

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



Herr Schärer, seit Anfang April hat sich die Stimmung im Uransektor deutlich verbessert. Das Comeback der Atomenergie wird von den Marktteilnehmern wahrgenommen und hat an den Märkten deutliche Spuren hinterlassen. Es fließt neues Geld in den Sektor. Unternehmen profitieren von verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten und die Aktienkurse steigen aufgrund der Mittzuflüsse in die verschiedenen Sektor-ETFs.

Was sind die wesentlichen Gründe für das neu erwachte Interesse an der Atomenergie?

Partner der Incrementum AG, zuständig für Szenariomodelle. Ein Thema, das ihn bis heute fasziniert und bei dem er Auswahlmöglichkeiten inspiriert. Er studierte an der Universität Zürich Betriebswirtschaft und promovierte berufsbegleitend am Bankeninstitut Zürich. Er hat sich in verschiedenen Funktionen als Analyst, 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 gern für Freunde und Familie, wandert in den Tessiner Bergen oder liest die Biographie einer faszinierenden Persönlichkeit.

Doch seit einigen Jahren ändert sich die Wahrnehmung durch Politik, Wirtschaft und Gesellschaft schrittweise. Vor dem Hintergrund ambitionierter klimapolitischer Ziele, geopolitischer Herausforderungen und technologischer Durchbrüche gewinnt die Atomenergie als Lieferant von CO<sub>2</sub>-arm produzierter Grundlast für das Stromnetz deutlich an Attraktivität. Sie gilt nicht mehr als nostalgische Infrastruktur, sondern als Instrument zur Sicherung von Energieversorgungskapazität und Dekarbonisierung sowie zur Förderung der digitalen Wirtschaft. Insbesondere die strukturellen veränderten und dynamisch wachsenden Stromnachfrage hat jüngst dazu geführt, dass politische Entscheidungsträger, Unternehmen und Investoren die Atomenergie zunehmend als strategische Technologie des 21. Jahrhunderts sehen.

Lange Zeit wurden insbesondere im deutschen Sprachraum die Wind- und Solarenergie als ideale Lösung zur Dekarbonisierung

der Volkswirtschaft propagiert. Im Rahmen der Energiewende wurde der Atomenergie keine Zukunftsperspektive eingeräumt. Vor diesem Hintergrund ist Deutschland aus der Atomenergie ausgestiegen und hat seine AKWs stillgelegt. Heute sehen das viele Länder anders. Welche energiepolitischen Argumente stehen hinter dem unerwarteten Comeback der Atomenergie?

In den Anfangsjahren der Energiewende wurden die Solar- und Windkapazitäten stark ausgebaut. Doch zu Beginn der 2020er Jahre wurden mehrere Industrieländer in Zeiten geringerer Wind- und Sonneneneinstrahlung mit Stresserlebnissen im Stromnetz konfrontiert. Vor diesem Hintergrund setzte sich die Erkenntnis durch, dass Stromnetze, die stark auf erneuerbare Energien angewiesen sind, Schwierigkeiten haben, ohne Langzeitstypisierung im Kommerziellen Maßstab ihre Stabilität aufrecht zu erhalten. So setzt sich zunehmend die Erkenntnis durch, dass saubere Zuverlässigkeit genauso wichtig ist wie saubere Erzeugung. Die Atomstrategie passt perfekt in diese pragmatische Strategie; sie produziert rund um die Uhr nahezu emissionsfreien Strom. Mit hoher Verfügbarkeit und unabhängig von Wetter Schwankungen.

Diese konzeptionellen Vorteile der Kernkraft sind bereits seit einiger Zeit bekannt und oft diskutiert worden. Trotzdem haben sie bisher nur unterschiedlich ihre Wirkung entfaltet. Gibt es darüber hinaus strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft und technologische Durchbrüche, die das Comeback der Atomkraft unterstützen?

Die neue Wachstumsphase der Kernenergie wird nicht nur durch die staatliche Energiopolitik getrieben, die auf Dekarbonisierung und Versorgungssicherheit fokussiert. Es sind aufstrebende Sektoren und neue Arten von Verbrauchern, deren wachsender Strombedarf den Wandel von herkömmlichen Künstlichen Intelligenz, Cloud Computing und datengesteuerte Industrien haben zu einer enormen Konzentration des Strombedarfs geführt. Diese Entwicklung hat den potentiellen Kundenkreis der Atomenergie weit über die traditionellen Energieversorger hinaus er-

weitert. Die Nachfrage nach Atomenergie diversifiziert sich zunehmend über Sektoren, Regionen und Eigentumsmodelle.

Auch technologisch ist in Sachen Atomenergie einiges im Wandel begriffen. Die zahlreichen Konzepte für kleine, modulare Reaktoren (SMRs) liefern Gesprächsstoff und beeinflussen die Wachstumsfantasien der Investoren. Wie bewerten Sie das Potenzial dieser Innovationen?

Die Aktienmärkte werden aktuell stark von der Entwicklung der künstlichen Intelligenz geprägt. Dabei stehen insbesondere die gewaltigen Kapitalinvestitionen der sogenannten „Hyperscaler“ (Meta, Alphabet, Microsoft und Amazon) in neue Rechenzentren im Fokus. Mit diesem Ausbau der KI-Infrastruktur wächst auch der Strombedarf dieser Anlagen deutlich. Vor dem Hintergrund dieser Wachstums erwartungen sind insbesondere Aktien aus dem Themenbereich der nuklearen Infrastruktur überdurchschnittlich gut gelauft. Das sind die Akten von Stromversorgern bzw. Kraftwerkbetreibern, Engineering und Service Unternehmen sowie von Reaktorbauern. Die kostentwickelten SMRs haben aber alles überstrrahlt. So hat „Oklo“ vor kurzem eine Marktkapitalisierung von beinahe USD 30 Mrd. erreicht. Ohne dass sie über einen vom Regulator bewilligtes Reaktordesign verfügen, einen Prototyp zu Demonstrationszwecken gebaut hätten oder über eine glaubwürdige Bezugsquelle für den Reaktorbrennstoff verfügen. In dieser Kurzentscheidung ist ausgesprochen viel Zukunftsfantasie eingepreist. Ausgang offen, da das Unternehmen auf globaler Basis mit rund 70 alternativen Konzepten im Wettbewerb steht.

Die Risikobereitschaft und die Technologieperformance der Investoren spiegelt sich in der Performance der unterschiedlich ausgerichteten Sektoren-ETFs aus dem Nuklearbereich. Je höher die Infrastrukturskomponente am ETF-Portfolio, desto besser die Performance. Uns erstaunt, dass sich der Markt nicht mehr mit der Frage auseinandersetzt, woher der Brennstoff für die Reaktoren kommt, die den Strom für die Rechenzentren sowie die Elektrifizierung von Industrie und Mobilität liefern. Diesen Brennstoff für die bestehenden und noch zu bauenden Reaktoren gewinnt man aus Uran.

**Der physische Uranmarkt gilt in der Investorengemeinde noch immer als absoluter Nischenmarkt. Trotzdem ist der Uran-Spotpreis ein wichtiger Taktgeber für die Kurssentwicklung der Aktien aus dem Sektor. Aktuell steht der Spotpreis bei rund USD 77 pro Pfund und damit rund einen Viertel unter den Höchstständen zu Beginn des Vorjahres. Mit Blick auf die Kurssentwicklung der verschiedenen Sektor-ETFs aus dem Universum der nuklearen Wertschöpfungskette überrascht die eher verhaltene Preisdynamik. Was sind die Hintergründe für die Zurückhaltung der Marktteilnehmer?**

Tatsächlich gilt der Uran-Spotmarkt in der Wahrnehmung der Investorengemeinde noch immer als absoluter Nischenmarkt. Dies trotz seiner unbestrittenen ökonomischen Bedeutung. Zur Erinnerung: Uran liefert den Brennstoff für Atomkraftwerke und diese decken rund 10% des weltweiten Strombedarfs. Das ist CO<sub>2</sub>-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 Preisentwicklung am physischen Uranmarkt blicken, bevor wir uns mit dem aktuellen Marktgeschehen befassen. Nach Durchsichten des Preisteils im Jahr 2018 hat sich der Spotpreis in mehreren Schüben erholt und 2021 die Phase der Bodenbildung abgeschlossen. Inzwischen ist auch der von uns erwartete Backtest dieses Ausbruchniveaus erfolgt.

Die scharfen Preisanstiege wurden in der Vergangenheit jeweils im Rahmen längerer Konsolidierungsphasen verdaut. Typischerweise enden diese kurz- bis mittelfristigen Preistrends jeweils mit einer Akzeleration. 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 Reaktorflootte verbraucht im laufenden Jahr knapp 190 Mio. Pfund Uran. Die Minenproduktion beläuft sich auf knapp 150 Mio. Pfund. Das resultierende Defizit wird durch den Abbau von verfügbaren Lagerbeständen sowie durch das

verschiedenen Sektor-ETFs aus dem Universum der nuklearen Wertschöpfungskette überrascht die eher verhaltene Preisdynamik. Was sind die Hintergründe für die Zurückhaltung der Marktteilnehmer?

Auslöser für die seit Anfangs 2024 laufende Konsolidierung am Spotmarkt war das Zusammenspiel von verschiedenen Einflussfaktoren. So hat der rasante Preisanstieg in der zweiten Hälfte von 2023 einiges spekulatives Interesse geweckt und entsprechend wurden momentan getriebene Gelder angezogen. Diese Positionen wurden über die vergangenen Quartale unter dem Eindruck stagnierender Preise wieder glattgestellt. Es fällt auf, dass sich Investoren bei ihren Handelsaktivitäten oft von dem Presentiment am Spotmarkt leiten lassen. Dies, obwohl aus ökonomischer Sicht die im Rahmen langfristiger Liefervereinbarungen vertraglich fixierten „Kontrahipreise“ deutlich relevanter sind, weil das Produktionsvolumen mehrheitlich auf dieselben 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 Spotpreis notiert aktuell bei rund USD 77 pro Pfund. Er hat gegenüber dem Jahreshoch aus dem Vorjahr rund 25% eingebüßt. Im Unterschied dazu werden die langfristigen Kontrahipreise seit gut 2 Jahren konstant auf einem Niveau von rund USD 80 pro Pfund und damit auf einem Mehrjahreshoch rapportiert.

Die beobachteten Preisbewegungen laufen vor dem Hintergrund bemerkenswert tiefer Transaktionsvolumen ab. Das gilt sowohl für den Spotmarkt als auch für das Volumen an neu vereinbarten, langfristigen Lieferverträgen.

Aus fundamentaler Perspektive sorgen die tiefen Transaktionsvolumen für einige Verunsicherung. Dafür verantwortlich sind maßgeblich die zukunftsorientierend agierenden amerikanischen

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 diese Volatilität der Uran-Spotpreise während der kommenden Quartale weiter begleitet wird.

Kraftwerkbetreiber. Ihre Zurückhaltung lässt sich auf verschiedene Unsicherheiten im aktuellen Marktumfeld zurückführen. Die unberechenbare Zollstrategie der Administration Trump, das Sanktionsregime gegenüber Russland sowie das im letzten Herbst umgesetzte US-Importsverbot für russisches Uran haben für Irritationen gesorgt. So lässt sich beispielweise der Markt einfluss des gesetzlich verankerten Importverbots von angereichertem russischen Uran noch immer nicht klar einschätzen, weil es eine Ausnahmeregelung in begründeten Fällen vorsieht. Das US-Energiedienstministerium kann im Einzelfall einen Import zulassen, wenn der Kraftwerkbetreiber 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.

Auch der wiederbelebte Dialog zwischen den USA und Russland verunsichert. Welche Veränderungen würde eine Annäherung für das gelende 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? Denkbar scheint vieles. Auch die Möglichkeit, dass sich das Verhältnis zwischen den beiden Staaten vor dem Hintergrund des Ukraine-Krieges wieder deutlich eintrübt und ein allfälliges russisches Exportverbot im Gegenzug die US-AKW-Betreiber in Bedrängnis bringt.

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, erscheint für den Zeitraum, welcher für unsere Investitionshypothese relevant ist, als klein. Entsprechende Verhandlungen müssen China miteinschließen, wären zeitaufwändig und komplex. Zudem ist die absolute Zahl der heute verfügbaren nuklearen Sprengköpfe deutlich geringer als zum Zeitpunkt der letzten

Abrüstungsunde in den 80er bzw. 90er Jahre. Ein Programm „Megatons to Megawatt 2.0“ ist vor diesem Hintergrund nicht zu erwarten.

Vor diesem Hintergrund sind zahlreiche Abschlüsse von langfristigen Lieferverträgen „on hold“. Die Angebotsstücke am physischen Uranmarkt besteht aber unverändert weiter. Sie wird bestimmt durch das aktuelle Produktionsniveau in den Minen und den aktuellen Verbrauch der bestehenden Kraftwerksteile. 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.

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. In diesem Zusammenhang möchte ich auf die ausgesprochen langsame Angebotsausweitung der letzten Jahre verweisen. Obwohl sich die Preise für physisches Uran seit dem Tief deutlich erholt haben, wurde die Produktionsmenge kaum ausgeweitet.

Auf dem aktuellen Preisniveau (langfristige Kontrahipreise) dürfte erst ein Teil der fortgeschrittenen Uranprojekte eine realistische wirtschaftliche Perspektive haben. So geht das Sektor-Schwerpunkt „Cameco“ von einem Anrempreis von USD 120 pro Pfund für die Etablierung neuer Produktionskapazitäten aus. Zudem müssen weitere Voraussetzungen für eine erfolgreiche Realisierung gegeben sein.

Aus der Perspektive des Uran-Minenbetreibers bzw. Projektentwicklers ist neben dem Erreich eines bestimmten Preisniveaus auch die Aussicht auf preisliche Kontinuität von Relevanz. Bis ein Uran-Minenprojekt erfolgreich rea-

isiert 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 Abnehmer (Minebetreiber) langfristige Abnahmeverträge mit den Nachfragern (Kraftwerkbetreiber) zu nachhaltig attraktiven Konditionen abschließen kann. In diesem Kontext sind wohl auch die Gründe für die aktuell tiefen Transaktionsvolumen bzw. die Zurückhaltung der AKW-Betreiber bezüglich neuer Vertragsabschlüsse zu suchen. Der Uranmarkt hat sich unter dem Eindruck der strukturellen Angebotsstücke vom Käufer- zum Verkäufermarkt gewandelt. Die Minebetreiber sehen sich aufgrund dieser Marktentwicklung in einer guten Verhandlungsposition und wollen nur Verträge unterzeichnen, die auf den Marktpreis zum Zeitpunkt des Liefertermins referenzieren. Andererseits haben die Kraftwerkbetreiber offensichtlich Mühe, diese Realität zu akzeptieren und warten ab, ob die Verkäufer die notwendige Ausdauer und den finanziellen Spielraum haben, diese Verhandlungsposition durchzuhalten.

Vor diesem Hintergrund kann die jüngste Preisentwicklung positiv beurteilt werden. Während der Spotpreis oft ein guter (kurzfristiger) Stimmungsindikator für die Lage am Uranmarkt ist, signalisieren die Konditionen, zu welchen langfristige Liefervereinbarungen abgeschlossen werden, die Nachhaltigkeit der beobachteten Preisbewegung. Die aktuell vereinbarten Konditionen werden für die Anbieter deutlich konstruktiver fixiert als in der Vergangenheit. Das signalisiert die Preisindikatoren, die vom Marktbeobachter UXC auf monatlicher Basis publiziert werden. Einschränkend muss aber festgestellt werden, dass die vereinbarten Konditionen aufgrund von Geheimhaltungsklauseln in den Verträgen nicht transparent sind. Zudem umfassen die Verträge weit mehr als vereinbarte Mengen, Preise und Liefertermine. Sie lassen sich entsprechend nur auf der Basis von anekdotischen Berichten der Vertragsparteien umfassend beurteilen. Diese Informationen bestätigen aber, dass sich der Uranmarkt im Verlauf der letzten Quartale vom Käufer- zum Verkäufermarkt ge-

## *„Bis ein Uran-Minenprojekt erfolgreich realisiert werden kann, vergehen aufgrund der komplexen Planungs- und Bewilligungsprozesse viele Jahre.“*

### *Ein Zeithorizont von zehn Jahren und mehr ist eher die Regel als die Ausnahme.“*

Uraproduzenten dürfen die Wiederinbetriebnahme bzw. die Realisierung neuer Projekte deutlich stimulieren.

Zu beachten bleibt, dass das Erreichen eines aussichtsreichen Preisniveaus Investitionsentscheidete stimulieren mag, aber es gibt keine signifikante Preisensensitivität bezüglich der Realisierungssicherheit 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.

Bisher gelingt Kasachstan die Gratwanderung zwischen Ost und West erstaunlich gut. Dem Land ist es trotz seiner Nähe zu Russland gelungen, mit einem diplomatischen 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 kasachische 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 kann eine bauliche Perspektive für westliche Kraftwerkbetreiber. Diese Situation könnte sich zuspielen, wenn Kazatomprom die Ziele des ambitionierten Produktionsausbaus in den kommenden Jahren nicht erreichen sollte.

ten 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 Reaktorblöten 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 Druck durch die USA, wollen ihre Importabhängigkeit deutlich reduzieren und die eigene Uranproduktion stimulieren. 2. Afrika wird zum Spielfeld der globalen Akteure.

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-Minproduktion 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 Explorations- 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 Uranbedarfs in Niger. Diese Quelle ist nach dem Putsch im vergangenen Jahr aufgrund der Restsensitivitäten aus der Kolonialzeit versteigt. 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 keinerlei 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 „Kayeleka“-Mine soll Ende 2025 in Produktion gehen. Der andere wichtige Produzent auf dem Kontinent ist das bereits angesprochene Niger.

Hier entwickelt Global Atomic mit „Dassa“ 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 teilweise realisiert werden. Aber es wird Zeit brauchen, bis diese Projekte einen signifikanten Beitrag zur globalen Uranproduktion leisten können. Auch beim Angebot ist die Preisempfindlichkeit 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 Vorjahrs und der verwirrten 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 beratungssistenten Deutschlands aus? Wer treibt die Entwicklung seiner Kernkraftröflotte aktuell besonders voran?**

All diesen politischen Ansätzen liegt die Erkenntnis zugrunde, dass die unvermeidlichen Produktionschwankungen bei den Alternativen Energie trügern zur Aufrechterhaltung eines jederzeit stabilen Stromnetzes ausgeglichen werden müssen. Dafür braucht es auch in Zukunft

Vor dem Hintergrund der global geführten Klimadebatte suchen Regierungen weltweit nach Antworten auf die Frage, wie der optimale Energimix 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 Klimaabkommen soll die Energieversorgung künftig weniger auf fossilen Brennstoffen basieren. Unstritten 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 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 Zentrum der Suche nach umsetzbaren energiepolitischen Kompromissen. Die Zeit der energiepolitischen Pragmatiker scheint anzubrechen...

Dank diesem grünen Stempel profitieren Atomkraftwerke künftig wohl auch von Konjunkturprogrammen und staatlichen Behilfen. Auch Investorenjäger 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 Betriebslauftreite 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 Betriebslauftreit bereits bestehender Atomkraftwer-



Insgesamt haben sich die Perspektiven für die Kernenergie in den letzten beiden Jahren deutlich aufgeteilt. Insbesondere für die Kraftwerksbetreiber in den westlichen Industrieländern hat sich die Visibility signifikant verbessert. Zudem wächst die Stromnachfrage erstmals seit zwei Jahrzehnten aufgrund des Ausbaus der KI-Infrastruktur und der Elektrifizierung von Industrie und Mobilität. Vor dem Hintergrund des politischen Supports und der erhöhten Akzeptanz durch die breite Öffentlichkeit hat sich die Plausibilität 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-Risikoprofil 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 erkennt 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 unterordnete 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 Kraftwerkbetreiber 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 in der Brennstoffproduktion. In diesen Bereichen hält das Land signifikante Marktanteile. Weil aber rund 70% der globalen Reaktorkapazität in den westlichen Industrieländern steht, diese aber nur rund die Hälfte der Kapazitäten in der Konver-

on und der Anreicherung sowie der Brennstoffproduktion halten, ergibt sich aus westlicher Perspektive eine starke Abhängigkeit von Russland.

Entsprechend fokussiert sind die westlichen Kraftwerkbetreiber 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 Brennstoffkreislaufs zeigt deutlich, wie angepasst 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 Lieferver-

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

Zudem werden die Kraftwerkbetreiber 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-Bullenmarkts.

Die beschriebenen strukturellen Defizite im Brennstoffkreislauf dürfen den Uranmarkt für Jahre beschäftigen. Diese Ausgangslage unterscheidet sich deutlich von denjenigen 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 Geschäftsträge ablaufen und entsprechend Zeit brauchen.

Mit dem zweiten Standbein wollen wir direkt an einer Verbesserung des Uran-Spotpreises partizipieren. Den Kern des Portfolios bilden zwei Belegschaftsgesellschaften und ein aktiv verwaltetes Zeitfonds, die ihre Mittel überwiegend in physisches Uran investiert haben.

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

Meine mittel- bis langfristig positive Sicht auf den Uranmarkt ist unverändert und spiegelt sich in der Anlagestrategie des von mir verwalteten uraniumresources funds (ISIN LU0224072749). Die Strategie basiert auf der bereits beschriebenen Investment-Hypothese: Das Angebotsdefizit am Uranmarkt wird während der kommenden drei bis fünf Jahren über einen höheren Uranpreis geschlossen. Hohe Preise liefern den Anreiz, neue Produktionskapazitäten in Betrieb zu nehmen und damit den Uranmarkt in ein neues Gleichgewicht zu bringen. Mit Blick auf die strukturelle Angebotsstabilität und die sich weiter verbesserrnden 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. Zudem erwarte ich, dass die Brennstoff-Frage wieder vermehrt in den Fokus der Investoren rückt. Die Begeisterung für die neuen Reaktortechnologien (SMRs) und den Ausbau der KI-Infrastruktur darf sich aufgrund der zahlreichen regulatorischen, technischen und finanziellen Herausforderungen abkühen und früher oder später einer realistischeren Einschätzung Platz machen. Das macht

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 uns eine jederzeitige Handlungsfähigkeit. So nutzen wir attraktive Einstiegspunkte, die sich aufgrund des volatilen Kurssverlaufs vieler Uranaktien regelmäßig eröffnen. Anzumerken bleibt, dass wir aufgrund der jüngsten Kunstdückeschläge voll investiert sind. Entsprechend liegt die Liquiditätsquote aktuell nahe 0.

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 Uranproduzentenplattform aufbauen 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 Übernahmziele 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 positivieren wollen. Dies würde nicht zuletzt aufgrund der tiefen Konjunktursensitivität und der vergleichsweise hohen Visibility der Uranmehrfrage Sinn machen.