

Interview Christian Schärer

Herr Schärer, die Atomkraft rückte vermehrt in den Fokus der Investoren, weil sie von vielen Regierungen weltweit als "Grüne Technologie" eingestuft wurde. Was bedeutet das für den Uran-Sektor?

Vor dem Hintergrund der global geführten Klimadebatte suchen Regierungen 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 im kommenden Winter 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. Das spiegelt sich in der Formulierung des „New Green Deal“ der Biden-Administration, der Ausgestaltung der EU-Taxonomie durch die Kommission oder der Zielsetzung der japanischen Regierung, die gut 10 Jahre nach Fukushima an einem forcierten Comeback der Atomenergie arbeitet. All diesen politischen Ansätzen liegt die Erkenntnis zugrunde, dass die unvermeidlichen Produktionsschwankungen bei den Alternativen Energieträgern im Rahmen eines 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 Regierung ein möglicher Lösungsansatz für die Bereitstellung dieser Grundlast im Stromnetz. Vor diesem Hintergrund können alternative Energieträger und die Atomkraft eine „grüne“ Symbiose eingehen.

Dank diesem grünen Stempel profitieren Atomkraftwerke künftig wohl auch von Konjunkturprogrammen und staatlichen Beihilfen. Auch Investorengelder lassen sich 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. 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 gebaut hat. 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.

Inwieweit beeinflusst der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine die weltweite Versorgung mit Uran?

Die Versorgungssicherheit ist ein zentrales Thema für die Betreiber von Kernkraftwerken. Das erklärt sich mit der Kostenstruktur dieser Kraftwerke. Im Unterschied zu fossil betriebenen (Gas- oder Kohle-) 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.

Bezüglich der Versorgungslage war die Zeit seit dem Reaktorunfall von Fukushima für die Kraftwerksbetreiber meist komfortabel. Mehrheitlich war das Angebot grösser als die Nachfrage und die Verfügbarkeit von Uran am Spotmarkt war gut. In dieser Zeit haben Uranproduzenten aus Kasachstan, Usbekistan oder Russland aufgrund ihrer attraktiven Positionierung auf der aggregierten Kostenkurve stetig Marktanteile gewonnen. Als Gruppe halten diese Produzentenländer mittlerweile einen Marktanteil von gut 50% am Uranmarkt. Mit einem Gewicht von 40% kommt Kasachstan dabei eine dominante Rolle zu.

Entsprechend waren bereits die sozialen Unruhen in Kasachstan zu Beginn des laufenden Jahres und die damit verbundene militärische Intervention Russlands ein erster Weckruf für die globale Atomindustrie. Bereits damals wurde klar, dass die mit den Produzenten aus Kasachstan abgeschlossenen langfristigen Lieferverträge wohl riskanter sind als noch kurz zuvor gedacht. Das Thema der strategischen Versorgungssicherheit war lanciert.

Seit dem Angriff Russlands auf die Ukraine dominiert es die Agenda. Russland ist nicht nur Uranproduzent, sondern mit „Rosatom“ auch ein gewichtiger Mitspieler in der Urananreicherung und der Brennstoffproduktion. Diese Abhängigkeit lässt sich in Zahlen ausdrücken: In den westlichen Industrieländern stehen rund 70% der globalen Reaktorflotte, aber nur 40% der „Downstream-Kapazitäten“ („Conversion“ / „Enrichment“ / Brennstoffproduktion). Entsprechend fokussiert sind die westlichen Kraftwerksbetreiber derzeit darauf, sich auf vertraglicher Basis einen Teil dieser knappen Kapazitäten zu sichern. Die zu beobachtende Preisentwicklung am hinteren Ende des Brennstoffzyklus zeigt deutlich, wie angespannt der „Downstream“-Markt aktuell ist. Diese Knappheit und die damit verbundenen Preissteigerungen werden aber nicht ein Phänomen am hinteren Ende des Brennstoffzyklus bleiben. Aufgrund von verschiedenen Rückkoppelungseffekten wird sich dieser Nachfrage- und Preisdruck eher früher als später auch im Markt für U_3O_8 (Uran) zeigen. Ein solcher Rückkoppelungseffekt wird durch die knappen Kapazitäten in der Urananreicherung getrieben. In Zeiten tiefer Nachfrage können die Anbieter dieser Dienstleistung ihre Zentrifugen länger laufen lassen und so entsprechend mehr angereichertes Uran aus dem angelieferten Ausgangsmaterial gewinnen (man spricht in diesem Zusammenhang von „underfeeding“). Der Prozess lässt sich mit dem Auspressen einer Orange vergleichen. Wer mehr Zeit zur Verfügung hat, kann mehr Saft aus der gleichen Frucht pressen. Anders sieht es in Zeiten hoher Nachfrage und knapp verfügbarer Kapazitäten aus. Es steht weniger Zeit für die Anreicherung des Ausgangsmaterials zur Verfügung. Entsprechend tiefer ist die Ausbeute (man spricht hier von „overfeeding“). Will man gleichviel angereichertes Uran produzieren wie zuvor, so braucht man entsprechend mehr vom Ausgangsmaterial als Input für den Anreicherungsprozess. Aktuell führt dieser „Swing“ vom „underfeeding“ zum „overfeeding“ im Rahmen der Urananreicherung zu einer geschätzten zusätzlichen jährlichen Nachfrage von rund 20 Mio. Pfund Uran (U_3O_8). Das in einem ohnehin bereits stark angespannten Marktumfeld.

In der aktuellen Sanktionsdiskussion gibt es Wortmeldungen auf beiden Seiten. Im Wissen um die westlichen Abhängigkeiten fordern russische Stimmen ein Exportverbot von Uran und nuklearen

Brennstoffen. Andererseits sind in beiden Kammern des amerikanischen Parlaments Gesetzesvorlagen hängig, die ein Importverbot von russischem Uran zum Ziel haben.

Stand heute ist der Ausgang dieser Diskussionen offen. Aufgrund der bestehenden Vorräte bei den Kraftwerksbetreibern ist unabhängig vom Ausgang dieser Diskussionen der reibungslose Weiterbetrieb der Kernkraftwerke für die kommenden 12 bis 18 Monate sichergestellt. Auf mittlere Frist erwarten wir vor dem skizzierten Hintergrund aber massive strukturelle Verschiebungen am Uranmarkt:

1. Die westlichen Kraftwerksbetreiber werden 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 Uran und nuklearen Brennstoffen aus russischen Quellen. Es zeichnet sich eine geopolitisch getriebene Teilung des Uranmarktes ab (Bifurkation).
2. Das Thema der strategischen Versorgungssicherheit adressieren die Kraftwerksbetreiber auch mit einer umfassenderen Vorratshaltung. Wie der jüngste Quartalsausweis des kanadischen Uranproduzenten „Cameco“ bereits gezeigt hat, 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 letzte, bisher noch fehlende Mosaikstein im Bild eines mehrjährigen und nachhaltigen Uran-Bullenmarkts.
3. Die Perspektiven für bestehende und angehende Uranproduzenten hat sich damit deutlich verbessert. Einerseits profitieren Sie von der Bereitschaft der Nachfrager, neue langfristige Lieferverträge abzuschließen (siehe „Cameco“). Andererseits setzt der jüngst deutlich gestiegene Uranpreis Anreize, bereits bestehende, aber aus wirtschaftlichen Gründen bisher stillgelegte Produktionskapazitäten zurück in Produktion zu bringen und die Realisierung bereits bewilligter Projekte konsequenter voranzutreiben. Das sind erste zaghafte Schritte zur Reduzierung der noch immer wachsenden Angebotslücke am Uranmarkt.

Zusammenfassend kann man trotz der aktuell bestehenden politischen und militärischen Unsicherheiten konstatieren, dass sich aus fundamentaler Sicht die mittelfristige Perspektive für Produzenten am Uranmarkt weiter verbessert hat.

Seit 2018 versuchen Uran-Förderer weltweit eine Balance zwischen Förderung und Nachfrage zu finden. Was ist seitdem konkret geschehen und ist das wirklich nachhaltig?

Es gilt in diesem Zusammenhang zwischen der strategischen und der zyklischen Marktentwicklung zu unterscheiden. Die Corona bedingten Produktionskürzungen haben den Markt im Rahmen einer zyklischen Schwankung kurzfristig entlastet und den Spotpreis gestützt. Dies weil namhafte Produzenten aufgrund von Produktionsunterbrüchen ihre Lieferverpflichtungen nicht mehr aus der eigenen Uranproduktion, sondern nur mit Käufen am Spotmarkt abdecken konnten. Im Sinne der angestrebten Marktstabilisierung ein willkommener Beitrag. Diese Kapazitäten finden aber früher oder später wieder in den Markt zurück. Entsprechend war die daraus resultierende Unterstützung des Uranpreises auch nur temporärer Natur. Dieser Prozess wird auch im Falle der jüngsten Produktionsausfälle aufgrund von Lieferkettenverzögerungen so ablaufen.

Wichtiger für die weitere Entwicklung des Uranpreises sind aber die Veränderungen auf der strategischen Ebene. Unter Führung der beiden Schwergewichte „Kazatomprom“ und „Cameco“ hat die Angebotsseite über die vergangenen vier Jahre mit signifikanten Produktionskürzungen versucht, den Uranmarkt zurück in ein neues Gleichgewicht zu führen. Wir sehen heute am Markt eine zuvor unbekannte Disziplin der Angebotsseite. In der Folge dürfte sich die weltweite Minenproduktion im Vergleich zu 2016 um rund ein Viertel reduziert haben.

Diese Produktionskürzungen reflektieren nichts anderes als die Anerkennung der ökonomischen Realitäten durch die Uranproduzenten. Aus der Sicht der Minenbetreiber ist das Verhältnis der Produktionskosten ihrer bestehenden Kapazitäten (ASIC – All In Sustaining Costs) zum Spotpreis relevant. Sind diese Kosten höher als der am Spot- und Terminmarkt realisierte Verkaufspreis, dann macht die Uranproduktion aus ökonomischer Sicht keinen Sinn. Steigt der Uranpreis nachhaltig über

das Niveau der Produktionskosten, so werden Kapazitäten, welche aus wirtschaftlichen Gründen zeitweise stillgelegt wurden (Minen im „care and maintenance“-Status) den Weg zurück an den Markt finden. Vor diesem Hintergrund sind die jüngsten Ankündigungen von „Cameco“ zu sehen, ab 2024 ihre „McArthur River“- und „Cigar Lake“-Minen (teilweise) wieder in Produktion zu bringen.

Rückblickend darf man konstatieren, dass diese Strategie zur Disziplinierung der Angebotsseite funktioniert hat. Der Uranpreis hat mittlerweile seine Bodenbildung abgeschlossen und hat jüngst das höchste Niveau seit 2012 erreicht. Aufgrund der bereits besprochenen Verbesserungen auf der Nachfrageseite (Verlängerung der Betriebslaufzeiten, Bau neuer Reaktoren, Wunsch nach Diversifikation der Lieferquellen) sehen wir im aktuellen Umfeld die Preisrisiken auf der Nachfrageseite des Marktes. Über die vergangenen 12 bis 18 Monate hat sich der Uranmarkt vom Käufer- zum Verkäufermarkt gewandelt.

Wie das Beispiel „Cameco“ zeigt, ist auch in einem Umfeld mit stärker steigenden Uranpreisen kurzfristig nicht mit einer signifikanten Ausweitung der Produktionsmengen zu rechnen. Das ist aus technischen Gründen selbst für etablierte Produzenten kurzfristig (innerhalb von 12 bis 18 Monaten) nicht machbar. Ein diesbezügliches Fragezeichen könnte man allenfalls hinter die Produktionsdisziplin von „Kazatomprom“ setzen. Angesichts des gestiegenen Einflusses Russlands auf die Regierung Kasachstans kann man das Festhalten der zu 75% staatlich kontrollierten „Kazatomprom“ an ihrer selbstgewählten Produktionsbeschränkung tatsächlich in Frage stellen. Bisher vernehmen wir seitens des Managements aber keine Signale bezüglich einer solchen Strategieänderung. Auch hier scheint uns aus technischen Gründen (Lieferkettenprobleme, time-to-market neuer In-situ-Produktionskapazitäten) eine kurzfristige Produktionsausweitung unwahrscheinlich. Im Gegenteil: im aktuellen (Sanktions-)Umfeld scheint uns das Risiko einer eingeschränkten Verfügbarkeit der Kazatomprom-Produktion aufgrund von Lieferschwierigkeiten (Verschiffung erfolgt via St. Petersburg) wahrscheinlicher als eine unerwartete Produktionsausweitung.

Sie betreuen den Uranium Resources Fund (ISIN LI0224072749) der LLB Fundservices AG in Liechtenstein. Welche Strategie verfolgen Sie dabei und was bildet der Fonds konkret ab?

Die Anlagestrategie des Uranium Resources Fund basiert auf unserer Investment-Hypothese, dass die bestehende Angebotslücke am Uranmarkt über die kommenden drei bis fünf Jahre geschlossen wird. Das wird nur gelingen, wenn ein deutlich höherer Uranpreis die Anreize dafür setzt, dass neue oder aus wirtschaftlichen Gründen temporär stillgelegte Produktionskapazitäten den Weg an den Markt finden werden.

Der Fund hält 25 bis 30 Positionen im Portfolio und eignet sich für den langfristig orientierten Investor, der an den interessanten Perspektiven des Uransektors partizipieren will. Das Vermögen wird nach dem Grundsatz der Risikostreuung weltweit in Unternehmen investiert, die einen direkten Bezug zum Uransektor haben. Die Anlagestrategie hat einen absoluten Wertzuwachs zum Ziel.

Aufgrund seines Risikoprofils eignet sich der Uranium Resources Fund als ergänzender Baustein in einem diversifizierten Portfolio und nicht als Basisanlage. Der Fund ist in Liechtenstein, Deutschland und Österreich zum öffentlichen Vertrieb zugelassen und steuerlich transparent. In der Schweiz steht er professionellen Investoren zur Zeichnung offen.

Welche Auswahlkriterien legen Sie bei der Auswahl der Fonds-Werte zu Grunde und welches sind Ihre aktuellen Zugpferde?

Der Uranmarkt hat nach einem langjährigen Bärenmarkt die Bodenbildung abgeschlossen und die nachhaltige Wende nach oben geschafft. Mit Blick auf die wachsende Angebotslücke und die sich weiter verbessernden Fundamentaldaten bestehen trotz der bisherigen Kursgewinne gute Aussichten auf eine Fortsetzung des Bullenmarktes. Zwischenzeitliche Rückschläge und eine hohe Volatilität bleiben aber eine Eigenschaft dieses engen Marktes. 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 eine strategische Liquiditätsquote. Sie sichert unsere jederzeitige Handlungsfähigkeit. So nutzen wir attraktive Einstiegspunkte, die sich aufgrund des volatilen Kursverlaufs vieler Uranaktien regelmäßig eröffnen.

Mit dem zweiten Standbein wollen wir direkt an einer Verbesserung des Uran-Spotpreises partizipieren. Ohne höhere Uranpreise ist eine nachhaltige Erholung der Uranproduzenten schwer vorstellbar. Deshalb bilden zwei Beteiligungsgesellschaften, die ihre Mittel überwiegend in physisches Uran investiert haben, den Kern des Portfolios. Wenn unsere Sicht richtig ist, so wird die Angebotslücke am Uranmarkt über einen steigenden Uranpreis geschlossen werden. „Sprott Physical Uranium Trust“ und „Yellow Cake Plc.“ müssten folglich die Ersten und Unmittelbarsten Profiteure dieser Preiserholung sein.

Das dritte Standbein fokussiert auf die Aktien der Uranproduzenten bzw. „Standby“-Produzenten mit bewilligten und/oder realisierten Projekten, die aber aktuell nicht in Produktion sind. Wenn die Uranpreise zu steigen beginnen, dann profitieren die Produzenten, welche eine signifikante Uranproduktion am Markt platzieren können. Nur wer produziert, kann auch liefern. Um auf der sicheren Seite zu sein, setzen wir auf Gesellschaften, die einerseits tiefe Produktionskosten haben und andererseits über ein gutes Auftragsbuch an langfristigen Lieferverträgen verfügen. Signifikant im Portfolio vertreten sind die beiden Branchenführer „Cameco“ und aufgrund des aktuellen Umfeldes mit Abstrichen „Kazatomprom“. Beide Gesellschaften verfügen über ein breites Portfolio von erstklassigen Produktionsstätten. Ergänzt wird diese Gruppe mit Investments in Unternehmen, denen wir den Status eines „Standby-Producers“ verleihen würden. Das sind Unternehmen, die über ein Portfolio von bewilligten Produktionsstätten und Verarbeitungskapazitäten verfügen. Die Produktion könnte innerhalb eines überblickbaren Zeitraums lanciert werden, sobald die ökonomischen Voraussetzungen (sprich ein höherer Uranpreis) erfüllt sind. Zu dieser Gruppe zählen wir beispielsweise „Paladin Energy“, „Global Atomic“, „Uranium Energy“, „enCore Energy“ oder „Energy Fuels“.

Im Rahmen des vierten Standbeins setzen wir auf Explorer und Developer, die Erschließungs- und Minenprojekte auf Weltklasse Niveau vorantreiben. Besonders interessant sind diese, wenn sie ihre Projekte im Zeitfenster der erwarteten Angebotslücke signifikant vorantreiben können. 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 nach dem Eintreten der Preiswende am Uranmarkt eine Konsolidierungswelle 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. Beispielsweise sind die Unternehmen „NexGen Energy“, „ISO Energy“ oder „Denison Mines“ dieser Gruppe zuzuordnen.

Was raten Sie Anlegern, die sich für ein Investment in den Uran-Sektor interessieren?

Die Perspektiven von aussichtsreichen Uranaktien sind wie besprochen vielversprechend. Andererseits ist die Volatilität dieser Aktien aufgrund ihrer geringen Marktliquidität und der impliziten Projektrisiken außerordentlich hoch. Wer in dieser spekulativen Konstellation alles auf eine Karte setzt, pokert also hoch – möglicherweise gar zu hoch. Der Einsatz eines innerhalb des Anlagethemas diversifiziert investierenden Fonds oder ETF scheint uns entsprechend vernünftig. Zudem empfehlen wir einen zeitlich gestaffelten Aufbau von Positionen.