Kaufrausch oder Cashflow?



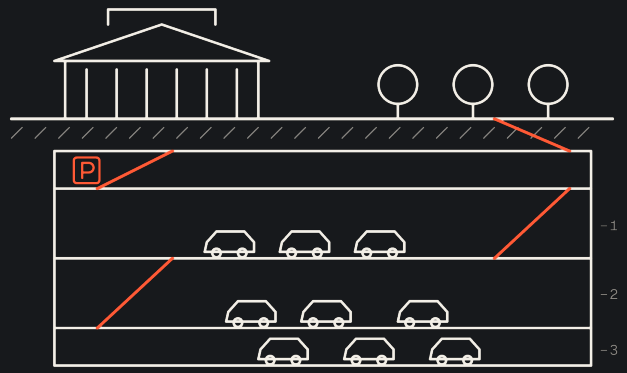
Investments in Spezialimmobilien und Infrastruktur im Schweizer Markt

Michel Tonndorf · Fabio Brunetto · Luca Pozzi · Dominik Komani

MASTERTHESIS · MAS REAL ESTATE MANAGEMENT · HWZ ZÜRICH

EINE KLEINE AUKTION

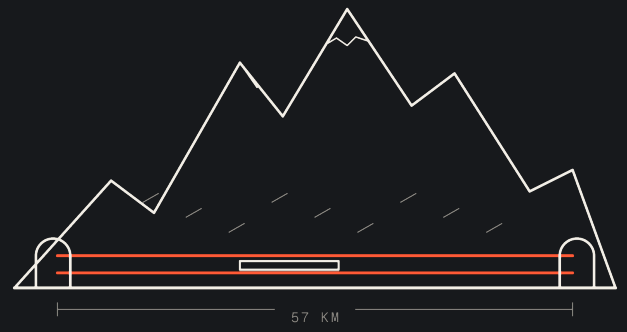
Wer würde mitbieten?



LOS 01

Parkhaus Opera

Zürich



LOS 02

Gotthard-Basistunnel

Uri / Tessin



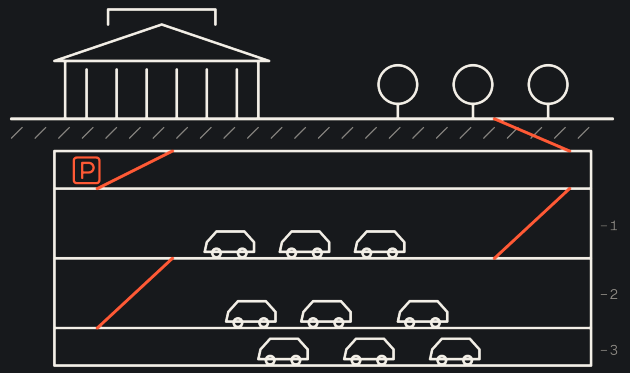
LOS 03

Universität Zürich

Hauptgebäude

Hand hoch.

Zwei davon können Sie nie kaufen.



LOS 01 · INVESTIERBAR

Parkhaus Opera

Spezialimmobilie



LOS 02

Gotthard-Basistunnel

Öffentliche Infrastruktur



LOS 03

Universität Zürich

Öffentliche Infrastruktur

Hier verläuft eine Grenze, die noch kaum jemand vermessen hat.

130 Franken

zahlen Sie an der Börse für 100 Franken Immobilie.



Ø Agio kotierter Schweizer Immobilienfonds (SXI Real Estate Funds) am 30.10.2026: 29.4 % · Quelle: SFP «Soupe du Jour»

130 Investoren

stürmen auf ein und dieselbe Liegenschaft.

100 · Wert der Liegenschaft	+ ? Ihr Gebot

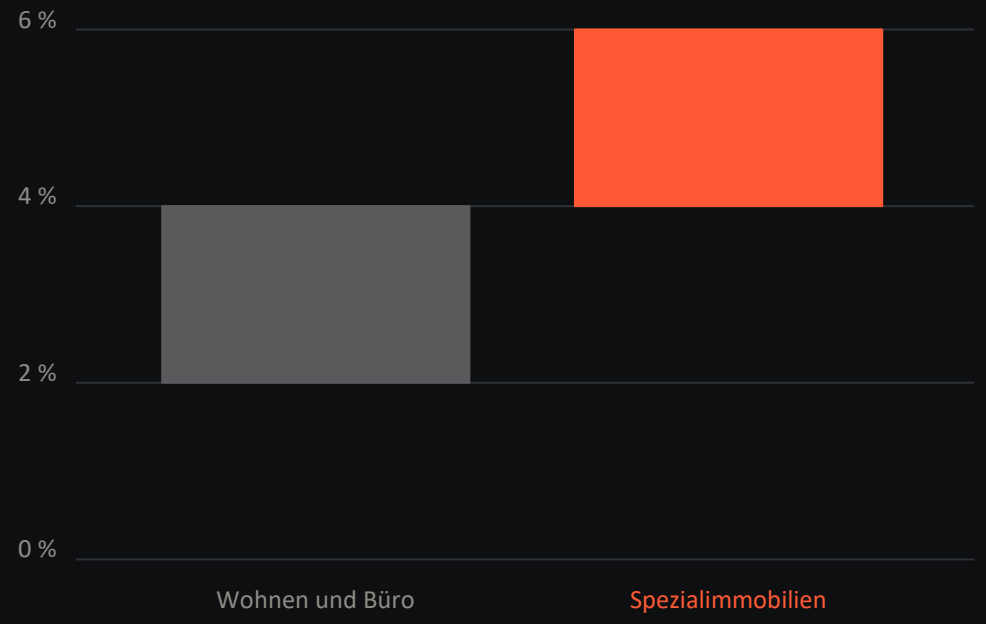
Zugespitzt · Im Bieterverfahren gibt es genau einen Zuschlag.

4–6 %

Netto-Cashflow-Rendite Spezialimmobilien

2–4 %

Wohnen und Büro



Kein Geschenk. Eine Prämie.

- Betreiberrisiko
- Drittverwendbarkeit
- Zinssensitivität

Quelle: Masterthesis (Literaturanalyse, Experteninterviews) · Marktdaten der kotierten Fonds: Folie 7

Mehr Cashflow. Halb so viel Agio.

PRO BEZAHLTEN FRANKEN
(AUF DEN BÖRSENKURS, INKL. AGIO)

3.5 %

Cashflow mit Spezialfonds

2.1 %

mit Wohnfonds

Gut 70 % mehr Ausschüttung für jeden Franken, den Sie an der Börse bezahlen.

KENNZAHL · MEDIAN	WOHNEN (22)	SPEZIAL (4)	FAZIT
Ausschüttung auf den NAV	2.7 %	4.1 %	+1.4 Pp. Gesamtmarkt 3.0 %
Agio Aufpreis zum NAV*	30.6 %	15.6 %	halb so viel Gesamtmarkt 29.4 %
Total Return p. a. über 5 Jahre	4.7 %	5.0 %	gleichauf Gesamtmarkt 3.7 %

47 Fonds = WOHNEN 22 · Gemischt 13 · Kommerziell 8 · SPEZIAL 4. Gesamtmarkt = alle 47 Fonds.

Quelle: SFP «Soupe du Jour», 30.10.2026 · Pro bezahlten Franken ≈ Ausschüttung auf NAV ÷ (1 + Agio) · Gesamtmarkt: SXI RE Funds · Segmente: eigene Zuordnung
*NAV: Marktwert (geschätzt) + Liquide Mittel – Hypo – Übrige Verbindlichkeiten = Net Asset Value

Eine Immobilie. Eine Funktion.

01

Kaum umnutzbar

Eingeschränkte Drittverwendbarkeit
Drittverwendbarkeit

BEISPIEL

Toni-Areal, Zürich

Molkerei, heute Hochschule. Möglich, aber aufwendig.

02

Betreiberabhängig

Der Ertrag hängt am Betrieb

BEISPIEL

Walthersburg, Aarau

Seniorenresidenz. Betreiberin Betreiberin 2026 im Konkurs, Konkurs, Betrieb sofort eingestellt.

03

Kapitalintensiv

Hohe Bindung, lange Horizonte

BEISPIEL

Uetlihof, Zürich

Ein Campus, ein Nutzer, eine Grössenordnung für wenige.

04

Funktionsgebunden

Die Architektur folgt der Nutzung
Nutzung

BEISPIEL

Parkhaus Opera

Rampen, tiefe Decken, kein Tageslicht.

PRIVAT GENUTZT → Spezialimmobilie

ÖFFENTLICH, SYSTEMRELEVANT → Infrastruktur

Quelle: Bienert & Wagner (2018) · Beispiele: eigene Auswahl

Vier Fragen, die uns angetrieben haben.

01 Welche Typen sind attraktiv und investierbar?

02 Wie unterscheidet sich Rendite zu Risiko?

03 Welche Rahmenbedingungen wirken?

04 Welche Erfolgsfaktoren zeigen sich?

WIE WIR GEMESSEN HABEN

Neun Kategorien. Neun Gespräche. Ein Raster.

9 Kategorien

vom Pflegeheim bis zum Rechenzentrum

6 Dimensionen

je Kategorie, Skala 1 bis 5

9 Interviews

mit Investoren und Beratern, 2025

50 Prüfaspekte

für die Due Diligence



Gesundheit · Logistik · Infrastruktur · Wohnspezial · Bildung · Hotellerie · Spezialhandel · Freizeit · Landwirtschaft

GESPRÄCHSPARTNER

UBS · SBB · Flughafen Zürich · CBRE · JLL · KPMG · Allreal · Hardturm AG · H&B Real Estate

Quelle: Literaturanalyse (u. a. CBRE, JLL, Wüest Partner, PwC, OECD, BAFU) und neun Experteninterviews, Mai–Juni 2025 · Scoring = verdichtete Experteneinschätzung, keine Marktpreise

Sechs Dimensionen, eine Skala von 1 bis 5.

MAGISCHES DREIECK

Rendite

Laufendes Ertragspotenzial

MAGISCHES DREIECK

Liquidität

Handelbarkeit am Markt

MAGISCHES DREIECK

Sicherheit

Stabilität und Ausfallrisiko

ERWEITERUNG

Marktattraktivität

Nachfrage und Angebot

ERWEITERUNG

Regulierung

Rahmenbedingungen

ERWEITERUNG

Trends

Rückenwind durch Megatrends

Quelle: Magisches Dreieck der Geldanlage nach PostFinance (2019) · eigene Erweiterung

Keine Kategorie gewinnt überall.

	RENDITE	LIQUIDITÄT	SICHERHEIT	MARKT	REGULIERUNG	TRENDS	TOTAL
Logistik & Industrie	5	3	4	5	4	3	24
Wohnspezialformen	3	4	4	5	4	4	24
Gesundheit	5	3	4	4	4	3	23
Bildung	4	2	5	4	5	3	23
Private Infrastruktur	5	2	4	5	3	4	23
Hotellerie	4	3	4	3	4	3	21
Spezialeinzelhandel	3	2	3	2	3	2	15
Freizeit & Sport	2	1	2	1	2	3	11
Landwirtschaft	2	1	1	1	2	1	8

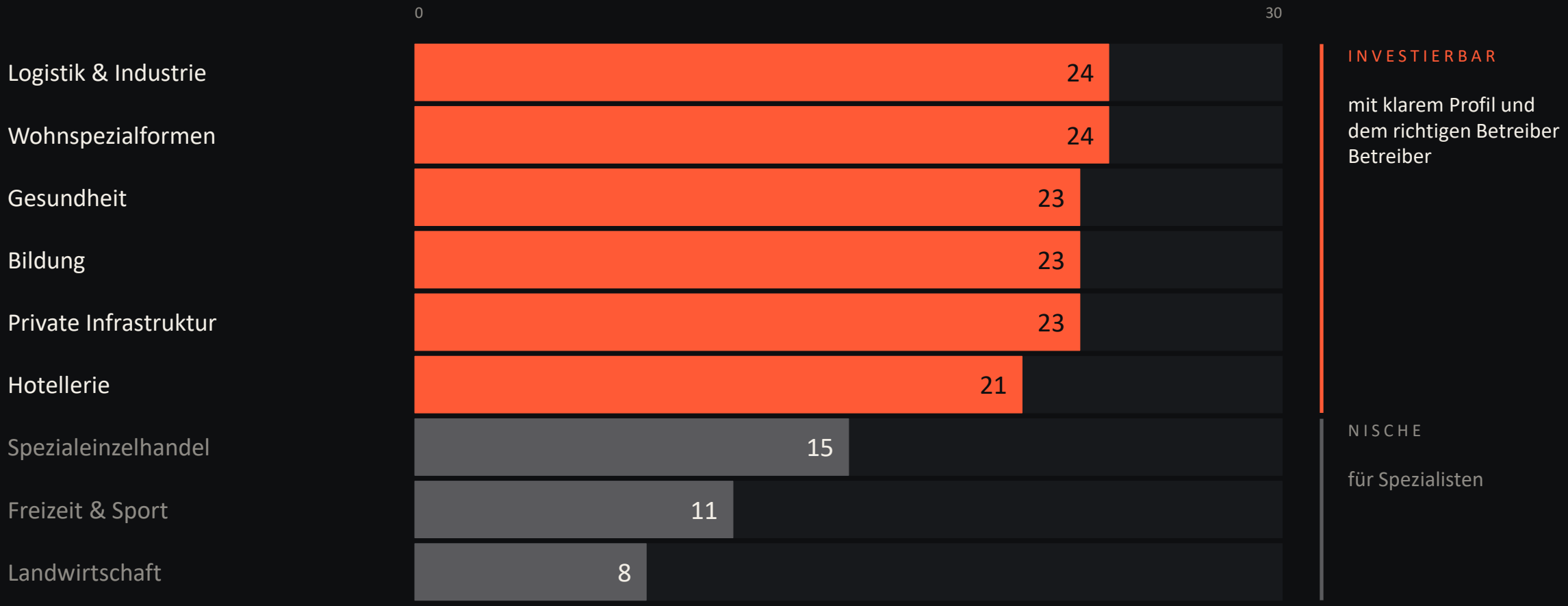
SKALA

1 schwach
2
3
4
5 stark

Total = ungewichtete Summe, max. 30

Quelle: Scoring-Modell der Masterthesis · verdichtete Experteneinschätzung aus Literatur und neun Interviews

Sechs sind investierbar. Drei sind Nische.



Quelle: Scoring-Modell der Masterthesis · Total = ungewichtete Summe der sechs Dimensionen (max. 30)

FÜNF REALE SCHWEIZER PROJEKTE

Eines davon ist gescheitert. Welches?



Toni-Areal

BILDUNG



Alterswohnen Kirchlindach

WOHNSPEZIALFORM



Parkhaus Opera

PRIVATE INFRASTRUKTUR



«Goldenes Ei», Davos

HOTELLERIE



Frachthalle Flughafen

LOGISTIK

Hand hoch — bei welcher Nummer?

Quelle: Experteninterviews Mai–Juni 2025 (Masterthesis, Tabelle 10) · Medienberichte

Nicht die Kategorie entscheidet. Der Betreiber.

1	Toni-Areal	ERFOLG
2	Alterswohnen Kirchlindach	ERFOLG
3	Parkhaus Opera	ERFOLG
4	«Goldenes Ei», Davos	GESCHEITERT
5	Frachthalle Flughafen	ERFOLG

NR. 4 · WARUM ES SCHEITERTE

- Rund CHF 250 Mio. für 216 Zimmer, Ende 2013 als InterContinental eröffnet.
- Die Betreiberin ging nach einem halben Jahr Betrieb in Konkurs.
- 2019 mit Abschlag verkauft, 2021 umbenannt, 2023 erneut zum Verkauf.

Hotellerie ist auf unserer Rangliste investierbar.

NR. 1 · 2 · 3 · 5 · WAS DIE ERFOLGE TEILEN

- Ein langfristig geeigneter Betreiber
- Hohe Standortqualität, stabile Nachfrage
- Lange Mietvertrags-Laufzeiten

Quelle: Nr. 1–3, 5: Experteninterviews (Masterthesis, Tabelle 10) · Nr. 4: finews 17.11.2014, swissinfo 02.06.2014, finews 27.11.2019, Blick 31.03.2023

Vier Fragen, die genau hier ansetzen.

SECHS ZUSÄTZLICHE PRÜFDIMENSIONEN

01	Drittverwendbarkeit	Umnutzung, Folgebetreiber
02	Betreiberabhängigkeit	Bonität, Garantien, Klumpen
03	Bewertung & Risiko	Diskontzuschlag, Worst Case, Exit
04	Standort & Nachfrage	Einzugsgebiet, Prognosen
05	Mietvertrag	Laufzeit, Sicherheiten, CapEx
06	Technologie & ESG	Digitalisierung, GRESB, Taxonomie

+ vier klassische: rechtlich · technisch · finanziell · Risiko

BEIM GOLDENEN EI SETZEN DIESE VIER AN

Nr. 10	Wie solide ist der Betreiber?	EK-Quote ≥ 30 %
Nr. 13	Haben Branchenexperten seine Zahlen geprüft?	durch Dritte bestätigt
Nr. 14	Wie steht er im Branchenvergleich da?	Oberes Drittel
Nr. 26	Ist die Nachfrage im Einzugsgebiet da?	≥ 80 % Auslastung vergleichbarer Objekte

Quelle: Due-Diligence-Checkliste der Masterthesis · 6 Dimensionen, 50 Prüfaspekte mit Zielwerten

ZUM MITNEHMEN

Fünf Zahlen für Ihr nächstes Komitee.

01

≥ 30 %

Eigenkapital

Quote des Betreibers

02

≥ A

Rating

Bonität des Betreibers (S&P/Fitch)

03

≤ 10 %

Klumpen

Anteil am Portfolio-Cashflow pro Objekt

04

≥ 10 J.

Mietvertrag

Laufzeit

05

+50–150

Basispunkte

Risikozuschlag im Diskontsatz

Und immer: den Total Return mitprüfen. Cashflow allein ist keine Rendite.

Quelle: Due-Diligence-Checkliste der Masterthesis · Best-Case-Zielwerte



Stabile Nachfrage

×



Nachhaltiger Trend

×

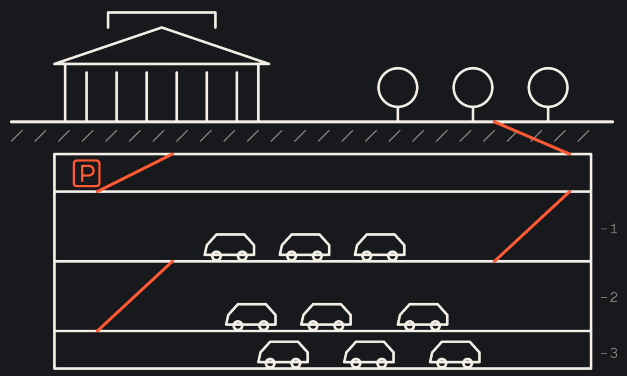


Starker Betreiber

Ist einer null, ist alles null.

Abgesichert durch eine Due Diligence, die genau das prüft.

Würden Sie immer noch mitbieten?



LOS 01

Parkhaus Opera

JA: mit dem richtigen Betreiber



LOS 02

Gotthard-Basistunnel

Öffentliche Infrastruktur



LOS 03

Universität Zürich

Öffentliche Infrastruktur

Hand hoch.

Kaufrausch?
Cashflow.

Wenn der Betreiber stimmt. Und wenn man ihn prüft.

4–6 % Netto-Cashflow · Nachfrage × Trend × Betreiber · 50 Prüfaspekte

Ihre Erfahrung?

01 Wo liegt in Ihrem Portfolio der grösste ungenutzte ungenutzte Hebel — Gesundheit, Logistik oder oder private Infrastruktur?

02 Ist die Bonität des Betreibers die neue Standortfrage? Wie prüfen Sie sie heute?

03 Welche Frage fehlt heute in Ihrer Due Diligence? Diligence?

Kaufrausch oder Cashflow?

Michel Tonndorf · Fabio Brunetto · Luca Pozzi · Dominik Komani