kraftwerksbetreiber sich um eine Diversifikation ihrer Lieferquellen bemühen und langfristige Lieferverträge mit Anbietern aus politisch verlässlichen Jurisdiktionen abschließen wollen. Bereits heute lässt sich eine Bereitschaft zur Selbstsanktionierung beobachten. Westliche Kraftwerksbetreiber verzichten nach Möglichkeit auf den Bezug von angereichertem Uran und nuklearen Brennstoffen aus russischen Quellen. Damit zeichnet sich eine geopolitisch getriebene Teilung des Uranmarktes ab (Bifurkation), die sich auch auf der Ebene der Minenproduktion spiegeln wird. Entsprechend erwarten wir, dass künftig ein größerer Anteil der Uranproduktion Kasachstans seinen Weg nach China und Russland finden wird. Das wachsende Engagement dieser beiden Großmächte spiegelt sich bereits in zahlreichen Joint-Ventures zur Uranproduktion und in umfangreichen langfristigen Liefervereinbarungen. Andererseits werden die westlichen Verbraucher ihren Bedarf überwiegend aus Minen in Kanada, Australien und den USA decken wollen.

Zudem werden die Kraftwerksbetreiber das Thema der strategischen Versorgungssicherheit auch mit einer umfassenderen Vorratshaltung adressieren. Wie die Quartalsausweise des kanadischen Uranproduzenten „Cameco“ bereits gezeigt haben, lassen die Kraftwerksbetreiber eine erhöhte Bereitschaft zur Lagerhaltung von Uran erkennen. Damit dürfte ein neuer Lagerhaltungszyklus auf der Nachfrageseite gestartet sein. Das ist unserer Meinung nach der zentrale Mosaikstein im Bild eines mehrjährigen und nachhaltigen Uran-Bullenmarktes.

Die beschriebenen strukturellen Defizite im Brennstoffkreislauf dürften den Uranmarkt für

Jahre beschäftigen. Diese Ausgangslage unterscheidet sich deutlich von derjenigen zum Startzeitpunkt des letzten großen Uran-Bullenmarktes (2004-2010). Trotz dieser vielversprechenden Ausgangslage sei an dieser Stelle noch einmal der Hinweis erlaubt, dass die Anpassungsprozesse in diesem langfristigen Geschäft träge ablaufen und entsprechend Zeit brauchen.

Wie sieht ihr persönlicher Ausblick für den Uran-Sektor aktuell aus?

Meine mittel- bis langfristig positive Sicht auf den Uranmarkt ist ungeachtet der jüngsten Rückschläge unverändert und spiegelt sich in der Anlagestrategie des von mir verwalteten uranium resources fund (ISIN LI0224072749). Die Strategie basiert auf der bereits beschriebenen Investment-Hypothese: Das Angebotsdefizit am Uranmarkt wird während der kommenden drei bis fünf Jahre über einen höheren Uranpreis geschlossen. Dieser liefert den Anreiz, neue Produktionskapazitäten in Betrieb zu nehmen und damit den Uranmarkt in ein neues Gleichgewicht zu bringen. Mit Blick auf die wachsende Angebotslücke und die sich weiter verbessernden Fundamentaldaten bestehen gute Aussichten auf eine Fortsetzung des Bullenmarktes. Zwischenzeitliche Rückschläge und eine hohe Volatilität bleiben aber eine Eigenschaft dieses engen Marktes. Das hat sich in den vergangenen Wochen wieder einmal deutlich gezeigt. Die sich bietenden Gewinnmöglichkeiten wollen wir unter Inkaufnahme kontrollierter Risiken konsequent nutzen!

Vor diesem Hintergrund steht unser Portfolio auf vier Säulen. Als erstes Standbein halten wir in einem normalen Marktumfeld eine strategische Liquiditätsquote von bis zu 5%. Sie sichert unsere jederzeitige Handlungsfähigkeit. So nutzen wir attraktive Einstiegspunkte, die sich aufgrund des volatilen Kursverlaufs vieler Uranaktien regelmäßig eröffnen. Anzumerken bleibt, dass wir aufgrund der jüngsten Kursrückschläge voll investiert sind. Entsprechend liegt die Liquiditätsquote aktuell nahe 0.

Mit dem zweiten Standbein wollen wir direkt an einer Verbesserung des Uran-Spotpreises par-



(Grafik: incrementum)

tizipieren. Den Kern des Portfolios bilden zwei Beteiligungsgesellschaften und ein aktiv verwaltetes Zertifikat, die ihre Mittel überwiegend in physisches Uran investiert haben.

Das dritte Standbein fokussiert auf die Aktien der Uranproduzenten sowie auf die Gruppe der „Standby“-Produzenten mit bewilligten und realisierten Projekten, die aber noch nicht in Produktion sind. Im aktuellen Umfeld profitiert, wer in absehbarer Zeit eine signifikante Uranproduktion am Markt platzieren kann. Diese Produzenten tragen mit ihrem umfangreichen Auftragsbuch an langfristigen Lieferverträgen zur Stabilität des Portfolios bei.

Im Rahmen des vierten Standbeins setzen wir auf Explorer und Projektentwickler, die Erschließungs- und Minenprojekte auf Weltklasse Niveau vorantreiben. Besonders interessant sind diese, wenn sie ihre Projekte im Zeitfenster der erwarteten Angebotslücke signifikant vorantreiben können (late stage development). Sie werden dann von einer entsprechend attraktiven Wertentwicklung ihrer Projekte profitieren können. Zudem sollten diese Assets die notwendige Größe haben, um sich auch als Übernahmeziele zu qualifizieren. Wir gehen nämlich davon aus, dass im Verlauf dieses Uran-Bullenmarktes eine Konsolidierungswelle im Sektor ablaufen wird und sich möglicherweise auch Sektor-fremde Bergbauunternehmen im Urangeschäft positionieren wollen. Dies würde nicht zuletzt aufgrund der tiefen Konjunktursensitivität und der vergleichsweise hohen Visibilität der Urannachfrage Sinn machen.