

# SWISS REAL SnapShot!

Advisory Real Estate/Herbstausgabe 2014

## Immobilienanlagemarkt verliert an Schwung

Aktuelle Entwicklungen auf  
dem Schweizer Immobilienanlagemarkt

[kpmg.ch/RealEstate](http://kpmg.ch/RealEstate)

**KPMG**  
*cutting through complexity*





# Inhalt

## Immobilienanlagemarkt verliert an Schwung

Makroökonomisches Umfeld	6
Büroflächenmarkt	8
Verkaufsflächenmarkt	10
Wohnflächenmarkt	12
Immobilien als Anlage	14
<b>Fokus: Hotelimmobilien</b>	16





# Vorwort

Sehr geehrte Damen und Herren

Der KPMG Swiss Real SnapShot! vermittelt Ihnen zweimal jährlich einen Überblick über die aktuellen Entwicklungen im Schweizer Immobilienanlagemarkt und seine beeinflussenden Faktoren.

Der Schweizer Immobilienmarkt ist ein heterogenes und stark segmentiertes Gebilde. Der KPMG Swiss Real SnapShot! beschränkt sich deshalb auf eine nationale Betrachtung, ohne detailliert auf regionale Besonderheiten einzugehen.

KPMG Real Estate verfügt über tiefgründige Expertise in den schweizerischen und internationalen Immobilienmärkten. Durch kompetente und umfassende Beratung generieren wir unserer Kundschaft Mehrwert in allen immobilienrelevanten Bereichen.

Lesen Sie auf der letzten Seite des KPMG Real SnapShot!, was wir für Sie tun können und wie Sie von unseren Dienstleistungen profitieren können.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Freundliche Grüsse



Ulrich Prien

Partner, Head of Real Estate Switzerland



Beat Seger

Partner, Real Estate M&A

Der KPMG Real SnapShot! ist auch für die Regionen Europe, Asia und Americas verfügbar.  
Kontaktieren Sie uns, wenn Sie mehr über die globalen Immobilienmärkte erfahren möchten. Download der Publikationen:  
[www.kpmg.com/Global/en/industry/real-estate](http://www.kpmg.com/Global/en/industry/real-estate)

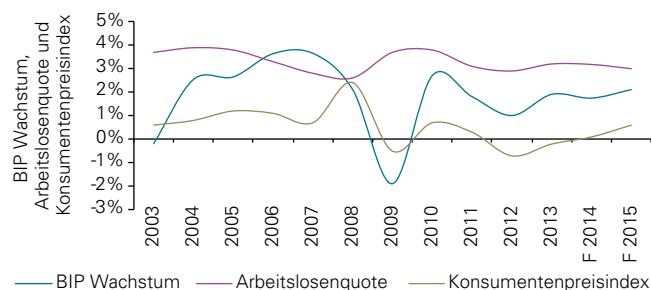
# Immobilienanlagemarkt verliert an Schwung

## Makroökonomisches Umfeld

Die Konjunkturperspektiven für die Schweiz haben sich in den letzten Monaten zwar leicht eingetragen, bleiben aber intakt. Die BIP-Quartalsdaten wurden vom Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) im 2. Quartal 2014 erstmals im Rahmen einer neuen Methodologie publiziert. Nach der Umstellung auf die Methodik resultiert für das 2. Quartal 2014 ein BIP-Wachstum von 0.2% gegenüber dem Vorquartal respektive 1.4% im Vorjahresvergleich.<sup>1</sup> Ausschlaggebend hierfür sind leicht höhere Wachstumsimpulse in der Handelsbilanz mit Waren und Diensten. Die Abschwächungstendenz der Inlandnachfrage bleibt aber bestehen. Die Bauinvestitionen notierten mit -1.1% sogar deutlich im negativen Bereich. Bei den Bauinvestitionen machen sich allmählich Bremsfaktoren wie nachlassende Impulse vom öffentlichen Tiefbau, Begrenzungen bei Zweitwohnungen sowie eine höhere Planungsunsicherheit nach Annahme der Masseneinwanderungsinitiative und der Einführung makroprudentieller Massnahmen bemerkbar.

Diese Verlangsamung in der Wirtschaftsentwicklung hat die Konjunkturprognosen leicht nach unten revidiert. Für 2014 und 2015 liegen die BIP-Konsensprognosen<sup>2</sup> bei 1.7% und 2.0%.

Abb. 1 Makroökonomische Indikatoren



Quelle: BAKBasel, Credit Suisse, KOF, Seco, UBS und KPMG Real Estate

Legende (F): Forecast

Die weltwirtschaftliche Erholung schreitet zwar voran, verläuft allerdings immer noch sehr volatil. Insbesondere im Euroraum verbessert sich die Wirtschaftslage zögerlich. Ein Aufschwung auf breiter Front, der auch auf die gebutelten Arbeitsmärkte durchschlägt, ist nach wie vor nicht in Sicht. Das Konjunkturgefälle zwischen den einzelnen Ländern bleibt gross. Namentlich in Deutschland und einigen nord-europäischen Ländern ist das Wachstum robust und erhält zusätzlichen Rückenwind durch die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Von einer vergleichbaren Dynamik sind die südlichen Euroländer, aber auch

Frankreich, weit entfernt. Für die Eurozone stellen nach wie vor die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und die Implementierung wachstumsfördernder Reformen bedeutende Herausforderungen dar.

Für das Jahr 2014 wird in der Schweiz ein moderater Anstieg des Landesindex<sup>3</sup> der Konsumentenpreise von 0.1% erwartet. Im Folgejahr wird mit einer leicht höheren Teuerung von 0.6% gerechnet. In ihrer neusten Lagebeurteilung ordnet die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine leichte Zunahme der Deflationsrisiken.

Gemäss den Erhebungen des Seco waren Ende Oktober 2014 132,397 Arbeitslose bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren eingeschrieben, 2,432 mehr als im Vormonat. Die Arbeitslosenquote stieg damit von 3.0% im September 2014 auf 3.1%. Gegenüber dem Vorjahresmonat verringerte sich die Arbeitslosigkeit um 1,046 Personen (-0.8%). Für 2015 rechnen die Prognoseinstitute mit einer durchschnittlichen Arbeitslosigkeit von 3.0%.

Die EZB hat aufgrund eines stagnierenden Wirtschaftswachstums und sehr niedriger Inflationserwartungen jüngst eine weitere Zinssenkung angekündigt. Darüber hinaus hat die EZB bekanntgegeben, ab Ende November Kreditverbriefungen und Pfandbriefe zu kaufen. Nach Aussagen von Mario Draghi stehen auch gross angelegte Wertpapierkäufe zur Debatte.

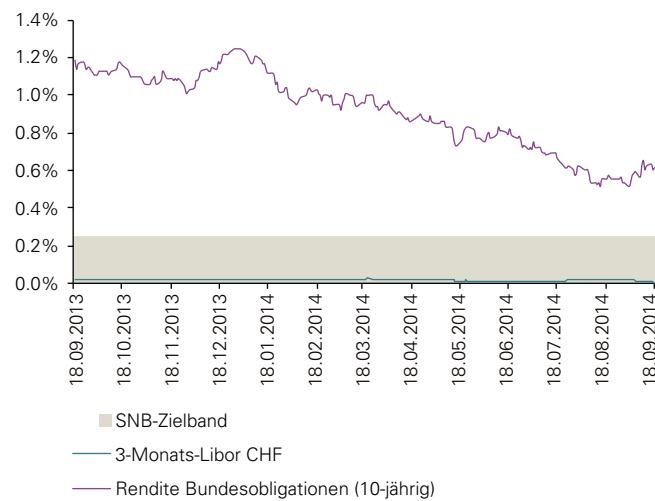
Die SNB hat auf das Massnahmenpaket der EZB bisher nicht reagiert. Sie hat in ihrer neusten Lagebeurteilung mitgeteilt, dass sie ihre Geldpolitik beibehalten wird. Der EUR/

<sup>1</sup> Nach Redaktionsschluss hat das Seco noch die BIP Quartalsschätzung für das 3. Quartal publiziert: Das reale BIP ist im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0.6% gestiegen. Im Vergleich zum Vorjahresquartal resultiert ein BIP-Wachstum von 1.9%.

<sup>2</sup> In der Konsensprognose werden die Prognosen von BAKBasel, Credit Suisse, KOF, Seco und UBS berücksichtigt.

CHF-Mindestkurs von 1.20 sowie das Zielband für den 3-Monats-Libor bei 0.0% – 0.25% bleiben unverändert. Die Nationalbank bestätigt, dass sie bereit sei, «wenn nötig unbeschränkt Devisen zu kaufen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen». Sie erachtet eine weitere Lockerung ihres geldpolitischen Kurses durch die Einführung von Negativzinsen oder anderer unkonventionellen Massnahmen zurzeit nicht als opportun.

**Abb. 2** Aktuelle Zinssätze

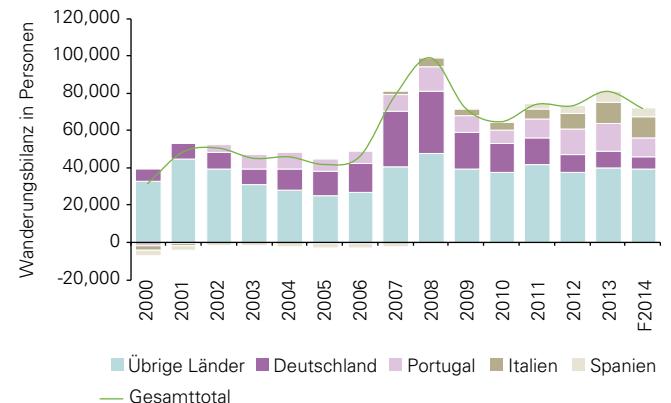


Quelle: SNB und KPMG Real Estate

Eine Hochrechnung der Zahlen des Bundesamtes für Migration auf das ganze Jahr 2014 ergibt, dass mit einer Nettozuwanderung von rund 70,000 Personen zu rechnen ist. Dies liegt leicht unter dem Durchschnitt von rund 78,000 p.a. seit

Einführung der vollen Personenfreizügigkeit im Jahre 2007. Aufgeschlüsselt nach Nationalität sind derzeit die Italiener mit 11,000 Personen die grösste Einwanderungsgruppe. Es folgen die Portugiesen mit 10,000 Personen. An dritter Stelle kommt Deutschland mit 7,000 Nettoeinwanderern. Die Einwanderung aus Deutschland hat seit ihrem Höhepunkt im Jahre 2008 (33,000 Personen) einen starken Rückgang verzeichnet. Die Einwanderungszahlen aus Südeuropa weisen hingegen eine gegenteilige Tendenz auf. 2008 betrug der Anteil der Einwanderer aus Italien, Spanien und Portugal am gesamten Einwanderungssaldo rund 18%. Im Jahr 2013 hat diese Ländergruppe ihren Anteil auf fast 40% verdoppelt. Auch für 2014 ist mit einem Anteil über 35% zu rechnen. Die Entwicklung in der Einwanderungsstatistik spiegelt die Situation auf den Arbeitsmärkten der jeweiligen Länder wider.

**Abb. 3** Wanderungsbilanz



Quelle: Bundesamt für Migration und KPMG Real Estate

Legende (F): Forecast



## Büroflächenmarkt

Auf dem Schweizer Büroflächenmarkt baut sich ein Ungleichgewicht in der Form eines Angebotsüberhangs auf. Das Tiefzinsumfeld veranlasste in den vergangenen Jahren die Realisierung zahlreicher neuer Bürogebäude. Im Rahmen von Standortverlagerungen grosser Unternehmen wurden die Flächen gut am Mietermarkt absorbiert.

Die stattgefundenen Büroflächenexpansionen haben sich bisher nur partiell in höheren Angebotsziffern bzw. höheren Leerständen niedergeschlagen. Ein Grund hierfür ist, dass ein grosser Anteil der neu erstellten Gebäude für den Bedarf spezifischer Nutzer realisiert wurde. Die zurückgelassenen Flächen werden zurzeit revitalisiert oder repositioniert und sind daher noch nicht in der Angebotsstatistik reflektiert. Die Realisierung weiterer Neubauprojekte wird teilweise aufgrund nicht erreichter Vorvermietungsquoten zeitlich hinausgezögert.

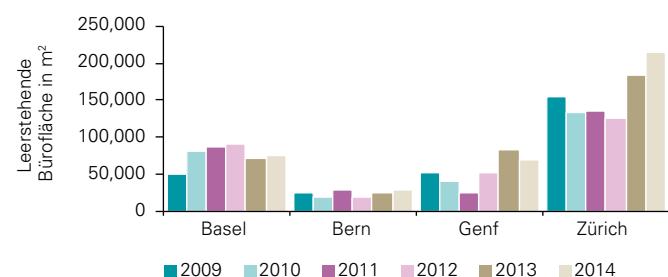
Das Nachsehen haben in erster Linie ältere Bestandsflächen, welche im Zuge der Standortoptimierungen zurückgelassen wurden. Insbesondere in diesem Segment hat sich ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage aufgebaut.

Von der Nachfrageseite werden aktuell keine grossen Impulse erwartet. Eine Analyse der Entwicklung der typischen Bürobranchen zeigt auf, dass im Zeitraum zwischen dem 2. Quartal 2011 und dem 3. Quartal 2013 konstant jährliche Wachstumsraten über 2% bei der typischen Bürobeschäftigung festzustellen waren. Seither hat sich die Lage etwas eingetrübt. Im 4. Quartal 2013 stieg die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen noch um 1.6%, was eine stabile aber nicht wachsende Nachfrage signalisiert. Aufgrund der festgestellten Verlangsamung in der Wirtschaftsent-

wicklung dürfte die Beschäftigungsentwicklung auch in den nächsten Quartalen nicht besonders dynamisch ausfallen.

In den vier grossen urbanen Büroflächenmärkten waren anfangs Juni 2014 leerstehende Flächen von über 390,000 m<sup>2</sup> zu notieren, was einer Erhöhung um 7% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Innerhalb zweier Jahre ist eine Erhöhung um 35% zu beobachten. Dies entspricht einer Fläche von 100,000 m<sup>2</sup>. Im historischen Vergleich sind die ausgewiesenen Leerstände weiterhin als relativ tief zu qualifizieren. Die höchsten Anstiege gegenüber dem Vorjahr sind in Bern (+19%) und Zürich (+17%) auszumachen, wobei der absolute Leerstand in Bern mit rund 30,000 m<sup>2</sup> noch bescheiden ist.

**Abb. 4 Entwicklung leerstehende Büroflächen in den Zentren**



Quelle: Städtische Statistikämter und KPMG Real Estate

Das Beispiel der Stadt Zürich eignet sich gut, um die Wirkungsweise eines Büroflächenüberhangs zu veranschaulichen. Die Büroleerstandsquote liegt in Zürich aktuell bei 2.9%. 2005 notierte die Leerstandsquote noch bei 6.2%. Diese konnte danach kontinuierlich abgebaut werden. 2012 erreichte der Leerstand mit 1.8% einen Tiefstand, bevor eine Trendwende einsetzte. In den letzten zwei Jahren erhöhte sich der Büroleerstand wieder um 90,000 m<sup>2</sup>.

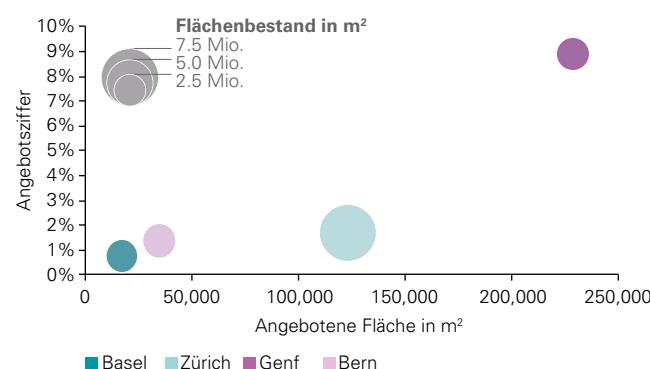
Die erhöhten Leerstände gründen auf eine erhöhte Bauaktivität in Zürich-West, Zürich-Nord und an der Europaallee, aber auch in angrenzenden Gemeinden, was zu einer Angebotserweiterung bei relativ konstanter Nachfrage führte.

Ein Blick auf die Geschehnisse auf Quartierebene zeigt, dass die Leerstände in einer ersten Phase vornehmlich im Escher-Wyss-Quartier zunahmen. 2013 standen fast 60,000 m<sup>2</sup> leer. Diese Flächen wurden jedoch sukzessive absorbiert. Der Leerstand in Escher-Wyss verringerte sich im Jahr 2014 auf 20,000 m<sup>2</sup> und die Leerstandsquote sank von 7.0% auf 2.5%.

Während die Büroleerstände im Escher-Wyss-Quartier im Jahr 2014 zurückgingen, verlief die Entwicklung in der Innenstadt umgekehrt: Im Quartier City verdreifachte sich die leerstehende Bürofläche und die Quote erhöhte sich auf 10%.

Von den vier Grossmärkten ist insbesondere in Genf ein hohes Angebot festzustellen. Die Angebotsziffer liegt hier bei rund 9%. In der kurzen Frist dürften daher höhere Leerständen zu beobachten sein. In Basel und Bern werden tiefe Angebotsziffern festgestellt. Aufgrund einer hohen erwarteten Ausweitung dürfte sich auch die Angebotsziffer in Bern über die nächsten Quartale sukzessive erhöhen.

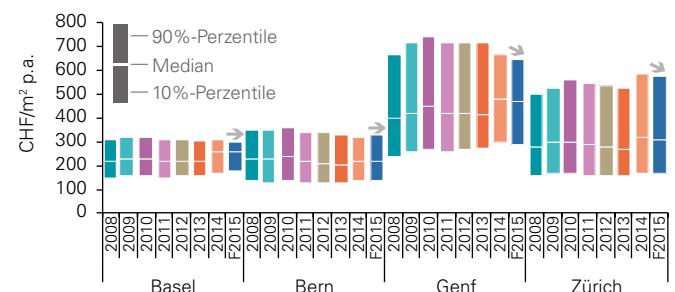
**Abb. 5 Angebotsziffer und angebotene Fläche in den grossen Büroflächenmärkten**



Quelle: Colliers und KPMG Real Estate

Das erweiterte Angebot bewirkt nicht, dass die verfügbaren Büroflächen in der statistischen Betrachtung günstiger werden. Es werden sogar steigende oder zumindest stabile Angebotsmieten festgestellt. Dieses scheinbare Paradox lässt sich durch eine Detailbetrachtung der angebotenen Flächen auflösen: die erhöhten Leerstände in der Innenstadt hatten zur Folge, dass Büroflächen an zentralen Lagen auf den Markt gelangten, welche aufgrund ihrer ausgezeichneten Lagequalität ein überdurchschnittliches Mietniveau ausweisen. Auch die vom aktuellen Marktumfeld erwartete erhöhte Konzessionsbereitschaft der Vermieter widerspiegelt sich nicht in den beobachteten Angebotsmieten.

**Abb. 6 Angebotsmieten für Büroflächen in den Zentren**



Quelle: KPMG Real Estate

Legende: Forecast (F)

Die schwieriger gewordene Ausgangslage für den Schweizer Büroflächenmarkt wird zudem durch regulatorische Einflüsse erschwert. Die Annahme der Masseneinwanderungsinitiative und die daraus resultierenden Unsicherheiten bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten dürften sich auf die Beschäftigungsentwicklung hemmend auswirken. Dies beeinträchtigt die Nachfrage nach Büroflächen.

Außerdem akzentuiert sich der Grad an Unsicherheit aufgrund der Dissonanzen zwischen der EU und der Schweiz bei der Unternehmensbesteuerung. Die EU fordert von der Schweiz eine rigorose Abschaffung der privilegierten Steuerregimes. Eine ersatzlose Streichung steuerlicher Anreize könnte ausländische Unternehmen dazu bewegen, sich nach alternativen Unternehmensstandorten umzusehen. Im Rahmen der Unternehmenssteuerreform III hat die Schweiz Massnahmen erarbeitet, welche den Wegfall steuerlicher Anreize durch Alternativen kompensieren sollen. Diskutiert werden z.B. die allgemeine Senkung der Gewinnsteuersätze oder die Einführung sogenannter Lizenzboxen, welche Erträge aus Immaterialgüterrechten privilegiert besteuern. Die aktuelle Rechtsunsicherheit führt bereits dazu, dass weniger internationale Unternehmungen die Schweiz als Standort in Erwägung ziehen.

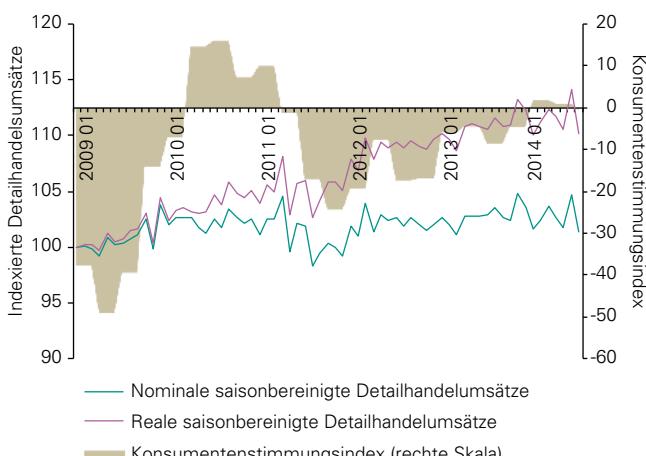
Die vom Wegfall der privilegierten Steuerregimes überdurchschnittlich betroffenen Kantone Waadt und Genf haben als Reaktion eine Senkung der Gewinnsteuersätze in Aussicht gestellt. Genf beabsichtigt den Steuersatz von 24.2% auf 13.0%, und Waadt von 22.8% auf 13.8% zu senken. Während der Kanton Waadt in den letzten 10 Jahren die Staatsverschuldung auf unter CHF 500 Mio. abbauen konnte und somit den Steuerausfall selbst finanzieren kann, wird dies im Kanton Genf nicht möglich sein. Die Schulden des Kantons beliefen sich 2012 auf rund CHF 12 Mrd. Der Kanton Genf wird den gesamten Steuerausfall folglich nicht selbst tragen können und es droht ein Statuswechsel vom Finanzausgleich-Nettozahler zum Finanzausgleich-Bezüger. Es ist daher fraglich, ob die vorgesehenen Steuersenkungen fraktionslos umsetzbar sind.

## Verkaufsflächenmarkt

Der Detailhandel hat 2013 ein schwieriges Geschäftsjahr durchlebt, das von einer preisbedingt positiven nominalen Umsatzentwicklung im Lebensmitteldetailhandel und einer schwachen Entwicklung im Non-Food-Segment geprägt war. Insgesamt resultierte im Jahresvergleich ein nominales Umsatzplus von rund 0.7%. Mit Ausnahme des Jahres 2008 verzeichnete der Detailhandel in den vergangenen zehn Jahren stets sinkende Preise, ein Trend, der sich auch 2013 fortsetzte. Die Preise gingen um 1.3% zurück und führten zu einer Schere zwischen den nominalen und den realen Umsätzen. Letztere legten 2013 um 2.1% zu. Der letztjährige Preisrückgang ist jedoch moderater als in den Jahren 2011 und 2012 (jeweils 2.5%) ausgefallen.

Das schwache Umsatzwachstum im gesamten Detailhandel ist von deutlichen Differenzen zwischen den verschiedenen Segmenten geprägt. Die Entwicklung der vergangenen Jahre zeigt offenkundige Gewinner- und Verliererbranchen; eine Aufteilung, die sich 2013 weiter akzentuierte. Auf der Gewinnerseite steht mit der Warengruppe Lebensmittel (nominales Umsatzwachstum 2013: 2.3%) die umsatzstärkste Subbranche. Während die Preiserhöhungen dem Lebensmitteldetailhandel zu einem guten Ergebnis verhalfen, erhöhten sich die nominalen Umsätze der Warengruppe Gesundheit, Schönheit und Körperpflege trotz massiven Preisrückgangs um 2.5%. Satte Umsatzrückgänge sind hingegen in den Kategorien Bekleidung und Schuhe (-2.0%) und Elektronik (-2.3%) festzustellen.

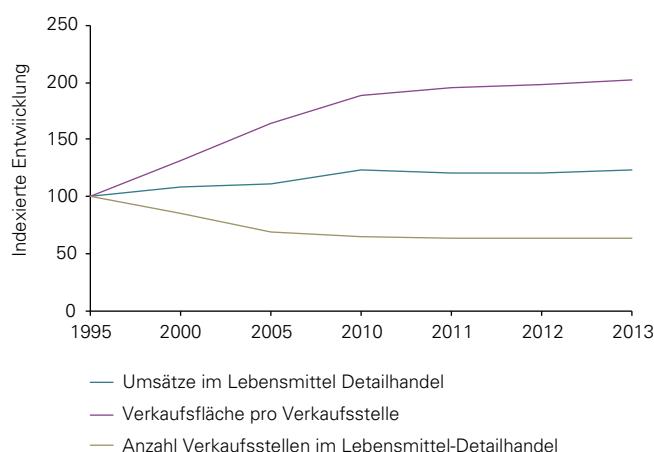
Abb. 7 Detailhandelsumsätze und Konsumentenstimmung



Quelle: BFS, Seco und KPMG Real Estate

Der Ablöseprozess im Schweizer Detailhandel ist ein hingänglich bekanntes Phänomen: Supermärkte machen den klassischen Dorfläden Marktanteile streitig; im kleinflächigen Lebensmitteldetailhandel gewinnen Systemanbieter und Convenience-Stores die Überhand und im Non-Food verdrängen Filialketten unabhängige Anbieter. Diese Entwicklungen haben zu einer starken Strukturbereinigung geführt. So hat sich im Zeitraum zwischen 1995 und 2013 die Anzahl Verkaufsstellen im Lebensmitteldetailhandel um 36% reduziert. Gleichzeitig hat sich die Verkaufsfläche pro Verkaufsstelle mehr als verdoppelt.

Abb. 8 Strukturwandel im Detailhandel



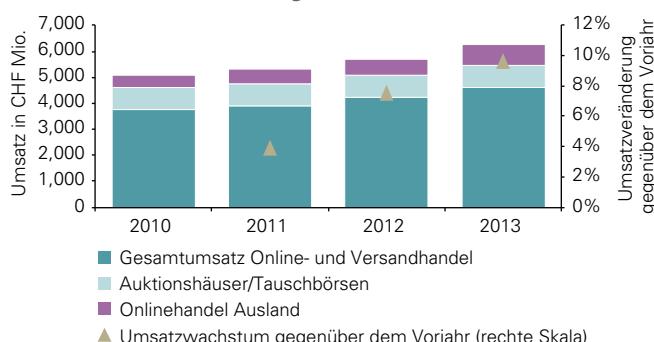
Quelle: GfK und KPMG Real Estate

Zusätzlich wird der stationäre Detailhandel durch die zunehmende Digitalisierung herausgefordert. Der Schweizer Online- und Versandhandel hat im Jahr 2013 weiter an Bedeutung gewonnen. Mit einem Plus von 9.7% auf CHF 6.25 Mrd. entwickelten sich die Interneteinkäufe sogar dynamischer als in den Vorjahren. GfK<sup>3</sup> schätzt den Anteil der Interneteinkäufe am Gesamthandel lediglich auf rund 6%. Allerdings variieren die Zahlen stark nach Produktbereich. In sehr onlineaffinen Geschäften, wie dem Multimediabereich oder dem Textilgeschäft, beträgt der Anteil bereits bis zu 30%.

Obwohl die steigenden Umsätze des Onlinehandels auf Kosten der Umsätze des stationären Handels gehen, führt dies nicht zwingend zu einem Flächenabbau im gleichen Ausmass. Vielmehr verändern sich die Anforderungen an die Verkaufsflächen. Abholstationen, Showrooms und Logistikzentren erfordern beispielsweise grössere Nebenflächen und eine verbesserte Anlieferung. Grosse Verkaufsflächen an gut erschlossenen Standorten, welche die Flächenanforderungen erfüllen, können daher vom stark wachsenden Onlinehandel profitieren.

<sup>3</sup> Gesellschaft für Marktforschung; grösstes deutsches Marktforschungsinstitut

**Abb. 9 Umsatzentwicklung im Onlinehandel**

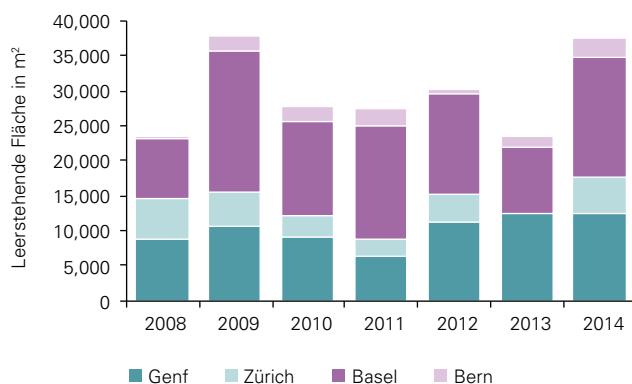


Quelle: GfK und KPMG Real Estate Research

Die grossen Herausforderungen, welche auf den Detailhandel lasten, haben dazu geführt, dass die Investoren sich zurzeit grundsätzlich zurückhaltend verhalten. Die Neubauaktivität hat sich im Vergleich zu den Vorjahren deutlich beruhigt: Während die Zeitperiode zwischen 2000 und 2009 noch von einer ausgeprägten Flächenexpansion gekennzeichnet war, ist seit 2009 mit Ausnahme von 2012 ein deutliches Abflachen der baubewilligten Detailhandelsprojekte zu konstatieren.

Die schwächere Nachfrage nach Verkaufsflächen spiegelt sich bisher nur partiell in den Leerstandstatistiken wider. Ein Grund hierfür ist, dass Verkaufsflächen an Zentrumslagen weiterhin gesucht werden und offizielle Leerstandsstatistiken nur für die grossen Wirtschaftszentren bestehen. Per Anfang Juni 2014 standen in den vier grossen Städten Genf, Zürich, Basel und Bern kumuliert 37,000 m<sup>2</sup> leer, was einer Erhöhung gegenüber dem Vorjahr um 14,000 m<sup>2</sup> entspricht. In der langfristigen Betrachtung sind die derzeitigen Leerstände jedoch als tief zu qualifizieren. Im Jahre 1999 wurden alleine in der Stadt Genf fast 30,000 m<sup>2</sup> an leerstehenden Flächen gezählt.

**Abb. 10 Entwicklung leerstehende Verkaufsflächen in den Zentren**

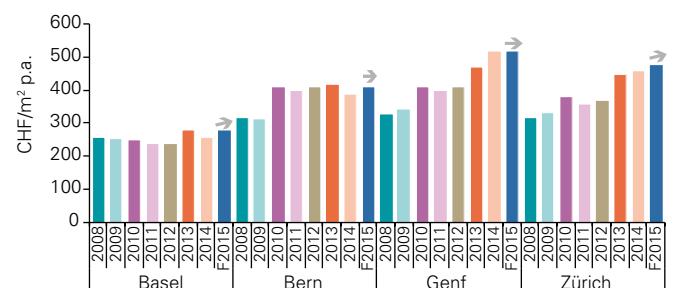


Quelle: Städtische Statistikämter und KPMG Real Estate

Im Vergleich zu Vorjahr werden stabile Mieten für Verkaufsflächen erwartet. Es zeigen sich jedoch deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Lagequalitäten. Kleine Verkaufsflächen an peripherer Lage sowie zweitklassige Einkaufszentren und Strassen werden wohl weiter Marktanteile an den Onlinehandel und an attraktivere Verkaufsformate verlieren. Es ist daher mit sinkenden Mieterrägen und höheren Leerstandsrisiken zu rechnen.

Verkaufsflächen an Toplagen bleiben hingegen weiterhin gesucht. Diese fungieren als Aushängeschild grosser internationaler Modeketten und Luxusmarken. In den Innenstädten der Schweizer Gross- und Mittelzentren ist ein durchschnittlicher Filialisierungsgrad von rund 60% festzustellen. An den Topadressen der grösseren Schweizer Städte hat der Filialisierungsgrad inzwischen knapp 70% erreicht. In vielen ausländischen Metropolen werden an den begehrtesten Lagen der Einkaufsstrassen über 90% der Verkaufsflächen von einer nationalen oder internationalen Verkaufskette belegt. In der Schweiz ist in der mittleren Frist mit einer weiteren Filialisierung vornehmlich in den Innenstadtlagen zu rechnen. Dies stützt die Flächennachfrage und – aufgrund eines beschränkten Angebotes an Innenstadtfächern – die Mietpreise.

**Abb. 11 Angebotsmieten für Verkaufsflächen in den Zentren**



Quelle: KPMG Real Estate

Legende: Forecast (F)

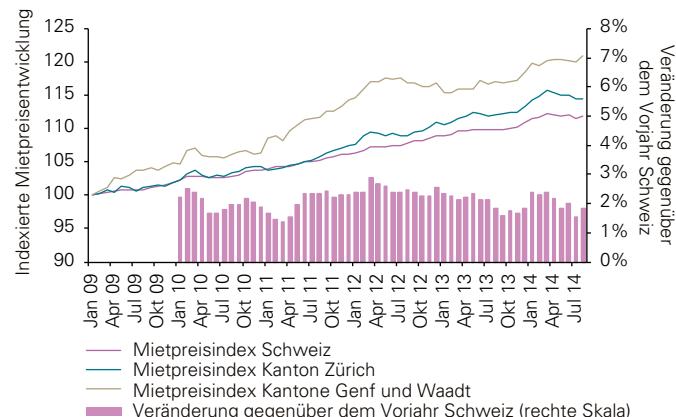
## Wohnflächenmarkt

Der Schweizer Mietwohnungsmarkt wird in der kurzen bis mittleren Frist durch drei übergeordnete Treiber geprägt:

- Auf der einen Seite führt das **tiefe Zinsniveau** dazu, dass weiterhin viel Investitionskapital in den Wohnflächenmarkt fließt. Dies mündet in einer regen Bautätigkeit und einer Angebotsausweitung. Diese Entwicklung wird durch die aktuellen Investorenpräferenzen akzentuiert. Wohnimmobilien werden als sicherer als kommerzielle Nutzungen eingeschätzt, was einen überdurchschnittlichen Kapitalzufluss in dieses Nutzungssegment zur Folge hat.
- Ein weiterer Treiber ist die **Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative**. Diese hat zu einer abrupten Veränderung der Rahmenbedingungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt geführt. Die Auswirkungen der regulierenden Massnahmen werden voraussichtlich größeren Einfluss auf die Mietwohnungs- als auf die Eigentumsmärkte haben, da Zuwanderer in erster Linie Mietwohnungen nachfragen. Eine Kontingentierung wird dieses wichtige Nachfragesegment für den Wohnflächenmarkt beschneiden.
- Zudem hängt die weitere Entwicklung des Mietwohnungsmarktes auch von der weiteren **Verschärfung der Hypothekarkreditvergabe** ab. Höhere finanzielle oder regulatorische Hürden für den Erwerb von Wohneigentum verschieben einen Teil der Nachfrage vom Eigentums- in den Mietermarkt. Gleichzeitig wird von verschiedenen Seiten mit einer Verschärfung der Regulierung im Mietermarkt geliebäugelt.

Die qualitätsbereinigten Angebotspreise für Mietwohnungen sind gemäss Homegate.ch und ZKB<sup>4</sup> im August 2014 im Vergleich zum Vorjahr über die gesamte Schweiz um 1.8% gestiegen. Die höchsten Preisanstiege wurden in den Kantonen Waadt und Genf<sup>5</sup> (3.2%) und im Kanton Luzern (2.7%) verzeichnet. In den Kantonen Thurgau und Tessin sind sogar leicht rückläufige Mieten von -0.7% bzw. -0.8% zu beobachten. Der Befund eines relativ moderaten Mietpreiswachstums wird auch über die durch Wüest & Partner erhobenen Angebotsdaten für Mietwohnungen bestätigt. Im zweiten Quartal 2014 ist im Vergleich zum Vorjahr ein Mietpreiswachstum von 2.7% zu verzeichnen.

Abb. 12 Qualitätsbereinigter Mietpreisindex



Quelle: Homegate.ch, ZKB und KPMG Real Estate

Im laufenden Jahr wird sich die rege Entwicklungstätigkeit im Mehrfamilienhaussegment fortsetzen. Auch für 2015 wird eine Investitionstätigkeit auf hohem Niveau erwartet. Allerdings deutet das Volumen der Baubewilligungen gemäss einer Analyse der Credit Suisse auf eine abnehmende Wachstumsdynamik im Wohnungsbau hin. Im zweiten Quartal 2014 ist die Zahl der bewilligten Wohnungen in der gesamten Schweiz um rund 10% unter dem Vorjahreswert gesunken.

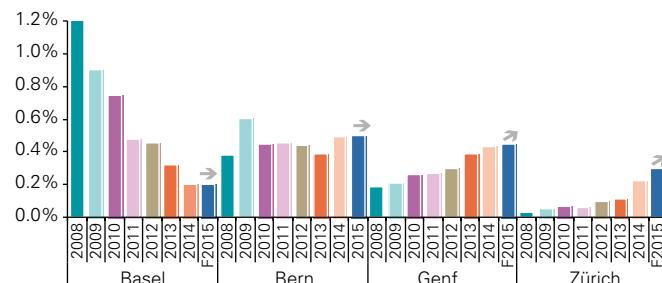
Das anhaltende migrationsgetriebene Bevölkerungswachstum ermöglichte bisher eine gute Absorption der neu erstellten Wohnungen. Die schweizweite Leerwohnungsziffer ist im Vergleich zum Vorjahr trotz anhaltend hoher Bauproduktion nur leicht von 0.96% auf 1.08% angestiegen. Absolut hat sich die Anzahl der leerstehenden Wohnungen um 5,740 Einheiten erhöht. Mit Ausnahme der Nordwestschweiz verzeichneten alle Grossregionen eine Zunahme der leer stehenden Wohnungen und der Leerwohnungsziffer. Den höchsten Zuwachs der Leerwohnungsziffer wurde in der Genferseeregion beobachtet, gefolgt von Espace Mittelland, Zürich und der Ostschweiz.

In den Städten Bern und Basel sind die Leerstände im Vergleich zum Vorjahr weitgehend stabil geblieben. In Genf und Zürich ist eine leichte Zunahme der Leerwohnungsziffer festzustellen.

<sup>4</sup> Der Index misst die monatliche, qualitätsbereinigte Veränderung der Mietpreise für neue und wieder zu vermietende Wohnungen.

<sup>5</sup> Die Mietpreisentwicklung der Kantone Waadt und Genf wird in einem gemeinsamen Subindex ausgewiesen.

Abb. 13 Leerwohnungsziffern in den Zentren



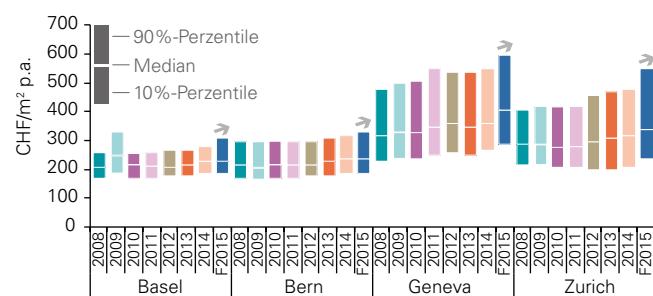
Quelle: BFS und KPMG Real Estate

Legende: Forecast (F)

Ein wahrscheinliches Szenario als Folge der Annahme der Masseneinwanderungsinitiative ist, dass es zu einer Entspannung in der Umgebung der Grosszentren aufgrund einer nachlassenden Nachfrage kommt. Da die regulativen Massnahmen jedoch nichts an der grundsätzlich starken Anziehungskraft der Zentren ändern, könnten in diesen Regionen tiefere Zuwanderungszahlen von einer stärkeren Binnenmigration zumindest teilweise kompensiert werden. Das Risiko eines möglichen Überangebotes dürfte sich daher auf peripherere Regionen beschränken, welche bereits relativ hohe Leerstände bei gleichzeitig hoher Bauaktivität aufweisen.

Aufgrund des angespannten Wohnungsangebotes und der anhaltend starken Nachfrage gehen wir in den Zentren daher in der kurzen bis mittleren Frist von einem leichten Anstieg der Medianangebotsmieten aus. Für peripherere Lagen wird in der kurzen Frist eine Stagnation der Mieten erwartet, mittelfristig ist sogar mit einem negativen Trend zu rechnen.

Abb. 14 Angebotsmieten für Wohnflächen in den Zentren



Quelle: KPMG Real Estate

Legende: Forecast (F)

In der letzten Frühlingsausgabe des KPMG Real Estate Snapshots haben wir die Umsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers (AZP) kommentiert: Die verordnete Stärkung der Kapitalbasis durch den Kapitalpuffer dürfte die Wider-

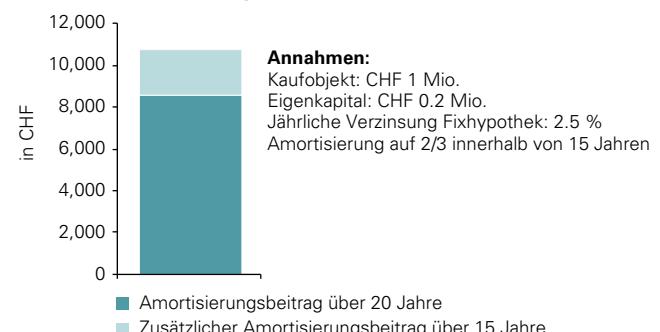
standsfähigkeit der Finanzinstitute erhöht haben. Die tatsächlichen Auswirkungen auf die Kreditvergabe sind aber als eher bescheiden zu taxieren.

Zudem standen damals weitere Massnahmen zur Regulierung des Eigentumsmarktes zur Debatte. Mittlerweile hat sich die Schweizerische Bankiervereinigung zu einer prophylaktischen Verschärfung der Selbstregulierung entschieden. Die Hauptmassnahme der Selbstregulierung beinhaltet eine Verkürzung der Amortisationsdauer von 20 auf 15 Jahre für neue Hypotheken auf zwei Drittel des Belehnungswertes. Daneben wurden zwei weitere Massnahmen getroffen. Erstens wurde in Bezug auf die Finanzierung von Immobilientransaktionen das Niederwertprinzip verankert, wonach als Belehnungswert der tiefere Wert von Marktwert und Kaufpreis maßgeblich ist. Zweitens sind Zweiteinkommen bei der Tragbarkeit nur noch anrechenbar, sofern der Zweitverdiener für die Schuld solidarisch haftet.

Die Wirkung der kürzeren Amortisationsdauer lässt sich am besten anhand eines fiktiven Beispiels erläutern. Beim Erwerb eines Eigenheims zum Preis von CHF 1,000,000 mit einem Anteil von 20% Eigenkapital führt die schnellere Amortisierung unter der Annahme eines Zinssatzes von 2.5% für die Festhypothek dazu, dass sich die jährlichen Zahlungen in der kürzeren Periode von 15 Jahren um CHF 2,215 erhöhen. Um unter der neuen Amortisierungsregel die Tragbarkeitskriterien<sup>6</sup> zu erfüllen, ist ein um rund CHF 6,700 höheres Einkommen pro Jahr vorausgesetzt.

Die erhöhten Tragbarkeitserfordernisse und die Verankerung des Niederwertprinzips dürften zu einer Beruhigung des Eigentumsmarktes beitragen. Das Zinsänderungsrisiko hat sich jedoch aufgrund des erneut sehr tiefen Zinsniveaus verstärkt. Einen abrupten Zinsanstieg können die getroffenen Massnahmen nur sehr marginal abfedern.

Abb. 15 Zusatzbelastung aufgrund einer kürzeren Amortisationsdauer



Quelle: KPMG Real Estate

<sup>6</sup> Das notwendige Einkommen wird unter der Annahme berechnet, dass die Belastung aus Verzinsung, Unterhalt und Amortisation nicht mehr als rund 33 % des Bruttoeinkommens betragen darf.

## Immobilien als Anlage

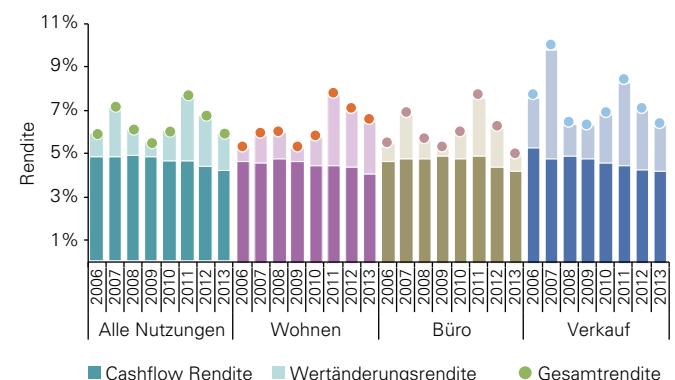
Trotz der seit einiger Zeit zu beobachtenden Renditekompression bei Immobilienanlagen besteht nach wie vor eine attraktive Differenz zwischen der Einkommensrendite von direkten Immobilienanlagen und der Rendite von festverzinslichen Papieren. Dies führt dazu, dass Immobilienanlagen bei Multiasset-Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen weiterhin hoch im Kurs sind. Im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren sind für Anlageimmobilien jedoch weitaus bescheidenere Wertsteigerungsrenditen zu erwarten – für das Nutzungssegment GeschäftsimmobILIEN ist auch mit negativen Wertentwicklungen zu rechnen. Aufgrund dieser neuen Ausgangslage stehen nicht mehr Wertsteigerungen im Zentrum sondern die Sicherung und Optimierung der Einkommensrenditen.

Diese Entwicklung spiegelt sich teilweise bereits auch in den IPD<sup>7</sup> Renditen wider. Im Jahr 2013 betrug die Gesamtrendite über alle Liegenschaftskategorien 6.0%. Das Ergebnis liegt um 80 Basispunkte unter dem Vorjahr und ist damit zum zweiten Mal in Folge gesunken, nachdem 2011 noch 7.8% erreicht wurden. Über alle Nutzungen ist eine Wertsteigerungen in der Höhe von 1.7% festzustellen. Die Cashflowrendite betrug über alle Nutzungssegmente 4.2%.

Am Besten haben Wohnimmobilien mit einer Gesamtrendite von 6.5% (Cashflowrendite von 4.1%) abgeschnitten,

dicht gefolgt von den Verkaufsliiegenschaften mit 6.3% (Cashflowrendite von 4.2%). Büroimmobilien haben mit einer Gesamtrendite von 5.1% deutlich tiefer rentiert. Die Wertsteigerung betrug für dieses Anlagesegment lediglich 0.8%. Die Wertsteigerungsrendite für Büroimmobilien lag 2012 und 2011 noch bei 1.8% und 2.7%.

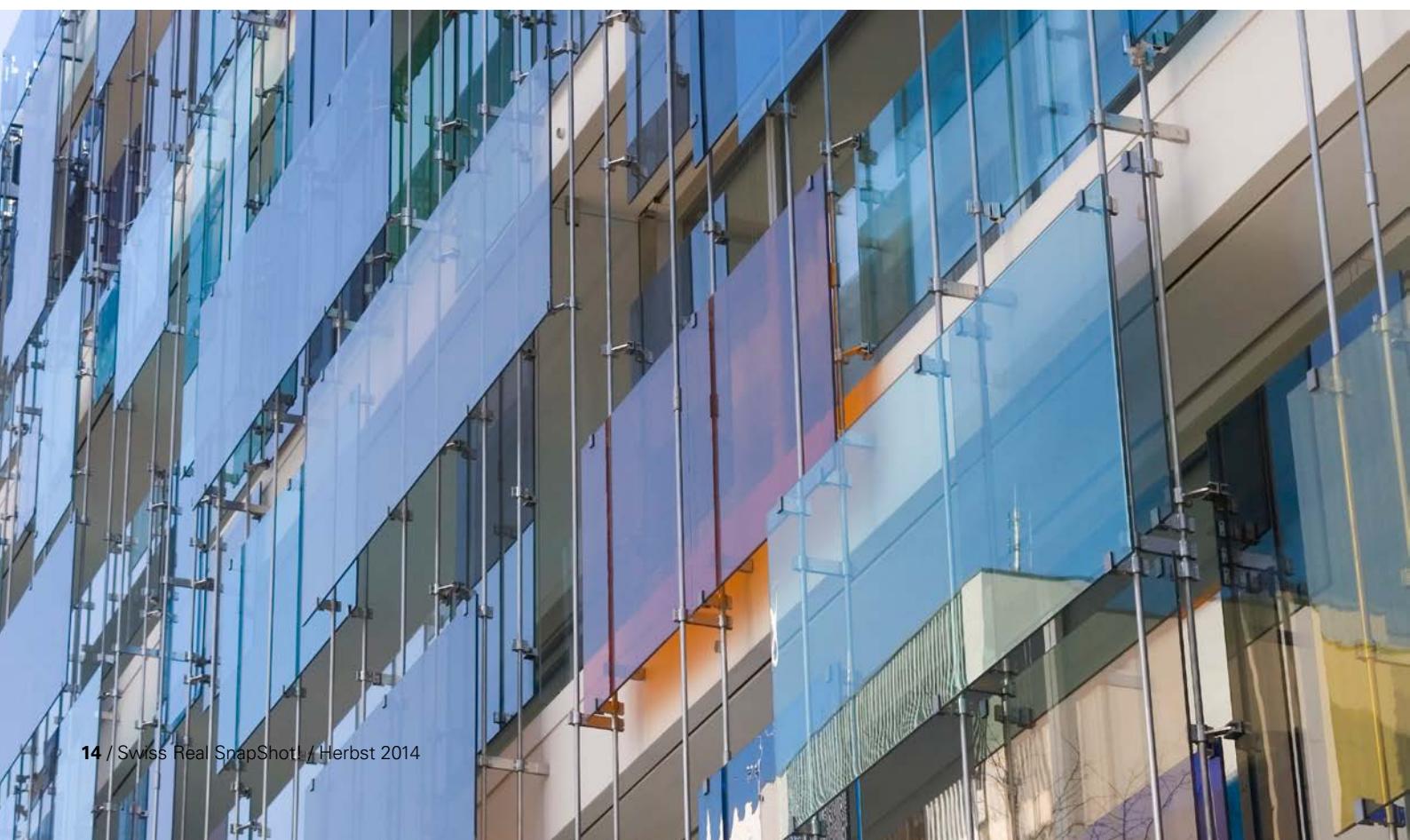
Abb. 16 Performance von Schweizer Direktanlagen



Quelle: IPD und KPMG Real Estate

Das aktuelle Marktumfeld reflektiert sich in einer erhöhten Selektivität der Investoren. Gesucht werden vornehmlich Immobilienanlagen mit einem bondähnlichen Charakter. Diese Cash-Flow generierenden Anlagen überzeugen mit ausgezeichneten Lagefaktoren, langen Mietverhältnissen,

<sup>7</sup> Investment Property Databank

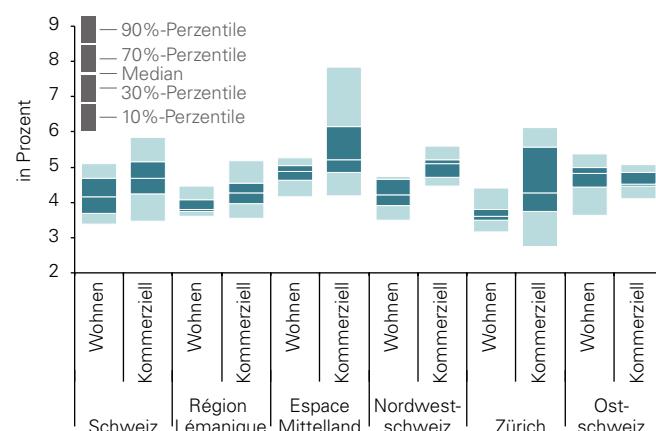


einer hohen Mieterbonität und tiefen Leerständen. Diesen Anlagen wird eine höhere Wertbeständigkeit beigemessen.

Die aktuelle Stimmungslage auf dem Schweizer Immobilienanlagenmarkt wird in der jüngsten Umfrage zum KPMG Real Estate Sentiment Index (sresi<sup>®</sup>) im Vergleich zum Vorjahr etwas negativer eingeschätzt. Für einzelne Regionen – etwa das Mittelland oder das Genferseegebiet – erwarten die Marktteure sogar eine rückläufige Preisentwicklung. Das Gleiche gilt für verschiedene Immobilienanlagensegmente wie etwa Büroliegenschaften. Wohnimmobilien bleiben das einzige Nutzungssegment mit einer positiven Erwartung in Bezug auf die Preisentwicklung. Auch für dieses Investitionssegment ist jedoch im Vergleich zum Vorjahr eine leichte Eintrübung festzustellen. Als grösste Gefahr für den hiesigen Immobilienanlagenmarkt identifizieren die Marktteilnehmer verschärzte Regulierungen. Dies ist auf die Vielfalt der beschlossenen oder anstehenden regulatorischen Massnahmen zurückzuführen, welche direkt oder indirekt den Immobilienmarkt tangieren wie zum Beispiel Zuwanderungsbeschränkungen, die Unternehmenssteuerreform III oder die diskutierte Verschärfung der Lex Koller.

Gemäss REIDA<sup>9</sup> Daten wurden 2013 über die gesamte Schweiz für Wohnliegenschaften und kommerzielle Liegenschaften transaktionsbasierte Nettoanfangsrenditen von 4.2% bzw. 4.7% (Median) beobachtet. Aufgeschlüsselt nach Grossregionen sind die tiefsten Transaktionsrenditen im Raum Zürich und im Arc Lémanique festzustellen. Die Mediananfangsnettorenditen für Wohnliegenschaften liegen im Grossraum Zürich und im Arc Lémanique bei 3.6% bzw. 3.8%. Bei den kommerziellen Liegenschaften betragen die Mediananfangsnettorenditen in diesen Regionen jeweils 4.3%.

**Abb. 17 Transaktionsrenditen (Nettoanfangsrendite) 2013 aufgeschlüsselt nach Grossregionen**



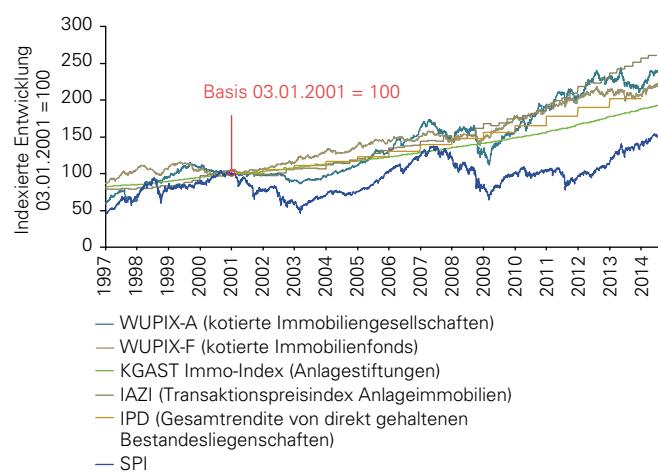
Quelle: REIDA und KMPG Real Estate

<sup>8</sup> Die aktuellen Resultate der Umfrage finden Sie auf sresi.ch

<sup>9</sup> Real Estate Investment Data Association

Eine langfristige Betrachtung führt vor Augen, dass Immobilienanlagen eine aussergewöhnliche Wachstumsphase hinter sich haben. Für den Zeitraum zwischen 2001 und 2014 weisen indirekte und direkte Schweizer Immobilienanlagen im Vergleich zu Aktienanlagen eine Überrendite aus. Besonders ausgeprägt ist diese beim IAIZI Index (Transaktionspreisindex für Anlageimmobilien). Dieser hat in diesem Zeitraum ein Plus von 161% notiert. Dies entspricht einer annualisierten Performance von 7.4%. Die kotierten Immobiliengesellschaften und Immobilienfonds weisen eine ansehnliche Gesamtperformance von 134% (annualisiert 6.5%) bzw. 122% (annualisiert 6.1%) aus. Auch die Schweizer Immobilienanlagestiftungen (gemessen über den KGAST Index) verzeichnen eine stattliche Performance von 93%, was annualisiert einer Rendite von 4.9% entspricht. Demgegenüber verzeichnete der SPI eine Gesamtrendite von 3.0% pro Jahr.

**Abb. 18 Indexierte Performance von Schweizer Immobilienanlagen**



Quelle: IPD, W&P, KGAST und KMPG Real Estate

Für direkte Immobilienanlagen ist inskünftig mit einer Normalisierung der Gesamtrenditen zu rechnen. Stabilisierend auf die Wertentwicklung wirkt sich das Festhalten an der Immobilienquote der Schweizer Pensionskassen und Versicherungen aus. Eine markante Veränderung in der strategischen Asset Allocation dieser Marktteilnehmer ist derzeit nicht in Sicht. Ein möglicher Katalysator für Änderungen könnte eine signifikante Erhöhung des Zinsniveaus sein. Dieses Szenario ist aufgrund der aktuellen Marktkonstellation als unwahrscheinlich einzustufen.

## Hotelimmobilien

Vor dem Hintergrund einer weiter vorherrschenden Knappheit an valablen Investitionsobjekten sowie den aktuellen Vorbehalten in Bezug auf das Büroflächensegment liebäugeln immer mehr Investoren mit Spezialliegenschaften wie Logistikimmobilien, Wohnheime für Studenten oder Seniorenresidenzen, Rechenzentren, Parkhäuser, Spitalimmobilien, Produktionsstätten und auch Hotels. Solche Liegenschaften erfordern allerdings spezifisches Know-how und stellen infolge einer eingeschränkten Drittverwendungsmöglichkeit ein höheres Anlagerisiko dar, das im idealen Fall mit einer höhere Rendite abgegolten wird.

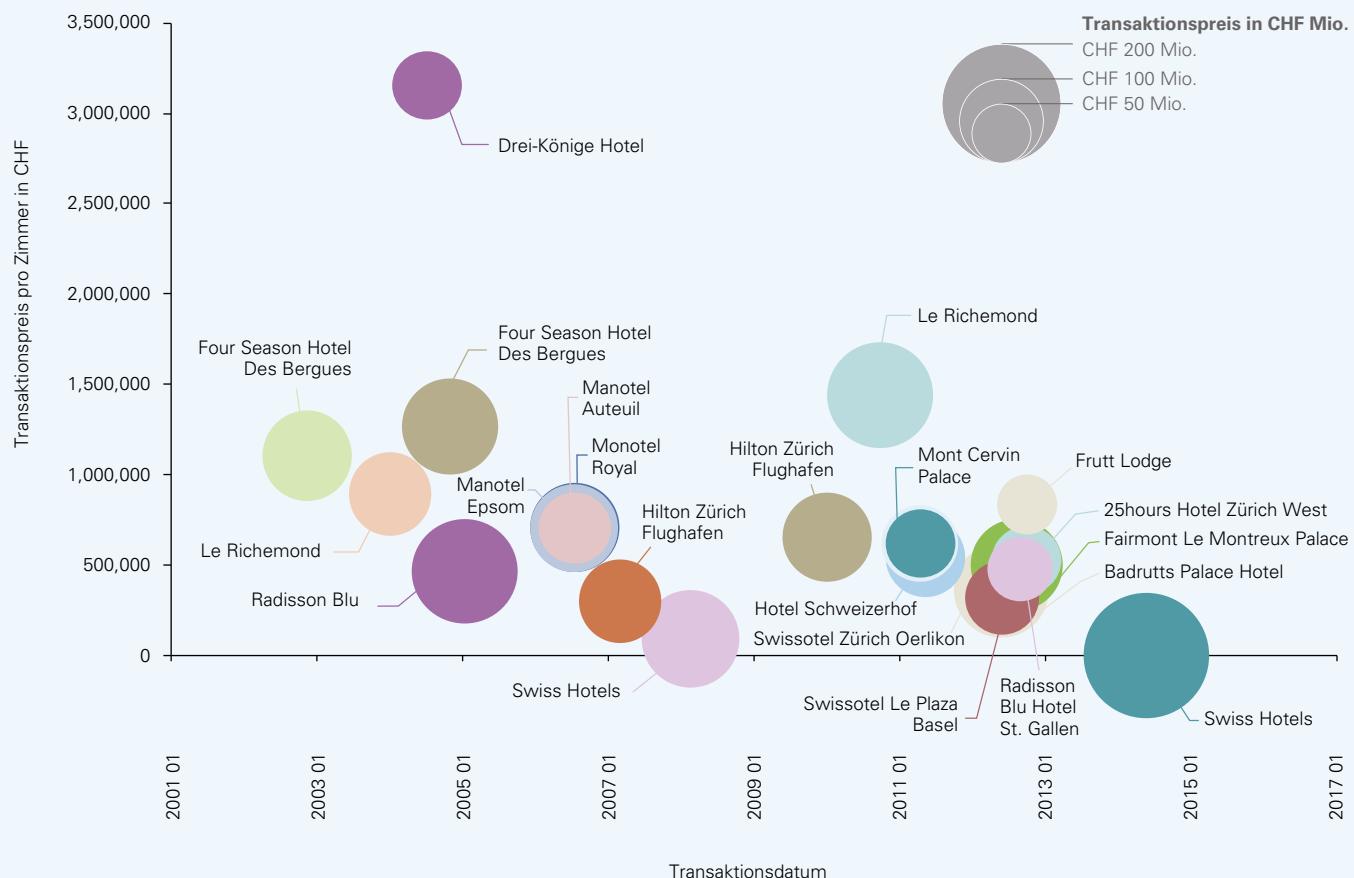
Bei Hotelimmobilien kommt hinzu, dass sich der Hotelinvestor je nach vertraglicher Beziehung direkt dem operativen Risiko des Hotelbetriebs aussetzt. Beim Pachtvertrag liegt das Betriebsrisiko primär beim Hotelbetreiber, das heisst, der Pächter muss den Pachtzins auch bei einem negativen Geschäftsgang entrichten. Wenn ein Hotelinvestor hingegen mit dem Betreiber einen Managementvertrag abgeschlossen hat, dann trägt der Investor das Betriebsrisiko, er profitiert aber auch direkt vom Potential, wenn das Geschäft gut läuft.

Nebst der einheimischen Investoren sind auf dem hiesigen Hotelmarkt auch internationale Anleger aktiv. Die Gründe sind einerseits wirtschaftlicher Natur und finden sich in der internationalen Immobiliendiversifikation, den volatilen Finanzmärkten sowie den niedrigen Fremdfinanzierungskosten. Hinzu kommen ein erwarteter Inflationsschutz durch Immobilienanlagen sowie ein langfristiger Anlagehorizont. Andererseits darf aber auch der Ruf der Schweiz nicht unterschätzt werden: Die Schweiz gilt nach wie vor als sicherer Hafen und ist mit zahlreichen weltbekannten Ferienorten ein Tourismusstandort mit internationalem Renomée.

Eine Analyse der Schweizer Hoteltransaktionen seit 2002 zeigt auf, dass die Grosszentren sowie die Top Tourismusdestinationen naturgemäss einen Grossteil der Hotelinvestitionen auf sich vereinen.

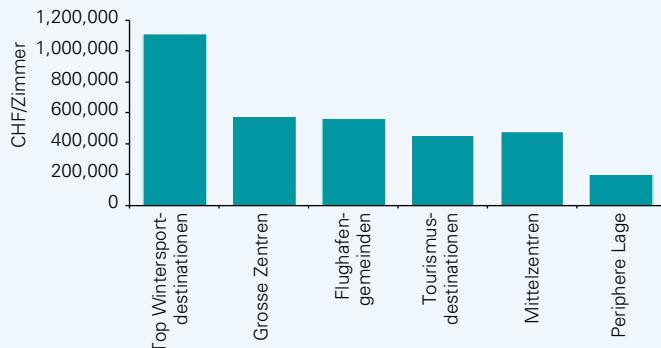
Die höchsten Preise pro Zimmer werden in den Top Wintersport Destinationen wie St. Moritz oder Zermatt festgestellt. Der durchschnittliche Transaktionspreis pro Zimmer liegt an diesen Lagen bei CHF 1.1 Mio. An zweiter Stelle folgen die Hotels in den grossen Zentren. Hier werden durchschnittliche Transaktionspreise von CHF 0.6 Mio. pro Zimmer verzeichnet.

Abb. 19 Schweizer Hoteltransaktionen ab CHF 50 Mio. im Zeitraum 2002 bis 2014



Quelle: Real Capital Analytics und KPMG Real Estate

Abb. 20 Transaktionspreise pro Zimmer nach Lage

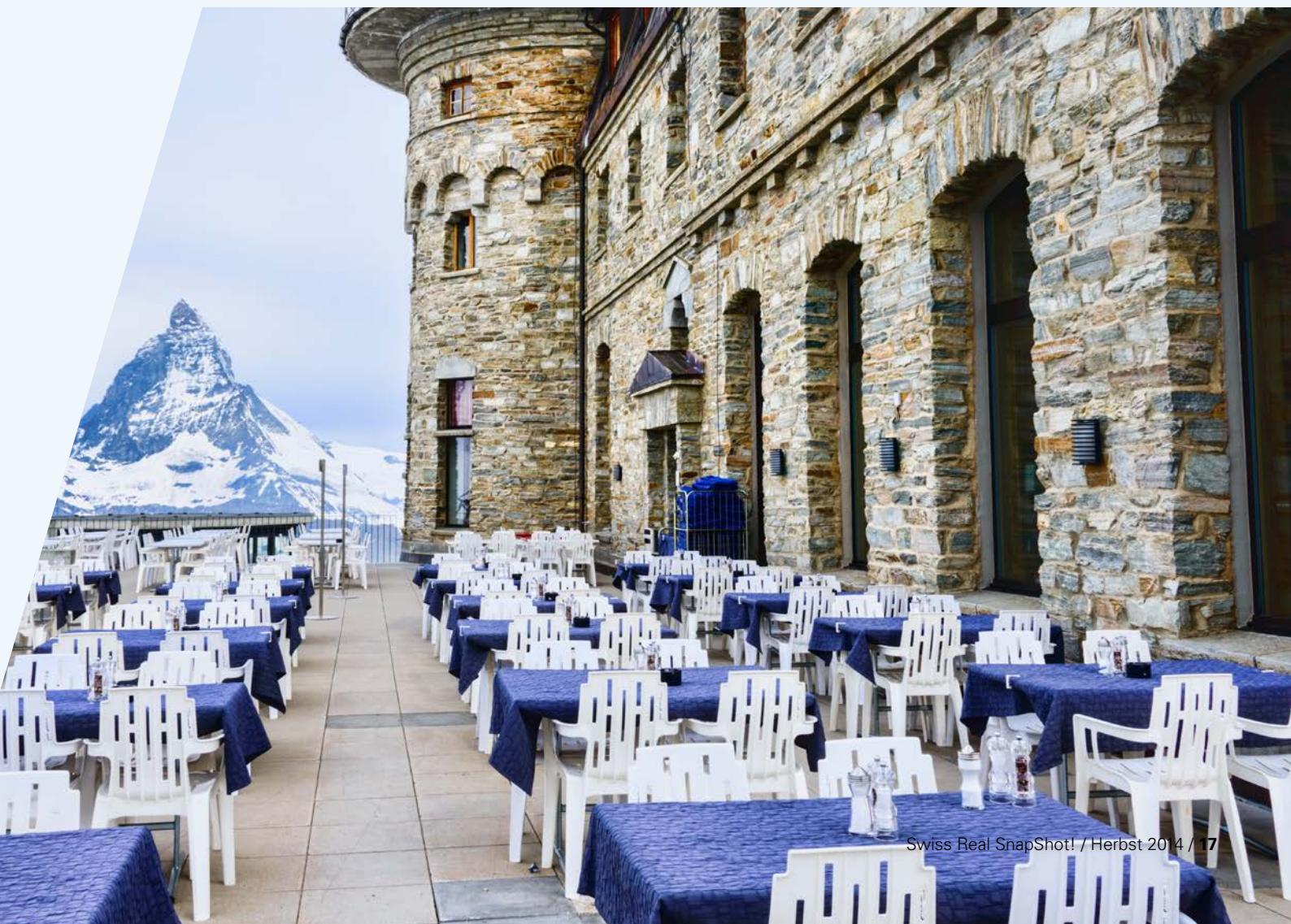


Quelle: Real Capital Analytics und KMPG Real Estate

An weniger privilegierten Lagen werden weitaus tiefere Transaktionspreise beobachtet. In der ganzen Schweiz steht in solchen Lagen eine hohe Anzahl an Drei- und Viersternhotels zum Verkauf. Aufgrund ihrer geringen Grösse sind diese häufig zu klein, um rentabel betrieben zu werden. Oft haben diese Häuser auch einen Sanierungsbedarf, was Investoren

abschreckt. Aufgrund dieser Ausgangslage ist mit einer weiteren Konsolidierung auf dem Schweizer Hotelmarkt zu rechnen. In der Zeitperiode zwischen 1992 und 2013 ist die Anzahl der Hotelbetriebe um rund 20% gesunken. Gleichzeitig hat sich die Betriebsgrösse um 26% erhöht.

In der Schweiz sind zurzeit gemäss einer Auflistung des Branchenverbandes Hotelleriesuisse, die nur Hotelprojekte ab CHF 100 Mio. erfasst, Grossprojekte mit einer Investitionssumme von insgesamt über CHF 8 Mrd. geplant. Die Realisierung dieser stattlichen Pipeline ist jedoch ungewiss: Nebst struktureller Probleme hat die Hotelbranche auch mit der Annahme der Zweitwohnungsinitiative zu kämpfen. Hotelprojekte in Schweizer Ferienregionen wurden oft mit dem Verkauf von Zweitwohnungen subventioniert. Da diese Finanzierungsquelle seit der Annahme der Zweitwohnungsinitiative höchstwahrscheinlich versiegelt ist, treten an die Stelle von Eigentumswohnungen alternative Beherbergungsformen, wie Serviced Apartments. Es wird sich zeigen, ob sich diese als ebenbürtige Finanzierungsalternative durchsetzen können.



# KPMG Real Estate

## Ganzheitliche Immobilienberatung

Um die gesamten Einflussfaktoren rund um das Thema Immobilien antizipatorisch zu kontrollieren und die Bedürfnisse von Anlegern oder Betreibern optimal abzudecken, braucht es einen interdisziplinären Ansatz.

Diesen finden Sie bei KPMG, Real Estate. Kontaktieren Sie uns unverbindlich im Zusammenhang mit Ihren Immobilienfragen. Wir stellen projektspezifisch das Team zusammen, das Ihnen die besten Lösungen zu Ihren Zielen realisiert. Gerne unterbreiten wir Ihnen unsere Referenzliste.

### **M&A/Kapitalmarkt**

- Strukturierung und Durchführung von Transaktionen (Lead Advisory)
  - Asset Deals: Akquisition und Verkauf von Liegenschaften und Portfolios
  - Share Deals: Fusionen, Spin-offs, IPOs, Privat-Platzierungen
- Arrangement von indirekten Investments wie Fonds oder Stiftungen
- Fund Raising für spezifische Projekte

### **Investment Advisory**

- Begleitung von Investitionsentscheiden in Bezug auf indirekte Immobilienanlagen im In- und Ausland
- Strukturierung von Immobilienanlagen im Portfolio
- Qualitative und quantitative Analyse von Anlageprodukten
- Monitoring und Investment Controlling, Performance-Messung für Portfolios

### **Strategie/Organisation**

- Strategieentwicklung und -implementation
  - Unternehmensplanung/Business Modelling
  - Corporate/Public Real Estate Management
  - Asset- und Portfolio Management
- Organisations- und Prozessanalysen, Organisationsentwicklung, Internes Kontrollsysteem (IKS)
- Performance Management/MIS/Investment Monitoring
- Risk Management und Financial Modelling
- Begleitung von Grossprojekten (Major Project Advisory)

### **Bewertung/Due Diligence**

- DCF-Bewertung von Liegenschaften, Immobilienportfolios und -gesellschaften
- Neutrale Bewertungsgutachten für Jahresabschlüsse
- Akquisitions- und Verkaufsbewertungen
- Machbarkeitsstudien und Bewertung von Projektentwicklungen
- Transaktionsorientierte Due Diligence und Prozessführung

**Gerne beantworten wir auch die steuerlichen, rechtlichen und regulatorischen Fragen zu Ihren Immobilienthemen und unterstützen Sie bei der Prozess- und Kostenoptimierung sowie mit Lösungen rund um Ihre IT-Infrastruktur.**



## Kontaktieren Sie uns

### KPMG AG

Advisory, Real Estate  
Badenerstrasse 172  
Postfach 1872  
8026 Zürich

### KPMG SA

Rue de Lyon 111  
Postfach 347  
1211 Genève 13

### KPMG AG

Bogenstrasse 7  
Postfach 1142  
9001 St. Gallen

### Ulrich Prien

Partner  
Head of Real Estate Switzerland  
**T:** +41 58 249 62 72  
**E:** uprien@kpmg.com

### Beat Seger

Partner  
Real Estate M&A  
**T:** +41 58 249 29 46  
**E:** bseger@kpmg.com

### Philipp Schelbert

Director  
Real Estate  
**T:** +41 58 249 77 59  
**E:** pschelbert@kpmg.com

### Oliver Specker

Senior Manager  
Real Estate St. Gallen  
**T:** +41 58 249 41 74  
**E:** ospecker@kpmg.com

### Arnaud de Montmollin

Manager  
Real Estate Suisse Romande  
**T:** +41 58 249 28 17  
**E:** ademontmollin@kpmg.com

### Alfonso Tedeschi, CFA

Assistant Manager  
Real Estate Research  
**T:** +41 58 249 28 83  
**E:** atedeschi@kpmg.com

Redaktionsschluss: 24. 11. 2014

Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und beziehen sich daher nicht auf die Umstände einzelner Personen oder Rechtsträger. Obwohl wir uns bemühen, genaue und aktuelle Informationen zu liefern, besteht keine Gewähr dafür, dass diese die Situation zum Zeitpunkt der Herausgabe oder eine zukünftige Sachlage widerspiegeln. Die genannten Informationen sollten nicht ohne eingehende Abklärungen und eine professionelle Beratung als Entscheidungs- oder Handlungsgrundlage dienen.

© 2014 KPMG Holding AG/SA, a Swiss corporation, is a member of the KPMG network of independent firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss legal entity. All rights reserved. Printed in Switzerland. The KPMG name and logo are registered trademarks.