

# „Wir haben den Boom nicht mitgemacht“

Strategie sieht veränderte Wahrnehmung von Software-Titeln – Aktien von SAP und Nemetschek haben sich zuletzt deutlich erholt

Während der KI-Hype zunehmend skeptisch gesehen wird, konnten Software-Aktien zuletzt deutlich Boden gut machen. Uwe Rathausky, Gründer und Vorstand der Gané Investment-AG, erklärt im Interview der Börsen-Zeitung, warum er für Software deutlich optimistischer ist als für KI-Aktien.

Börsen-Zeitung, 28.8.2026

- **Software-Aktien wurden lange als Verlierer der KI-Rally gesehen. Sie haben diese Einschätzung von Anfang an nicht geteilt. Warum nicht?**

**Rathausky:** Nein, diese pauschale Einschätzung teilen wir tatsächlich nicht. Wie in anderen Branchen wird es auch im Software-Sektor KI-Gewinner und KI-Verlierer geben. Gleichwohl wurden praktisch alle Unternehmen des Sektors undifferenziert unter dem Narrativ der „SaaS-Apokalypse“ abverkauft. Diese Wortschöpfung diente der von der Wall Street geschürten Erzählung von unendlichen Modellfortschritten bei großen Sprachmodellen, um den KI-Hype weiter anzuschieben. Mittlerweile wird jedoch die wachsende Diskrepanz zwischen den technischen Möglichkeiten der KI und der Realität im Geschäftsalltag der Unternehmen offenkundig. Die meisten Unternehmen müssen ihre Daten und Prozesse erst vollständig und konsistent digitalisieren, um KI überhaupt sinnvoll nutzen zu können. Ähnlich wie schon beim Wechsel in die Cloud wollen sie sich dabei zudem nicht in die Abhängigkeit von einem einzelnen KI-Anbieter begeben. Das stärkt die etablierten Software-Unternehmen, auf deren Plattformen diese Arbeit tatsächlich stattfindet.

- **Schauen wir konkret auf SAP, das größte Softwareunternehmen Deutschlands. Für die Aktie ging es über ein Jahr lang kontinuierlich nach unten, bevor sie vor rund sechs Wochen die Kehrtwende schaffte und binnen 30 Tagen um 30% zulegte. Sehen Sie da**

noch mehr Luft nach oben?

Wie Salesforce zählt auch SAP zu den großen Softwareunternehmen, die sich zu einer Orchestrierungsplattform weiterentwickeln, auf der KI-Anwendungsfälle stattfinden – unter Wahrung der Kontrolle über Modelle und Kosten. Das stärkt das Geschäftsmodell. Entsprechend ist der von Börsianern sehr genau beobachtete Cloud-Auftragsbestand im letzten Quartal um 27% gestiegen. Darüber hinaus nutzt SAP seinen freien Cashflow und seine starke Bilanz, um auf dem aktuellen Kursniveau eigene Aktien zurückzukaufen. Das Programm umfasst 10 Mrd. Euro in vier Tranchen, teilweise erwirbt das Unternehmen nach unseren letzten Beobachtungen täglich Aktien im Wert von mehr als 100 Mill. Euro. Deshalb sind wir positiv gestimmt. Es geht wahrscheinlich nicht schnurgerade weiter nach oben, auch da wird es Rücksetzer geben, aber fundamental sehen wir SAP auf dem richtigen Weg.

- **Ähnlich wie SAP erging es zuletzt auch dem Bausoftwarehersteller Nemetschek. Auch hier sehen wir so etwas wie ein Frühlingserwachen.**

Richtig. Es gibt etwas, das für Softwareunternehmen generell oft sogar noch wichtiger als das Thema KI ist: Sicherheit. Das betrifft Nemetschek genauso wie SAP, denn es geht um Recht und Compliance, Datensicherheit, Cyberkriminalität, Qualitätsstandards, Haftungsfragen und weitere KI-Risikothemen wie Prompt Injection oder Data Poisoning. Für all diese Unternehmen erwachsen daraus große Chancen – wobei das natürlich keine Erfolgsgarantie ist. Entscheidend ist, dass die Unternehmen innovativ bleiben. Das trifft auch auf Nemetschek zu, den weltweiten Marktführer im Bereich Design- und Bausoftware. Allein das Marktwachstum wird für die kommenden fünf Jahre annualisiert mit rund 10% veranschlagt. Da Nemetschek zusätzlich Marktanteile gewinnt, Zukäufe tätigt und KI als weitere Monetarisierungsmöglichkeit hinzukommt, kalkulieren wir für die nächsten Jahre mit einem durchschnittlichen Um-

Uwe Rathausky  
ist Gründer und  
Vorstand der Gané  
Investment-AG.



Foto: Gané Investment-AG

satzwachstum von mehr als 15% pro Jahr – bei gleichzeitig steigender Profitabilität. Wir gehen davon aus, dass die derzeitige operative Marge von 25% mit der Zeit auf 30% steigen wird. Und aktuell bekommt man dieses Unternehmen sehr günstig: Früher waren für Nemetschek zweifelhafte Umsatzmultiples von 10 bis 15 fällig, aktuell liegen wir im Bereich von 4 bis 5. Das macht diesen starken Free-Cashflow-Generator für uns so interessant.

- **Woran liegt es, dass auch der Markt seine Einschätzung des Sektors geändert hat und Software-Aktien inzwischen wieder gefragt sind?**

Das liegt an einer veränderten Wahrnehmung, die von zwei Seiten kommt. Zum einen erkennt man, dass Software-Unternehmen relevant bleiben: Zumindest diejenigen, die wir im Portfolio haben, steigern von Quartal zu Quartal ihre Umsätze und Gewinne, haben positive Zukunftsaussichten und generieren mittels KI noch mehr Wertschöpfung für ihre Kunden. Zum anderen wird das Thema KI zunehmend hinterfragt, und der Hype nähert sich möglicherweise seinem Ende. Früher oder später wird das ganz bestimmt der Fall sein: Wenn die Investitionsausgaben so weitergehen, werden die Schulden für KI-Rechenzentren gegen Ende des Jahr-

zehnts die Hypothekenschulden übersteigen. Allein die Hyperscaler planen dieses Jahr Capex-Investitionen in Höhe von 750 Mrd. Dollar. Schätzungen zufolge müssten daraus über die Betriebslaufzeit der Rechenzentren Umsätze in doppelter Höhe erwachsen, damit sich das rentiert – allein die diesjährigen Investitionen müssten also Umsätze von 1.500 Mrd. Dollar rechtfertigen. Da haben wir eine gewisse Skepsis, denn technologischer Erfolg ist kein Garant für finanziellen Erfolg. Das hat schon der Eisenbahnboom im 19. Jahrhundert oder der Telekommunikationsboom im 20. Jahrhundert gezeigt: Technologische Durchbrüche führen nicht automatisch zu tragfähigen und profitablen Geschäftsmodellen. Deshalb kippt an der Börse gerade ein Stück weit das Narrativ, und Softwareunternehmen werden wieder positiver betrachtet.

- **Bedeutet der ständige technologische Wandel nicht auch ein Risiko für die Softwarebranche selbst?**

Das ist richtig. Softwareunternehmen befinden sich in einem kontinuierlichen Wandel, dem sie sich stellen müssen. Ein Softwareunternehmen kann nicht sagen: Ich habe meinen Burggraben, und der ist einfach zu verteidigen. Software unterliegt beständiger Anpassung und Verän-

derung. Früher wurde sie gar nicht eigenständig verkauft, sondern nur zusammen mit Hardware. Dann kamen die ersten Lizenzverkäufe über Disketten und CDs, danach die ersten Webdienste, aus denen sich Cloud und Software-as-a-Service entwickelten. Jetzt kommt KI hinzu. Wer sich anpasst, gewinnt, wer sich nicht anpasst, bleibt auf der Strecke. Das ist, wenn man so will, die schöpferische Kraft der Zerstörung – die aber auch sehr große Chancen birgt.

- **Beim Thema KI sind Sie deutlich skeptischer als bei Software. Warum?**

Nicht für die Technologie als solche. Aber an der Börse gibt es immer wieder Trendthemen – man denke an den Eisenbahnboom, an die „Nifty Fifty“ der 1960er-Jahre, den japanischen Immobilienboom Ende der 80er-Jahre oder den Telekommunikationsboom Ende der 90er-Jahre. Immer wieder kam es am Weltaktienmarkt zu einer Zuspitzung auf ein bestimmtes Thema, und in keinem dieser Fälle hat es sich am Ende gelohnt, in dieser Zuspitzung investiert zu sein. Derzeit erleben wir eine solche Zuspitzung bei KI und Halbleitern: Von den 30 nach Marktkapitalisierung größten Unternehmen weltweit entfallen 20, also zwei Drittel, auf dieses Thema. Angesichts dieser Konzentration und der damit verbundenen Erwartungen versuchen wir bewusst, einen möglichst großen Diversifikationseffekt zu erzeugen. Von den 30 größten Titeln sind wir in unserem Mischfonds Gané Value Event derzeit nur noch in zweien investiert: Berkshire Hathaway und Tencent. Wobei wir den chinesischen Internetkonzern Tencent nicht direkt, sondern über die niederländische Beteiligungsgesellschaft Prosus mit einem erheblichen Abschlag auf den Beteiligungswert erworben haben. Beim Boom rund um Halbleiter und den Ausbau von Rechenzentren haben wir auch im letzten Jahr nicht mitgemacht und halten dort weiterhin keine Positionen.

Das Interview führte Tobias Möllers.