

Marc Böschen, 31.08.2026

«SAP sitzt genau an der richtigen Stelle»

Henrik Muhle von der Fondsgesellschaft Gané sieht den Dax-Konzern als grossen Gewinner der KI-Revolution. Bei einem weiteren deutschen Branchenwert wird eine Übernahme zum unterschätzten Gamechanger. Trotz der seit Juli laufenden Erholungsrally seien Softwareaktien noch immer günstig.

Seit den Höchstständen von 2025 haben viele Softwareaktien zeitweilig mehr als die Hälfte ihres Börsenwerts verloren, darunter auch der Dax-Konzern SAP und der Bau- und Designspezialist Nemetschek aus dem MDax. Weil das Geschäft unterdessen weiterhin kräftig wächst, ist die Bewertung noch stärker gesunken als die Kurse.

Für einen wertorientierten Anleger in der Tradition von Warren Buffett und Charlie Munger sind Softwareaktien daher entweder eine seltene Kaufgelegenheit – oder eine Falle, sollte künstliche Intelligenz die etablierten Geschäftsmodelle nachhaltig erschüttern. Henrik Muhle ist überzeugt, dass es sich nicht um eine «Value Trap» handelt, sondern um eine Investmentchance.

Die jüngste Kurserholung seit Ende Juli scheint den Mitgründer der Fondsgesellschaft Gané zu bestätigen: Sein Portfoliowert SAP hat seit dem Tief bei 128 € um fast 50% zugelegt. Und Salesforce sprang allein am vergangenen Donnerstag (27. August) um mehr als 20% in die Höhe, nachdem der SAP-Konkurrent starke Zahlen zum zweiten Quartal präsentiert und die Jahresprognose angehoben hat.

Im Interview spricht Muhle darüber, warum Anbieter von Unternehmenssoftware wie SAP und Nemetschek verkannte Gewinner der KI-Entwicklung sind.



Gané-Mitgründer Henrik Muhle, ZVG

Herr Muhle, Sie haben fast ein Viertel des Gané Global Equity Fonds in wenige Softwareaktien investiert. Was macht die Titel so attraktiv für Sie?

Im Fonds halten wir SAP und Nemetschek aus Deutschland sowie Adobe, Salesforce und Paycom aus den USA. Die Softwarebranche ist lange Zeit aus gutem Grund sehr erfolgreich gewesen: Das Geschäftsmodell ist «asset light», die Anbieter wachsen und benötigen dafür nur wenig Kapital. Wenn Softwarefirmen investieren, dann in Forschung und Entwicklung oder in ihre Vertriebsstrukturen. Sie erzielen hohe Margen und einen hohen Cashflow, den sie grösstenteils an die Aktionäre auskehren können. Noch dazu sind die meisten Software-Geschäftsmodelle enorm stabil. Denn «Software as a Service» über die Datencloud ist ja ein Abo-Modell.

iShares Expanded Tech Software ETF und SPDR S&P 500 ETF

iShares Expanded Tech-Software Sector ETF

Weitere Marktdaten [hier](#)



Die künstliche Intelligenz entwickelt sich rasant. Wie können Sie da sicher sein, dass es in fünf oder zehn Jahren noch Standardsoftware für Unternehmen braucht, wie die von Salesforce oder SAP?

In Stein gemeisselt ist natürlich nichts. Das Aufkommen der KI hat in den vergangenen anderthalb Jahren die Bewertungen stark belastet, in weiten Teilen aber zu Unrecht. Diese Technologie verändert zwar manche Geschäftsmodelle. Die Softwarefirmen, die wir halten, sind jedoch eher Gewinner durch den Einsatz von KI.

Wie kommen Sie trotz der grossen Unsicherheit zu dieser These?

Die derzeit besonders gefeierten KI-Modelle weisen eine gewisse Fehlerhaftigkeit auf. Es sind ja Sprachmodelle, die auf Wahrscheinlichkeiten basieren. Herkömmliche Software dagegen muss korrekte Ergebnisse liefern, zum Beispiel wenn es um die Statik für ein Gebäude geht oder wo immer sonst etwa die regulatorischen Anforderungen an die Sicherheit hoch sind.

Andererseits können Sprachmodelle sehr gut Software programmieren, die dann die geforderten exakten Ergebnisse liefert.

Richtig, man könnte natürlich auf die Idee kommen, sich so eine Software selbst zu programmieren: Dank KI sinken die Kosten dafür. Damit wird eine Markteintrittsbarriere geschleift, aber viele andere bleiben bestehen. Die Entstehungskosten der Software sind schon heute nicht der wichtigste Schutz vor der Konkurrenz. Der wichtigste Wettbewerbsfaktor besteht vielmehr darin, viele Daten zu haben. Die Kunden werden diese sicher nicht irgendeinem KI-Modell-Anbieter zur Verfügung stellen, weil das oft sensible Informationen sind. In einem System wie SAP sind beispielsweise Verrechnungspreise enthalten. Wenn ein Unternehmen die herausgeben würde, wäre die Gefahr viel zu gross, dass die an die Konkurrenz gelangen.

Könnten nicht neue Wettbewerber für SAP entstehen, die per KI günstig eigene Unternehmenssoftware entwickeln?

Da werden sicherlich neue Wettbewerber entstehen. Nur was die eben nicht haben, ist die unglaubliche Vielzahl an firmeninternen Daten, die SAP aus vielen Branchen gesammelt hat. Dieses Wissen ist nur bei den Standardsoftwareherstellern vorhanden. Und warum sollte ein Kunde ein bestehendes System ändern? Viele sind doch heilfroh, wenn sie es geschafft haben, alle ihre Daten auf eine mehr oder weniger einheitliche Plattform zu ziehen.

Welche Markteintrittsbarrieren als Schutz vor KI-gestützten Rivalen sehen sie ausserdem?

Wer die Kunden hat, besitzt einen grossen Vorteil, denn er weiss, was die wollen und ist auch als erstes in der Lage, ihnen ein Angebot zu machen. Die KI-Modellhersteller müssten erst einmal einen Vertrieb aufbauen, um dann selbst Anbieter von Unternehmenssoftware zu werden. Unternehmen wie Paycom oder auch SAP haben bereits heute entsprechende Angebote und integrieren KI in ihre Software.

Die Kundenbindung in Ehren. Aber es ist doch wohl wahrscheinlich, dass die KI-Revolution das Softwaregeschäft stark verändert?

Völlig richtig: Der Markt für Software wird sich erweitern und danach auch konsolidieren. Wir sehen aber die grösste Gefahr bei Softwareherstellern, die auf sehr alten Modulen sitzen. Es ist ja gar nicht so unüblich, dass man in der Praxis auf 30 oder 40 Jahre alte Standardsoftware trifft. Manche Anbieter haben ihre relativ starke Marktstellung genutzt, um stetig die Preise zu erhöhen und wenig in die Systeme zu investieren. Da ist der Kunde vielleicht auch unzufrieden und es gibt einen Schmerzpunkt, an dem er wechselt.

Ein neues Narrativ vergleicht Basis-IT-Systeme für Unternehmen wie SAP und Salesforce mit einem Pferdegeschirr (englisch: «harness»), ohne das Kunden die KI-Systeme gar nicht für sich einspannen können. Dreht die Stimmung der Anleger für Softwarefirmen ins Positive oder sind die Aktienkurse nur gestiegen, weil Shortseller Positionen reduziert haben?

Ich denke schon, dass der Markt da ein bisschen differenzierter auf das Thema blickt und dass es nicht nur Short-Eindeckungen waren. Mitte August stiegen viele Kurse in der Branche, nachdem die Nachrichtenagentur Reuters berichtet hatte, dass der Finanzinvestor Silver Lake mit dem Softwareanbieter Workday über eine Übernahme für 40 Mrd. \$ spricht. Und in der Tat ist genau das, womit ich rechne: Dass es immer noch viel Kapital für Firmenübernahmen im Softwaresektor gibt.

Softwareübernahmen durch Finanzinvestoren würden die Kurse stützen und wären ausserdem ein Zeichen, dass diese oft gut informierten Grossanleger den Konzernen einen Wert beimessen, trotz des KI-Booms.

Und das völlig zu recht. Viele KI-Projekte in Unternehmen haben enttäuscht. Manche Kunden haben den KI-Einsatz der Mitarbeiter eingeschränkt, weil die Kosten dafür den Nutzen bei weitem übertroffen haben. Dabei werden die KI-Systeme extrem stark subventioniert: Nichts anderes passiert ja, wenn die Modellhersteller negativen Cashflow in Milliardenhöhe erzielen. Wenn wir später einmal echte Marktpreise haben, dann kann ich erst kalkulieren: Was ist denn jetzt besser? Die neu gebaute KI-Software oder die bestehende Standardsoftware? Als Investor bleibt mir bis dahin immerhin die Möglichkeit, mit Experten zu sprechen und die Quartalsberichte der Softwarekonzerne zu analysieren.

Nehmen wir die Zahlen von SAP zum zweiten Quartal. Der Auftragsbestand des Cloud-Geschäfts ist um 26% gewachsen. War KI dabei ein positiver Faktor, wie CEO Christian Klein sagt?

Die Börse hat die jüngsten Quartalszahlen gefeiert. SAP-Kunden müssen erst einmal auf die Cloud-Version mit Abo-Modell wechseln, bevor sie KI-Anwendungen wirklich gut nutzen können. Viele nutzen aber noch immer eigene Rechner. Das Cloud-Geschäft wächst insgesamt doppelt so stark wie das Gesamtgeschäft, gerade weil die Unternehmen jetzt sagen: Wenn wir KI nutzen wollen, dann müssen wir doch den grossen Sprung wagen.

SAP I

Weitere Marktdaten [hier](#)



Die KI-Plattform Joule hat die Ziele von SAP verfehlt. Das Ziel, 200 KI-Agenten bis Ende 2026 anzubieten, ist weit weg. Wie gross ist da die Enttäuschungsgefahr?

Das Feedback der SAP-Kunden, mit denen wir sprechen, ist nicht so negativ. Die Kundenzufriedenheit ist auch laut Umfragen ordentlich. SAP ist nicht bekannt dafür, der schnellste Anbieter im Markt zu sein. Ein bisschen deutsches Ingenieurgen mit Fokus auf Gründlichkeit steckt da schon drin. Aber ist die Zahl der KI-Agenten kurzfristig wirklich so relevant? Was zählt ist, dass die Kunden am Ende ein Produkt haben, mit dem sie Produktivitätsgewinn erzielen und mit dem sie zufrieden sind. Dafür bieten sich Customer Relations Management und Business Intelligence an, daher liegt es nahe, damit zu starten. Daher würde ich dem Management schon ein bisschen Zeit geben. SAP sitzt genau an der richtigen Stelle.

Der Dax-Konzern will 20 bis 30% des Produktivitätsgewinns bei Kunden durch KI für sich einbehalten, schätzen UBS-Analysten. Werden die Nutzer das akzeptieren?

Das kommt darauf an, ob ein solcher Produktivitätsgewinn auch mit anderen Systemen möglich ist und dann auch noch billiger. Die typische Dienstleistungsmarge im Outsourcing liegt bei 15%, wie wir hören. Aber Apple erzielt 40% mit dem App-Store. Wenn die Marktstellung gut genug ist, kann die «Take Rate» also auch oberhalb von 20% liegen. Das fände ich nicht unfair. Denn SAP hat die Kundendaten und das Prozesswissen, um einen solchen Gewinn zu ermöglichen. Die KI-Anbieter haben beides nicht.

Nochmals zu den Quartalszahlen: Laut CFO Dominik Assam haben «entscheidende Investitionen in die künftige Wettbewerbsfähigkeit», auch durch Übernahmen kleinerer KI-Spezialisten, den operativen Gewinn belastet. Wird die KI-Transformation für SAP erst einmal richtig teuer?

Mit den Übernahmen junger, unprofitabler Firmen geht es SAP um die Technologie. Damit fühle ich mich wohler als mit den Investitionen der Hyperscaler wie Amazon, Alphabet und Microsoft in Rechenzentren, durch die inzwischen sogar der freie Cashflow negativ ist. Bei SAP ist die Gesamtmarke trotz der Übernahmen auskömmlich.

Die operative Marge ist ja sogar um 1,2 Prozentpunkte gestiegen auf 27,7%.

Ich bin positiv überrascht, dass trotz des schrumpfenden Altgeschäfts mit Software auf lokalen Kundenrechnern die Marge gesteigert werden konnte, bei einem sehr guten Auftragseingang und starkem Wachstum im Cloud-Geschäft.

Bringen wir das doch jetzt mal zusammen mit der Bewertung. Berechnet am geschätzten Gewinn der nächsten zwölf Monate ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei 24. Vor vier Jahren lag es im Tief bei 16, aber im Januar 2025 im Hoch bei 43. Was ist denn angemessen?

Wir blicken nicht auf das KGV, sondern auf den freien Cashflow und auf die Gesamtrendite als Investor, die 10% oder mehr betragen sollte. Nach unserer Berechnung ist das bei SAP der Fall. Das erwartete Gewinnwachstum beträgt 8 bis 10%. Dazu kommen Aktienrückkäufe von 3 bis 4% pro Jahr und die Dividendenrendite von gut 1%.

SAP ist ähnlich hoch bewertet wie Microsoft. Das gilt auch für den Design- und Bausoftwarespezialisten Nemetschek. Dabei war der MDax-Wert jahrelang meist deutlich teurer als die grösseren Softwaretitel. Ist die Zeit der Bewertungsprämie für Nemetschek vorbei?

Der Kursrückgang ist jedenfalls beträchtlich: Der Aktienkurs von Nemetschek liegt rund 70% unter dem Rekordhoch. Statt wie einst mit dem 15-Fachen des Umsatzes ist der Titel jetzt noch mit dem Sechsfachen des Umsatzes bewertet. Wir glauben nicht, dass sich das Geschäftsmodell wirklich in diesem Ausmass verschlechtert hat.

Nemetschek I

Weitere Marktdaten [hier](#)



Anleger fürchten auch hier neue Konkurrenz durch KI. Wie gross ist denn die Gefahr, dass Kunden von Nemetschek zu neuen, KI-gestützten Wettbewerbern abwandern, zum Beispiel bei Bausoftware, die 40% des Umsatzes einbringt?

Ich wüsste nicht, welche neuen Anbieter das sein sollten. Ausserdem sind die Bauingenieure und Architekten, die Nemetscheks Software nutzen, eine sehr veränderungsresistente Klientel. Die Kundenbeziehungen bestehen teils schon seit 40 Jahren.

Also sind nicht nur die Anbieter von Basissoftware wie SAP geschützt, sondern auch Nemetschek mit ihrer Software für Architekten und Baustellenmanager?

Der Markt für Bausoftware wird dominiert von Nemetschek und einigen grösseren Mitwettbewerbern. Kleine Hersteller haben dauerhaft kaum Chancen. Der Markt ist noch stark fragmentiert und Nemetschek wächst auch durch Übernahmen. Ausserdem ist die Bauindustrie wirklich noch eine der rückschrittlichsten, was den Einsatz von Technologie angeht. Die Baubranche kann durch Software und KI einen grossen Produktivitätsgewinn erzielen. Davon profitiert Nemetschek.

Die neue Version der Bausoftware Bluebeam von Nemetschek enthält Funktionen des KI-Modells Claude und hilft bei der Verwaltung von Bauprojekten, vom Entwurf bis zur Baustelle. Sie soll von Kunden gut angenommen werden.

Die Übernahme von Bluebeam ist für Nemetschek ein absoluter Volltreffer. Das ist ein Cloud-Pionier und war damit auch Vorbild für andere Teile von des Unternehmens. Das neue Produkt Bluebeam Max hat viel Potenzial: Mit seinen KI-Funktionen ist es für die Kunden nicht besonders teuer. Ausserdem ist Bluebeam seit langem sehr erfolgreich dabei, Kunden zu gewinnen durch ein Freemium-Modell: Die Basisversion der Software ist kostenlos. Wer das Produkt einmal kennengelernt hat, will oft auch die kostenpflichtigen Funktionen nutzen. Diesen Ansatz verfolgt Bluebeam nun auch bei den neuen KI-Funktionen.

Zum 1. Juli hat Nemetschek den US-Branchenrivalen Heavy Construction Systems Specialists (HCSS) gekauft. Ist diese Übernahme sinnvoll?

Die Übernahme ist ein absoluter Gamechanger, der von den Analysten nicht gut genug verstanden wird. HCSS stärkt Nemetschek im Geschäft mit grossen Bauprojekten, was wachstumsträchtig ist und zuvor eine Lücke ausmachte im Angebot. In dem Geschäft ist es fast unmöglich, die Kundenbeziehungen aus eigener Kraft aufzubauen.

Die Übernahme steigert den Umsatz um ein Fünftel, aber die Profitabilität sank zuletzt, auch wegen der Integrationskosten. Ein positiver Beitrag zum Gewinn pro Aktie ist wohl frühestens 2028 zu erwarten.

Dass der HCSS-Kauf erst einmal die Marge ein bisschen verwässert, ist völlig okay. Nemetschek hat in den letzten 20 Jahre die Marge deutlich gesteigert und ist auch gewachsen. Es gelingt aber nicht in jedem Jahr beides gleichzeitig. Unser Vertrauen in den Grossaktionär ist sehr gross: Die holen sich kein faules Ei ins Nest, sondern haben ihr Kapital stets sehr erfolgreich eingesetzt.

Der angesprochene Gründer Georg Nemetschek und seine Familie sind mit 46,65% beteiligt. Für HCSS zahlt Nemetschek mit Aktien, die Private-Equity-Firma Thoma Bravo erhält 28% an der Sparte für Bau- und Architektursoftware. Die Option einer Abspaltung per Börsengang soll beim Deal vereinbart worden sein, wie ich höre. Wäre das aus Investorensicht sinnvoll?

So ein Spin-off hätte sicher seinen Charme, wenn die an der Börse erzielte Bewertung attraktiv ist und die Bedingungen insgesamt stimmen. Wie immer ist das eine Frage des Preises und der strategischen Optionen. Wenn ich mir die Managervergütung in den USA anschau, ist es mit eigenen, kotierten Aktien der Sparte auch einfacher, die richtigen Anreize zu setzen. Andererseits besteht für Nemetschek vielleicht auch die Möglichkeit, den Anteil von Thoma Bravo irgendwann zurückzukaufen. Ich traue es dem Management und dem Grossaktionär zu, hier eine kluge Entscheidung zu treffen nach den 25 Jahren, die wir das Unternehmen mittlerweile verfolgen und begleiten.

Die zehn grössten Positionen des Gané Global Equity Fund

Unternehmen	Land	Anteil am Fondskapital, in %
Salesforce		7,7
Paycom Software		7,4
Ionos		7,0
Credit Acceptance Corp-		5,8
Ulta Beauty		5,7
Nemetschek		5,3
Prosus		5,2
SAP		4,9
Sika		4,8
Geberit		4,4

gefettet: Softwareunternehmen

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Gané • [Daten herunterladen](#)



Henrik Muhle gründete 2007 gemeinsam mit Uwe Rathausky die Gané Aktiengesellschaft. Mit dem Mischfonds Gané Value Event Fund verwalten sie 1,3 Mrd. € Kundenkapital, dazu kommen fast 200 Mio. € im Gané Global Equity Fund. Muhle studierte an der Universität Hannover Wirtschaftswissenschaften. Während des Studiums war er Analyst für Jens Ehrhardts DJE Kapital. Von 2002 bis 2007 arbeitete er als Investmentanalyst und Fondsmanager bei Acatis in Frankfurt. Bis Februar 2024 waren Muhle und Rathausky Berater des damaligen Fonds Acatis Gané Value Event mit zeitweilig mehr als 8 Mrd. € Kundenkapital. Muhle ist verheiratet, hat drei Kinder und lebt in der Nähe von Frankfurt.