



Swiss Real SnapShot!

**Immobilier de placement:
toujours incontournable**

Développements actuels
sur le marché suisse
des immeubles de placement

Printemps 2016





Sommaire

04 Environnement
macroéconomique

06 Le marché des surfaces
de bureaux

09 Le marché des surfaces
de vente

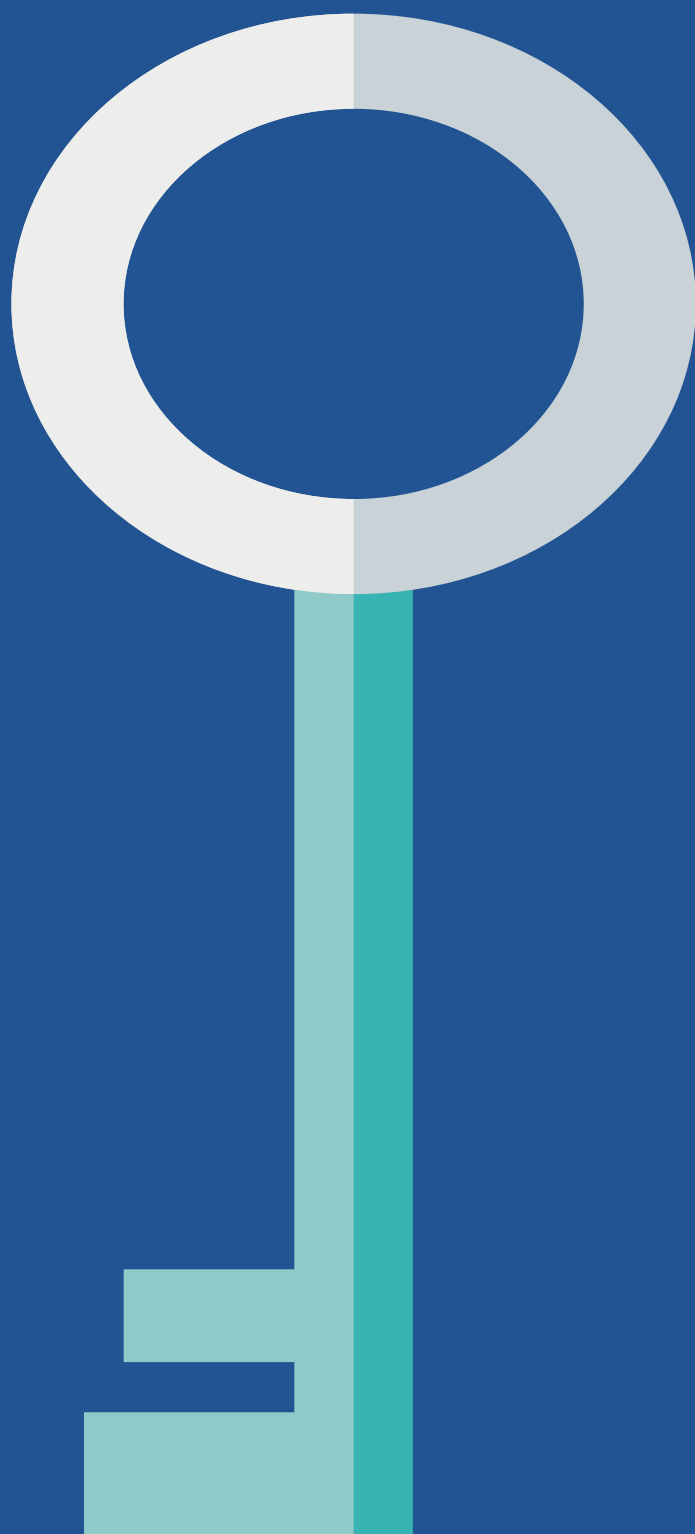
12 Le marché des surfaces
d'habitation

14 Placements
immobiliers directs

16 Placements
immobiliers indirects

18 Point de mire:
Immobilier logistique





Préface

Madame, Monsieur,

Deux fois par an, Swiss Real SnapShot! vous donne un aperçu des dernières tendances du marché suisse des placements immobiliers et de ses facteurs déterminants.

Le marché suisse des placements immobiliers est caractérisé par une hétérogénéité et une segmentation importante. Ainsi Swiss Real SnapShot! vise à donner une vue d'ensemble du marché national sans analyser en détail les spécificités régionales.

KPMG Real Estate dispose de connaissances approfondies du marché immobilier suisse et international. Nos conseils étendus et compétents offrent à nos clients une valeur ajoutée dans tous les domaines liés à l'immobilier.

Vous trouverez en dernière page du Swiss Real Estate Snapshot! une présentation résumant nos services et indiquant comment vous pouvez bénéficier de nos prestations.

Très bonne lecture!

Cordialement,



Ulrich Prien
Partner, Head of Real Estate Switzerland



Beat Seger
Partner, Real Estate M&A

Immobilier de placement: toujours incontournable

Environnement macroéconomique

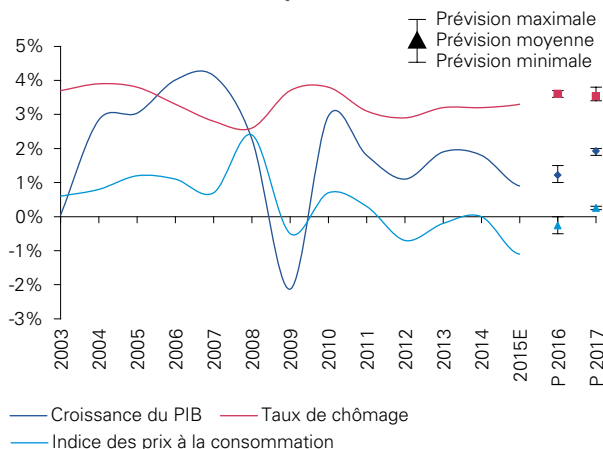
L'économie suisse subit encore les conséquences de la suppression du cours plancher du franc par rapport à l'euro par la Banque Nationale Suisse (BNS). Après une croissance économique au point mort sur la première moitié de l'année, le produit intérieur brut (PIB) réel a poursuivi sa stagnation au 3e trimestre 2015. Le ralentissement net de l'évolution conjoncturelle est principalement dû à la revalorisation du franc suisse du 15 janvier 2015, laquelle - additionnée d'une dynamique du commerce mondial amoindrie - pèse fortement sur le commerce extérieur. Au 3e trimestre 2015, la balance commerciale des biens a apporté une contribution positive à la croissance, la balance commerciale des services a, en revanche, été négative. En outre, les principaux moteurs nationaux de la conjoncture ont également été en perte de vitesse au cours des derniers trimestres. Cela concerne en particulier le secteur de la construction, qui, après plusieurs années de croissance soutenue, est entré dans une phase de consolidation.

Les répercussions de l'abandon du cours plancher sur l'économie suisse et l'introduction de taux d'intérêt négatifs par la BNS se feront également sentir en 2016, même si l'appréciation initiale du franc de près de 20% face à l'euro a diminué depuis à 10%. De nombreuses entreprises luttent contre de faibles marges et pensent parfois à des délocalisations à l'étranger. Certaines d'entre-elles ont déjà mises en œuvre de telles mesures. Pour l'année en cours, les prévisions laissent toutefois apparaître une évolution légèrement positive. Selon le consensus, le PIB prévisionnel pour 2016 est de 1.2%. Une reprise de 1.9% est attendue pour 2017.¹



¹ Le consensus est déterminé sur la base des prévisions de BAK Basel, Credit Suisse, KOF, SECO et UBS.

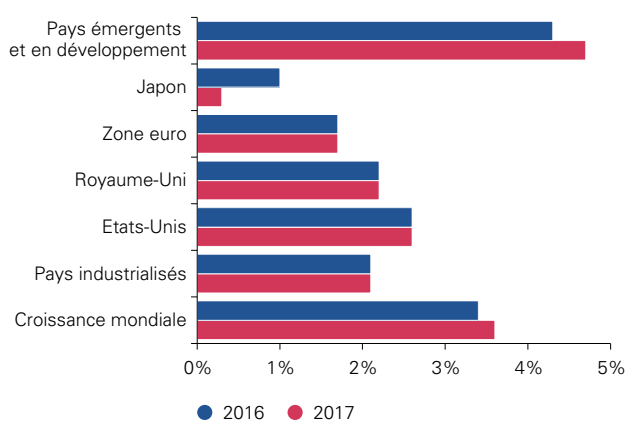
Indicateurs macroéconomiques



Source: BAK Basel, Credit Suisse, KOF, SECO, UBS et KPMG
P – Prévision

Le Fonds Monétaire International (FMI) s'attend, selon les prévisions revues légèrement à la baisse en janvier 2016, à une accélération de la croissance mondiale pour l'année en cours de 3.1% à 3.4%. Une expansion de 2.1% est envisagée pour les pays industrialisés, bien que les espoirs reposent essentiellement sur les Etats-Unis (2.6%) et la Grande-Bretagne (2.2%), beaucoup moins sur la zone euro (1.7%).

Prévisions de croissance mondiale du PIB



Source: FMI et KPMG

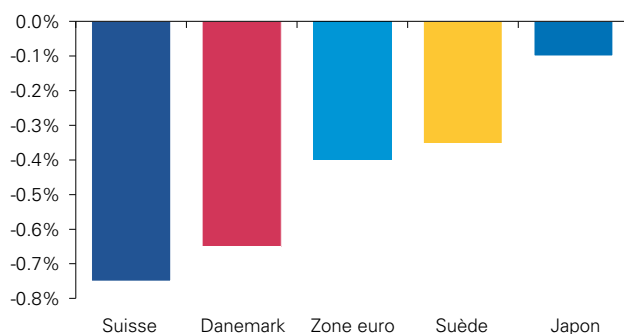
La conjoncture américaine se trouve dans sa sixième année de reprise depuis la forte récession économique qui a suivi la crise financière de 2009. Le marché du travail s'est largement stabilisé. Avec la création de plus de 200,000 nouveaux postes par mois, le taux de chômage a diminué de moitié, passant de plus de 10% à 5% actuellement. Ce dynamisme a permis au marché du travail de se rapprocher du plein emploi et l'apparition de signes de croissance des salaires, ce qui a poussé la Réserve fédérale américaine, après de nombreuses hésitations, à relever ses taux d'intérêt une première fois en décembre 2015.

La zone euro bénéficie particulièrement des effets positifs de la croissance de l'économie américaine et de la fermeté du dollar américain, qui dure depuis deux ans. Au début de l'année 2014, l'euro dépassait encore 1.40 dollar. Cependant, avec l'annonce de son programme de rachat d'obligations, la Banque Centrale Européenne (BCE) a déclenché la dépréciation de l'euro dès le printemps 2014. La valeur de l'euro face au dollar US a chuté d'environ un quart.

En dépit de données économiques relativement stables, les marchés financiers internationaux sont marqués depuis début 2016 par une forte volatilité. Le Swiss Market Index a perdu plus de 12% de sa valeur depuis le début de l'année. Au vu des prix bas du pétrole, de la situation tendue des banques européennes ou de la santé fragile de l'économie chinoise, les spéculations sur une menace de récession vont bon train. Mais si l'on s'en tient aux données conjoncturelles disponibles, peu de signes laissent actuellement présager une récession.

A la mi-décembre 2014, la BNS a introduit des taux négatifs sur les avoirs en comptes courants. Ces taux négatifs ont freiné l'afflux de capitaux, le franc suisse étant considéré comme «valeur refuge». Les banques étrangères notamment ont réduit leurs portefeuilles de liquidités en francs. Cet instrument semble cependant rencontrer moins de succès lorsqu'il s'agit de l'incitation des investisseurs nationaux à effectuer des placements en monnaies étrangères. Pour les investisseurs institutionnels, la pénurie de placement s'est encore accentuée du fait des taux négatifs. Ces investisseurs ont certes réduit la part de liquidités de leurs portefeuilles, mais ils ont également révisé leurs allocations stratégiques notamment en faveur de placements immobiliers.

Aperçu des intérêts négatifs sur les dépôts auprès des banques nationales

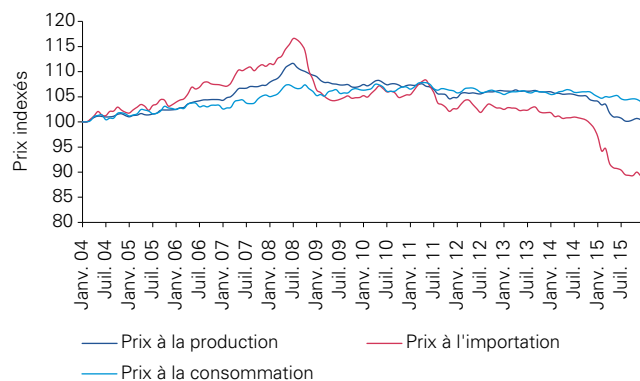


Source: FMI et KPMG

La revalorisation du franc suisse combinée à la forte baisse des prix du pétrole a entraîné un recul significatif des prix à l'importation en 2015, de l'ordre de 10% comparativement à 2014. Ces baisses de prix se sont traduites par une baisse des prix du pétrole brut, des produits pétroliers, des produits chimiques et pharmaceutiques ainsi que des

machines. Au mois de décembre, cela a ramené les prix à la consommation à -1.3% par rapport à l'année précédente. Cette année, le renchérissement devrait être également négatif avec -0.3%.

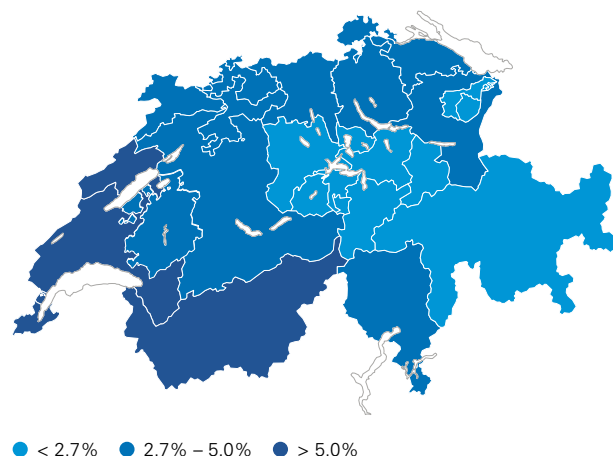
Prix à la production, à l'importation et à la consommation



Source: OFS et KPMG

D'après les enquêtes du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), environ 155,000 chômeurs étaient enregistrés fin mars 2016 auprès des offices régionaux de placement, soit 6,000 de moins que le mois précédent. Le taux de chômage a ainsi diminué, passant de 3.7% en février 2016 à 3.6%. Par rapport au même mois de l'année précédente, le chômage a progressé de plus de 10,000 personnes. En raison du ralentissement conjoncturel qui se dessine, les instituts de prévision s'attendent à un taux de chômage de 3.6% en moyenne pour l'année en cours, ce qui correspond à une progression de 0.3% par rapport à l'année précédente.

Taux de chômage par canton



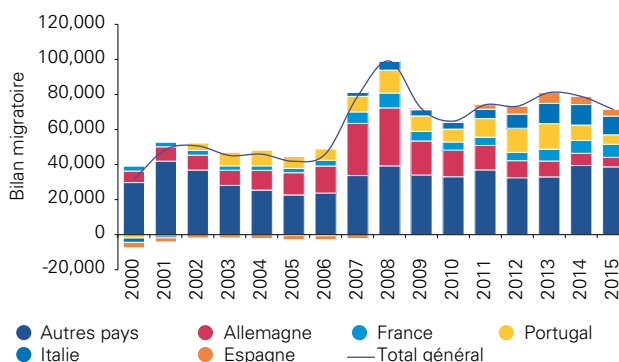
Source: SECO et KPMG

Le Secrétariat d'Etat à la Migration annonce pour l'année passée un solde migratoire net de 71,500 personnes. Au cours des cinq dernières années, l'immigration nette était en moyenne de 75,800 personnes par an. Ce recul de l'im-

migration s'explique principalement par l'affaiblissement de la conjoncture intérieure.

En répartition par nationalité, ce sont actuellement les italiens qui constituent le plus important groupe d'immigration avec 11,000 personnes, à l'instar de ce qui a été observé entre 2000 et 2006. Ils sont suivis par les Français avec plus de 7,000 personnes. Les Allemands et les Portugais sont à peu près sur un pied d'égalité et enregistrent respectivement une immigration nette de plus de 5,400 personnes. Par rapport à l'année précédente, un effondrement de l'immigration portugaise de 38% peut être constaté, notamment en raison des tendances à la consolidation mentionnées dans le secteur de la construction.

Bilan migratoire



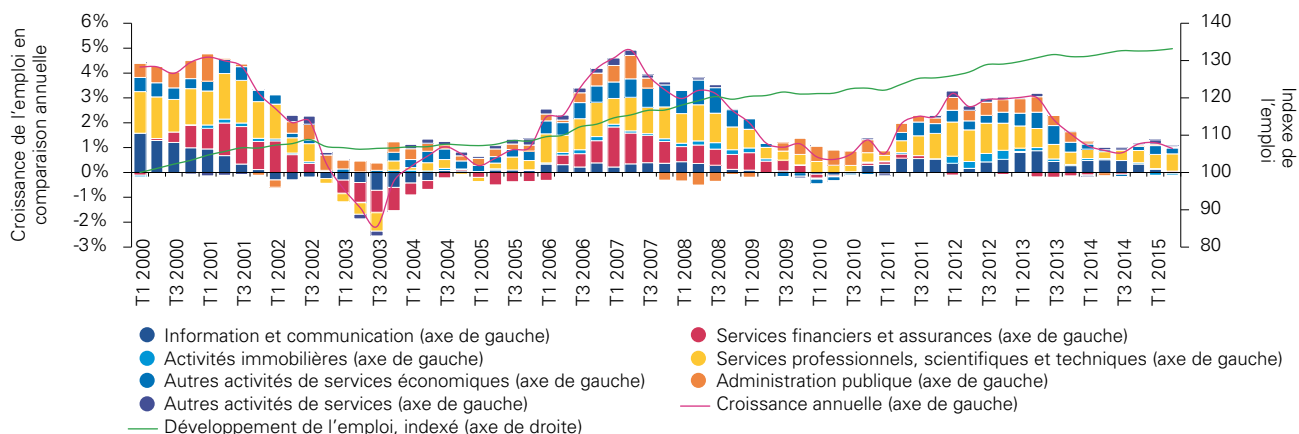
Source: Secrétariat d'Etat aux Migrations et KPMG

Du fait des perspectives conjoncturelles médiocres, nous tablons cette année encore sur un nouveau recul des flux d'immigration. Selon la forme que prendra l'initiative contre l'immigration de masse, on peut s'attendre, après son entrée en vigueur, à une réduction significative des chiffres de l'immigration.

Le marché des surfaces de bureaux

Malgré une certaine détente du côté de l'offre, l'environnement de marché pour les surfaces de bureaux reste compétitif. A fin octobre 2015, le volume des demandes de permis de construire déposées dépassait de 3% la moyenne à long terme depuis 1994, les autorisations de construire étaient toutefois inférieures de 7% à cette moyenne. Compte tenu du niveau de la demande sur le marché des bureaux, les investisseurs ont fait preuve de retenue lors de la planification de nouvelles surfaces de bureaux, malgré l'existence d'une pression sur les placements, ce qui a pour effet de ne pas accentuer davantage les déséquilibres existants.

Evolution des emplois de bureau typiques selon les utilisateurs de la branche



Source: OFS et KPMG

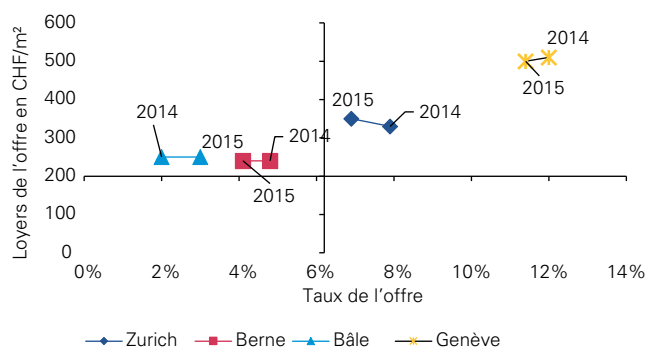
Face au tassement du développement des emplois de bureau, à la croissance de l'offre au cours de ces dernières années et à l'augmentation du taux de vacance, le ralentissement de l'expansion de l'offre représente une évolution bienvenue. Comme de nombreux projets de constructions nouvelles arrivent toutefois encore sur le marché, la location ou la relocation des surfaces de bureaux devraient rester difficile.

Dans l'ensemble, la croissance des emplois de bureau s'est montrée étonnamment solide face aux turbulences conjoncturelles, depuis la fin des années 1990. Ce type d'emploi n'a stagné qu'entre 2002 et 2003. En dehors de cette période, le nombre de poste de travail de bureau n'a cessé de croître chaque année. Alors que la croissance de l'emploi était d'environ 2% au cours de la période 2011-2013, elle a diminué de moitié depuis 2014 et est désormais d'environ 1%. Compte tenu des perspectives conjoncturelles modérément optimistes, les emplois de bureau devraient continuer de se développer cette année et l'année prochaine dans le même ordre de grandeur.

Les taux de l'offre de surfaces de bureaux s'élèvent actuellement à 6.9% pour l'ensemble de la Suisse, ce qui représente une augmentation de 0.1% par rapport à l'année précédente. Parmi les quatre plus grandes villes suisses, c'est Genève qui enregistre de loin le taux de l'offre le plus élevé avec 11.4% (année précédente: 12.0%). A Zurich, cette valeur est de 6.9%. A Berne et à Bâle, l'offre de surfaces de bureau est plus modérée avec 4.1% resp. 3.0%. Les taux de l'offre élevés des dernières années se reflètent également dans un plus grand volume de surfaces inoccupées. Sur les quatre grands marchés urbains de surfaces de bureaux, on comptabilisait plus de 520,000 m² de surfaces vacantes début juin 2015, ce qui représente une augmentation significative de 33% par rapport à l'année précédente. Sur une période de trois ans, la hausse des surfaces

vacantes est de 80%. Le taux de vacance actuel est tout aussi important en comparaison historique. Depuis 1999, seule l'année 2015 a vu un niveau de vacance supérieur (545,000 m²).

Taux et loyers de l'offre dans les centres



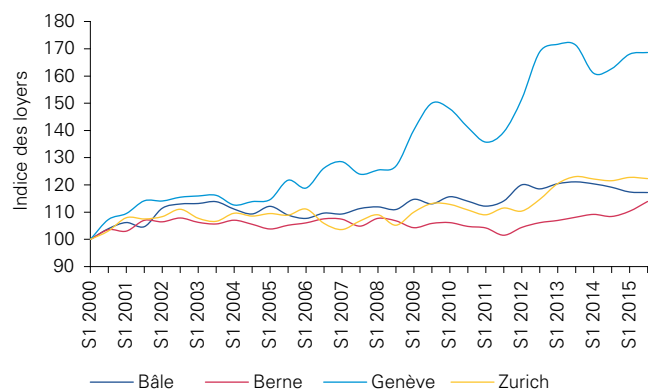
Source: W&P et KPMG

A 4.1%, ce sont les villes de Genève et de Berne qui affichent les taux de vacance les plus élevés. A Bâle et à Lausanne, les taux de vacance restent en revanche à un niveau bas à 1.8%. A Zurich, le taux de vacance a affiché un léger recul de 0.1 pb à 2.9%.

Les récentes augmentations de l'indice des loyers de bureaux ne sont pas le signe d'une inversion de tendance. Elles peuvent s'expliquer par le fait que les loyers demandés ne tiennent ni compte de la variation de la qualité des surfaces dans le stock d'offre, ni des concessions accordées par les propriétaires. A titre d'illustration, la libération d'une petite surface, dans certains cas aménagée, conduit à une hausse de l'indice des prix alors que les loyers de relocation sont similaires voire inférieurs aux loyers antérieurs. L'indice des loyers des nouveaux baux, ajusté de la qualité, fait apparaître des baisses de loyer dans de nombreuses localisations. En moyenne, les loyers ont diminué de 1.2% entre la

mi-2014 et la mi-2015. Cette tendance devrait s'accélérer cette année.

Loyers de l'offre pour les surfaces de bureaux dans les centres



Source: W&P et KPMG

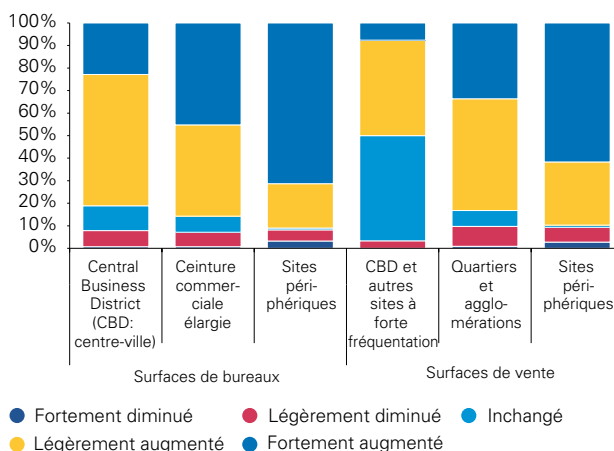
La faiblesse de la demande et le haut niveau d'offre de surfaces de bureaux de qualité permettent aux locataires de se trouver dans une situation des plus confortables. Outre les réductions de loyers et les concessions faites par les propriétaires, ceux-ci peuvent compter sur une flexibilité plus élevée de la part des propriétaires concernant les modalités relatives aux durées des baux. Lors de nouveaux baux pour des surfaces commerciales, les contrats sont le plus souvent conclus pour une durée de location ferme de 5 ans (fréquemment: 48.7% et très fréquemment: 44.9%), suivis d'une durée de bail de 10 ans (fréquemment: 46.1% et très fréquemment: 5.9%). La majorité des nouveaux baux est conclue sur ces durées de location, les baux conclus pour une durée supérieure à dix ans ou inférieure à cinq ans restent plutôt une exception.²

Les durées relativement courtes définies au moment de la conclusion de nouveaux baux pour des surfaces commerciales sont dues d'une part à l'environnement de marché actuel et d'autre part aux exigences liées à un espace de travail moderne. En raison des tendances actuelles du marché du travail telles que le travail à domicile, l'externalisation ou le partage de postes de travail, les entreprises souhaitent garder une grande flexibilité en ce qui concerne les termes de leurs contrats de location. Il en résulte des durées plus courtes et des options de résiliation unilatérales en faveur du locataire. Cette tendance de réduction de la durée ferme d'engagement devrait s'accroître avec l'introduction prévue des nouvelles règles comptables relatives aux contrats de bail.³

² Les résultats présentés ici sont tirés du Swiss Real Estate Sentiment Index 2015.

³ En vertu de la norme IFRS 16, les contrats de locations seront portés au bilan.

Evolution des durées des nouveaux contrats de bail



Source: sresi.ch 2015, KPMG

La demande modérée de surfaces de bureaux est également affaiblie par plusieurs incertitudes réglementaires. Dans ce contexte, il convient notamment de mentionner la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse et la réforme de l'imposition des entreprises III (RIE III).

Initiative contre l'immigration de masse:

Les entreprises qui ignorent si elles trouveront suffisamment de professionnels qualifiés en Suisse à l'avenir sont peu disposées à entreprendre des projets d'investissement plus importants. Selon une enquête d'Economiesuisse, plus de 80% des entreprises interrogées s'attendent, dans le cas d'une mise en œuvre stricte de l'initiative contre l'immigration de masse, à un recul des investissements et de l'emploi. En conséquence, des effets négatifs seraient attendus sur le marché des bureaux.

Réforme de l'imposition des entreprises III:

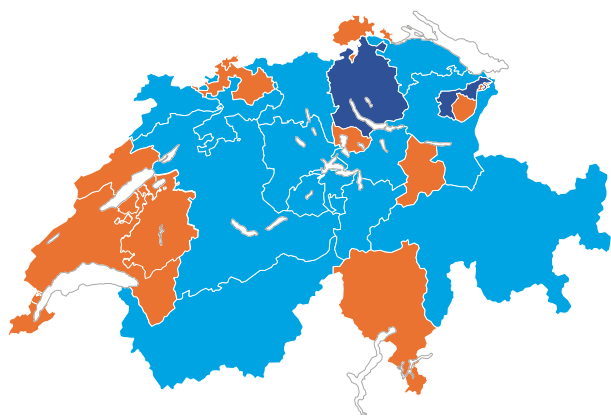
Depuis 2007, la Suisse fait l'objet d'un durcissement de la pression internationale sur l'imposition privilégiée des sociétés dotées d'un statut (sociétés mixtes, sociétés de domicile et sociétés principales, ainsi que le secteur de la finance), notamment de la part de l'Union européenne. Pour y faire face, la Confédération et les cantons ont élaboré la RIE III.

La réforme a pour but de renforcer l'attractivité fiscale de la Suisse comme pays d'implantation pour les entreprises, de favoriser l'acceptation à l'échelle internationale du régime fiscal suisse et d'assurer des recettes fiscales suffisantes pour financer les activités publiques. La principale nouveauté de la RIE III est la suppression des régimes spéciaux actuels qui prévoient une imposition privilégiée des sociétés holding internationales. Parallèlement, l'introduction d'une «Patent Box», d'encouragements fiscaux pour la Recherche et Développement, la révision des normes concernant la déclaration des réserves latentes et la diminution générale

des taux d'imposition cantonaux devraient permettre à la Suisse de conserver son attractivité élevée en tant que pays d'implantation pour les entreprises.

L'incertitude actuelle quant à la mise en œuvre concrète de la RIE III s'avère être un inconvénient pour la Suisse comme pays d'implantation international pour les entreprises. Les implantations de sociétés sont retardées, voire effectuées dans d'autres pays. Dans le cas d'une mise en œuvre réussie de la RIE III, nous attendons des conséquences positives pour l'attrait de la place économique suisse, ce qui se répercuterait également de manière positive sur le marché de l'immobilier de placement. Nous considérons que le recul des taux d'imposition ordinaires, combiné à la «Patent Box» et aux encouragements fiscaux pour la Recherche et Développement, est approprié pour renforcer la compétitivité de la Suisse.

Signification de la RIE III pour l'économie cantonale



Besoin d'action important (orange) / Besoin d'action faible (bleu)

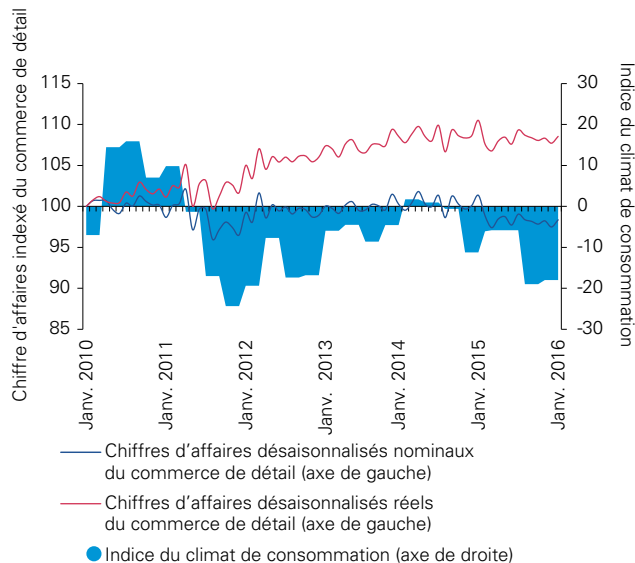
Source: OFS, Credit Suisse et KPMG

Le marché des surfaces de vente

Après le choc du franc en janvier 2015, le commerce de détail a démarré l'année avec des pertes significatives de chiffres d'affaires. Dans le courant de l'année, les ventes sont certes légèrement remontées mais n'ont pu éviter un bilan annuel négatif. Fin décembre 2015, les chiffres d'affaires du commerce de détail enregistrent malgré la croissance démographique un recul nominal de 3% par rapport à l'année précédente (réel 0%).⁴ Les baisses de chiffres d'affaires sont dues au franc toujours fort qui pousse les

consommateurs à réaliser leurs achats à l'étranger. Les achats à l'étranger d'un volume d'environ CHF 10.7 milliards ont à nouveau augmenté de 6% par rapport à l'année précédente. De surcroît, l'indice du climat de consommation a baissé en fin d'année à -18 points et se situe ainsi, malgré les perspectives positives du début de l'année, de nouveau en dessous de sa moyenne de long terme de -9 points

Chiffres d'affaires du commerce de détail et climat de consommation



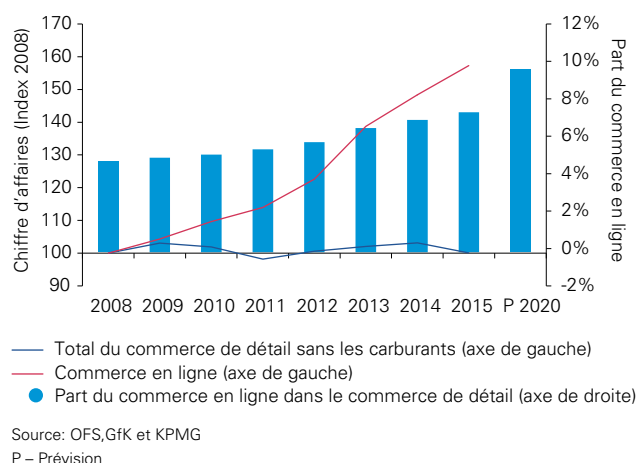
Source: OFS, seco et KPMG

Le commerce stationnaire a également perdu des parts de marché supplémentaires en 2015, au profit du commerce en ligne. Tandis que les chiffres d'affaires du commerce global stagnent, nous prévoyons pour le commerce en ligne des chiffres d'affaires plus élevés en 2016. En 2015, le commerce en ligne représentait 7.5% du commerce de détail hors carburant. Si le commerce en ligne poursuit sa croissance au même rythme que les huit dernières années, on peut s'attendre, selon une estimation conservatrice, à ce qu'il représente 9.8% du chiffre d'affaires du commerce de détail d'ici 2020. Après une phase de pénétration du marché des détaillants uniquement en ligne - tels que Zalando par exemple - d'autres mouvements résultant du développement des activités en ligne des commerces stationnaires devraient voir le jour. Un détaillant ne peut pratiquement pas exister de nos jours sans un segment en ligne comme le montre les exemples de Migros avec l'acquisition de Galaxus ou la joint-venture Siroop de Coop et Swisscom. A titre d'exemple, avec 4.1% de croissance en 2015, le commerce en ligne prend une part croissante du chiffre d'affaires du Groupe Coop. Avec l'importance croissante des boutiques en ligne, la demande de surface des détaillants se tournera vers de plus petits espaces commerciaux et les exigences liées aux surfaces logistiques se modifieront. Le commerce en ligne offre également des avantages en

⁴ La différence entre l'évolution réelle et l'évolution nominale résulte du recul des prix des biens de première nécessité.

termes de collecte de données relatives au comportement des clients. Avec l'augmentation de la numérisation des points de vente, les commerces stationnaires continueront de se développer dans la collecte des données. La mesure des flux de passants, l'enregistrement du comportement d'achat et la réaction immédiate aux feed-backs des clients gagneront en importance. L'utilisation et le développement des technologies existantes pourraient améliorer la position des commerces stationnaires dans un proche avenir et réduire l'asymétrie d'information actuelle vis-à-vis du commerce en ligne. Ce contexte soulève toutefois des questions ayant trait à la protection des données. Les consommateurs sont susceptibles d'être plus sensibles à cette question dans le monde «hors ligne» que dans un environnement «en ligne» où ils sont davantage prêts à divulguer des informations.

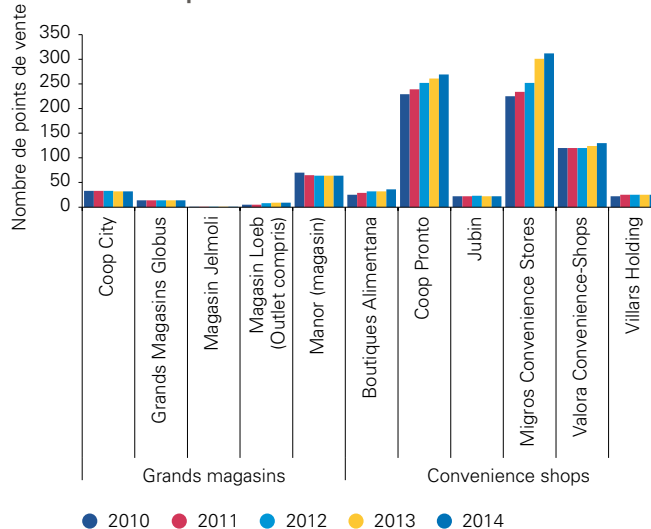
Prévision de la part du commerce en ligne dans le commerce de détail



Malgré la stagnation du chiffre d'affaires dans le commerce de détail stationnaire et la pression concurrentielle, peu de surfaces de vente ont été abandonnées jusqu'ici. Le nombre de surfaces de vente des grands magasins est ainsi resté inchangé en 2014 par rapport à l'année précédente. La proximité du client, l'accessibilité rapide et la disponibilité élevée deviennent des facteurs prépondérants. Ceci est également confirmé par le nombre croissant des commerces de proximité (Convenience Shops). A titre d'exemple, les deux leaders de la branche Migros et Coop ont augmenté le nombre de leurs commerces de proximité l'année passée de respectivement 3.7% et 3.1%. Parallèlement, Coop teste avec son format de magasin «Take It» une nouvelle offre de produits frais à emporter avec également de petits formats de magasins dans des quartiers très fréquentés. En outre, selon les derniers communiqués de presse, tant Coop (+2.3%) que Migros (+1.7%) ont à nouveau augmenté le nombre de leurs points de vente en 2015.

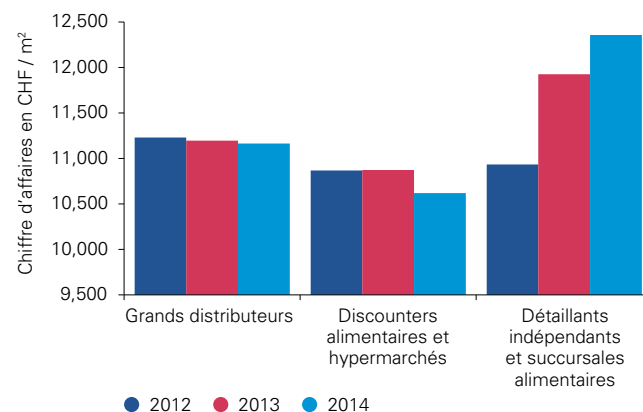
Nombre de surfaces de vente des grands magasins

et commerces de proximité



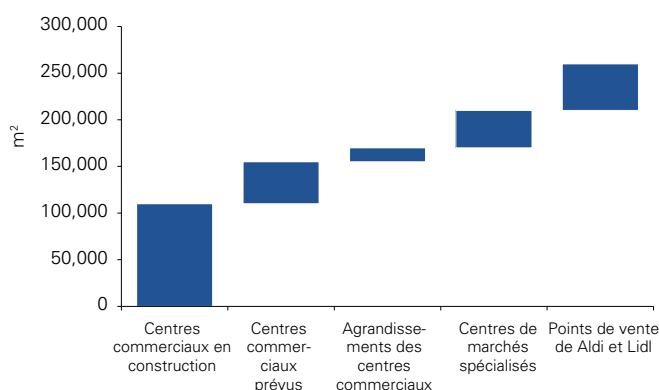
L'expansion des surfaces malgré la stagnation des chiffres d'affaires dans le secteur alimentaire se traduit par une baisse de la productivité de l'ensemble des surfaces de vente des grands distributeurs, des discounters alimentaires et des hypermarchés. Les détaillants indépendants et les succursales alimentaires ont pu en revanche améliorer leur productivité par surface à plus de CHF 12,000 par m² et par an.

Productivité par unité de surface selon le type



L'augmentation de la pression concurrentielle dans le commerce de détail laisse également des traces sur le marché des placements immobiliers. Les investisseurs et les promoteurs deviennent de plus en plus prudents. Le volume des demandes de permis de construction a ainsi accusé un recul en janvier 2016 de 6.8% par rapport à l'année précédente pour atteindre CHF 313 millions. De même, les expansions de surfaces prévues au cours des trois prochaines années ont diminué en 2015 par rapport à l'année précédente de 13.5% à 260,000 m².

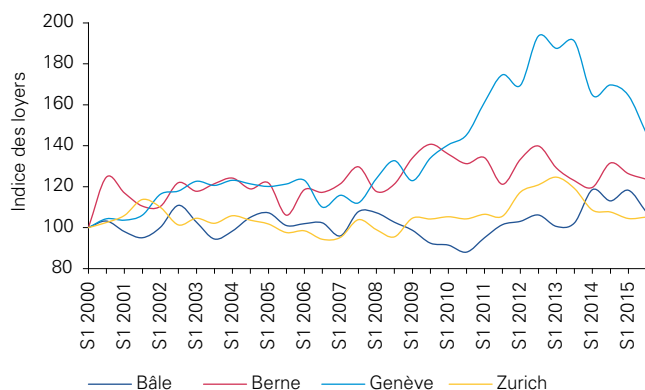
Expansion du commerce de détail suisse de 2015 à 2017



Source: GfK et KPMG

Le recul de la production de surfaces ainsi que la baisse des loyers de l'offre pour les surfaces de vente dans les grands centres montrent certains signes de saturation. Dans les quatre grands centres, nous constatons une diminution du loyer moyen des surfaces proposées à la location mais aussi une contraction du loyer prime.

Loyers de l'offre pour les surfaces de vente dans les centres



Source: W&P et KPMG

Comparativement au loyer de l'offre, la progression du taux de vacance a été inversement proportionnellement faible. Ceci s'explique notamment par une pression concurrentielle plus élevée dans le commerce de détail et à l'attachement aux surfaces existantes. La saturation du marché s'est fait sentir plus nettement pour les sites périphériques.

L'environnement de marché des surfaces de vente demeure complexe dans l'ensemble. Pour 2016, un recul des valeurs et des rendements globaux est attendu. Toutefois, du fait de l'importance croissante des attentes de disponibilité permanente, il y a toujours un réel potentiel pour des projets spécifiques répondant aux évolutions de comportement des consommateurs et pour les surfaces de vente situées dans les quartiers les plus fréquentés.



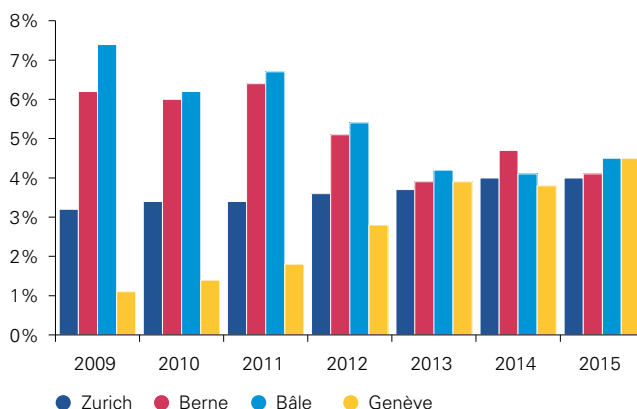
Le marché des surfaces d'habitation

Grâce à l'immigration soutenue, l'évolution de la demande de logements locatifs s'est révélée robuste jusqu'ici, elle a toutefois été surcompensée par l'augmentation de l'offre de logements.

Du fait de l'environnement de taux bas et de la pénurie de placements qui en résulte, les placements locatifs bénéficient de la faveur des investisseurs depuis des années. En outre, le niveau parfois élevé du prix des appartements en propriété et le durcissement des exigences de financement pour les candidats à l'acquisition ont un effet positif sur la demande de logements locatifs. Toutefois, on constate récemment une consolidation de l'activité de construction des logements locatifs. Selon Credit Suisse, ce sont, en glissement annuel, 25,800 logements locatifs qui ont été construits à fin septembre 2015. Sur un an, ce chiffre est globalement stable. Dans les agglomérations, l'activité de construction est toutefois en recul depuis 2013. En effet, l'activité de construction stagne au niveau enregistré mi-2014 dans les centres, tandis que le nombre de logements ayant bénéficié d'une autorisation de construire a augmenté dans les communes situées hors des agglomérations et dans les communes touristiques. Dans ces dernières, les permis de construire de logements locatifs se sont de nouveau consolidés à leur valeur antérieure, après une brève envolée liée à l'initiative sur les résidences secondaires⁵.

L'importante activité de construction et le léger déclin de l'immigration ont entraîné une certaine détente dans les centres marqués par la pénurie de logements. Même les grands centres tels que Genève, Lausanne ou Bâle qui ont longtemps été marqués par la pénurie de logements, enregistrent actuellement un taux d'offre de 4.5%.

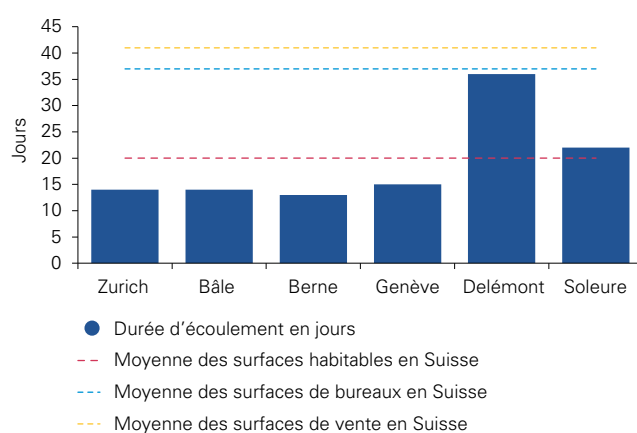
Chiffres de l'offre des logements locatifs



Source: W&P et KPMG

Dans les quatre plus grandes villes de Suisse et leurs alentours, non seulement les taux de vacance demeurent bas, mais la durée d'écoulement des appartements en location évolue aussi à un faible niveau. A Zurich et à Bâle, la durée d'écoulement médiane est de 14 jours. Elle est de respectivement 13 et 15 jours à Bern et à Genève. Pour comparaison, cette valeur s'élève à respectivement 36 et 22 jours pour Delémont et Soleure. Pour l'ensemble de la Suisse, la durée moyenne d'écoulement est de 21 jours.

Durée d'écoulement des logements locatifs



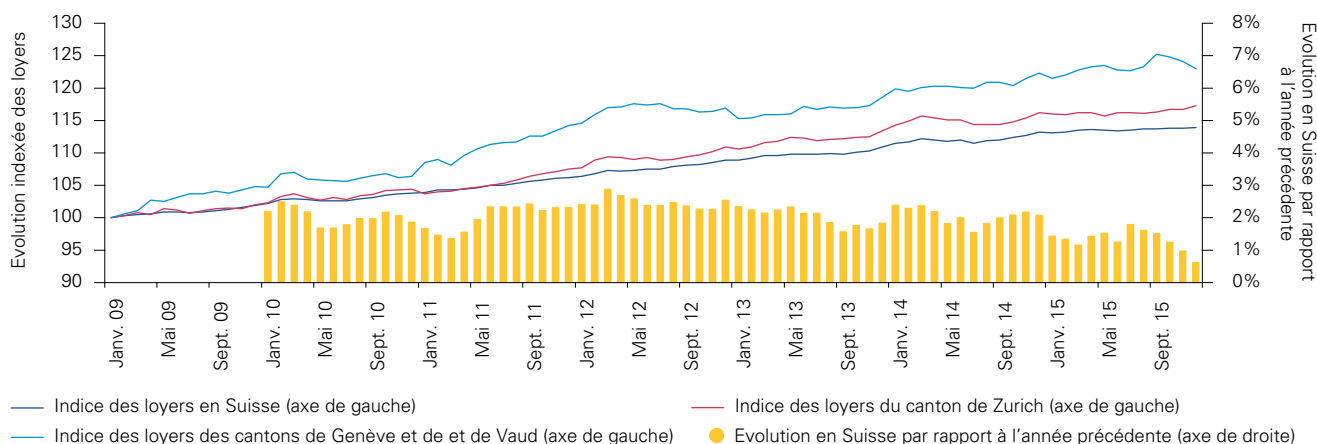
Source: ImmoDataCockpit et KPMG

En comparaison annuelle, le tassement de la croissance des loyers se poursuit. D'après Homegate.ch et la BCZ⁶, les prix de l'offre corrigés de la qualité pour les logements locatifs n'ont progressé en 2015 que de 0.6% dans l'ensemble de la Suisse par rapport à l'année précédente (2014: 2.1%). Les augmentations de prix les plus importantes ont été observées dans les cantons de Bâle (1.9%) et de Soleure (1.5%).

⁵ Les dispositions transitoires issues de l'initiative sur les résidences secondaires (Ordonnance sur les résidences secondaires) sont applicables depuis le 1er janvier 2013. La loi sur les résidences secondaires est entrée en vigueur le 1er janvier 2016.

⁶ L'indice mesure l'évolution mensuelle des loyers corrigée de la qualité pour les nouveaux appartements et les appartements à louer.

Indice des loyers de l'offre, après ajustement qualitatif

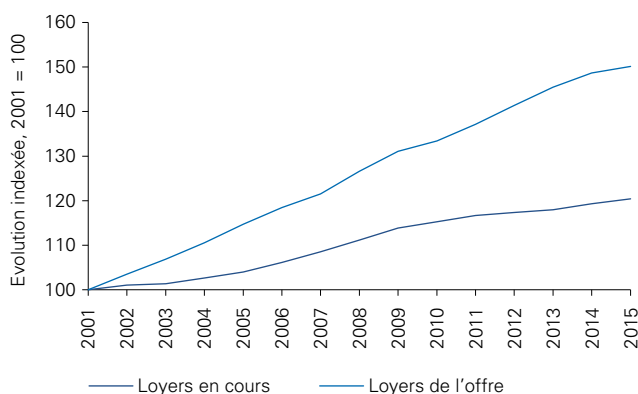


Source: Homegate.ch, ZKB et KPMG

Dans le canton de Zurich (0.9%) ou dans les cantons de Vaud et de Genève (0.6%), les prix des loyers de l'offre sont en revanche restés pratiquement stables.

Contrairement aux loyers de l'offre, les loyers en cours ont diminué au cours des dernières années sous l'impact des baisses du taux d'intérêt de référence. Le taux hypothécaire de référence déterminant est passé de 3.50% en 2008 à 1.75% mi-2015 et pourrait même encore atteindre le niveau historiquement bas de 1.50%. Au cours des dernières années, seuls des rotations de locataires et des investissements générant de la plus-value ont permis de réaliser des potentiels de loyers pour les immeubles détenus en portefeuille. L'analyse des contrats nous indique que les baisses successives du taux d'intérêt de référence n'ont pas, jusqu'à présent, entraînées de réduction globale des loyers en cours. En conséquence, il n'existe qu'un potentiel limité d'augmentation des loyers pour la majorité des baux même si les taux d'intérêt devaient progresser.

Evolution indexée des loyers en cours et des loyers de l'offre



Source: W&P, OFS et KPMG

La reprise conjoncturelle modérée ne devrait pas être suffisamment forte pour briser la tendance au déclin de l'immigration. L'expérience montre que l'immigration nette réagit avec un certain retard aux changements de dynamique de l'emploi. Celle-ci a subi une diminution de moitié, passant de 2% à 1% au cours des deux dernières années. Ainsi, en comparant ces chiffres avec le stock d'offres de logements locatifs toujours aussi élevé, nous nous attendons, pour l'ensemble de la Suisse, à une légère augmentation des taux de vacance ainsi qu'à un recul des loyers.

Placements immobiliers directs

Après la suppression du taux plancher, le déplacement de la fourchette cible du taux d'intérêt de référence de la Suisse en territoire négatif par la BNS a entraîné une nouvelle hausse des prix des placements immobiliers. Cette mesure radicale a certes assombri les perspectives conjoncturelles, mais elle a dans le même temps amélioré l'attractivité relative des placements immobiliers. Les investisseurs multi-actifs comme les assureurs et les caisses de pension recherchent des alternatives d'investissement aux très faibles rendements des placements à taux fixe. Selon l'indice des caisses de pension de Credit Suisse, la part de l'immobilier dans le portefeuille des caisses de pension se montait fin décembre 2015 à plus de 22%, ce qui représente un nouveau record. L'immobilier est manifestement devenu incontournable.

La performance globale des caisses de pension s'élevait l'année passée, toutes catégories de placements confondues, à peine à 0.95%. Cela représente moins que le taux d'intérêt minimal que les caisses de pension doivent verser à leurs assurés et est en outre inférieur aux rendements théoriques nécessaires, dont les caisses ont besoin pour satisfaire leurs engagements à long terme. Selon l'association suisse des institutions de prévoyance (ASIP), les placements immobiliers directs en Suisse ont enregistré en 2015, au sein d'un portefeuille de caisses de pension, un rendement médian de 5.3%. Les placements immobiliers ont été déterminants dans l'atteinte d'un rendement global positif dans un environnement de marché particulièrement volatile. Dans le passé, les biens immobiliers étaient principalement détenus en raison de leur faible corrélation avec les autres catégories de placements en tant qu'instrument d'optimisa-

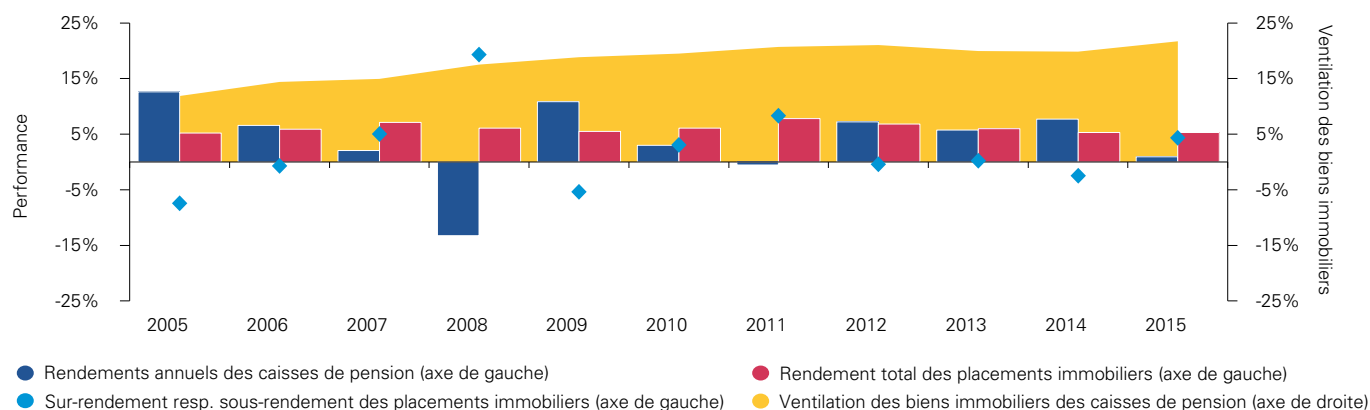
tion risque/rendement. Dans l'environnement actuel, les rendements immobiliers assument une nouvelle fonction d'instrument de maximisation des rendements et sont utilisés afin de générer des excédents de rendement.

Dans l'édition Printemps 2015 du Swiss Real SnapShot! nous avons prédit une division du marché de l'immobilier de placement en raison de la suppression du cours plancher par la BNS. Nous avons compté parmi les bénéficiaires de ces mesures les biens immobiliers résidentiels à rendement. Nous nous sommes montrés plutôt critiques sur les placements dans les biens immobiliers commerciaux. L'évolution de la rentabilité du cash-flow⁷ basée sur des transactions corrobore notre appréciation de l'époque. Selon REIDA, la rentabilité du cash-flow pour l'immobilier résidentiel s'élevait encore en 2011 à 4.4%, elle n'était plus qu'à 3.4% en 2015. Par rapport à l'année précédente, la rentabilité du cash-flow a diminué de plus de 25 points de base en 2015.

Une tendance opposée est constatée pour les immeubles commerciaux. Pour ces placements immobiliers, une légère augmentation de la rentabilité du cash-flow est observée en 2015 par rapport à l'année précédente, laquelle s'accompagne d'un léger recul des prix de transaction.

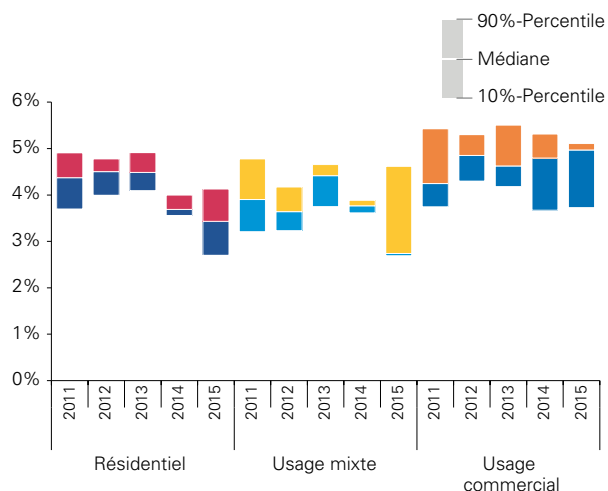
⁷ Rentabilité du cash-flow = (revenu locatif net diminué des frais d'entretien activés) / prix de transaction

Performance des placements immobiliers et ventilation des biens immobiliers des caisses de pension



Source: Credit Suisse, IPD, ASIP et KPMG

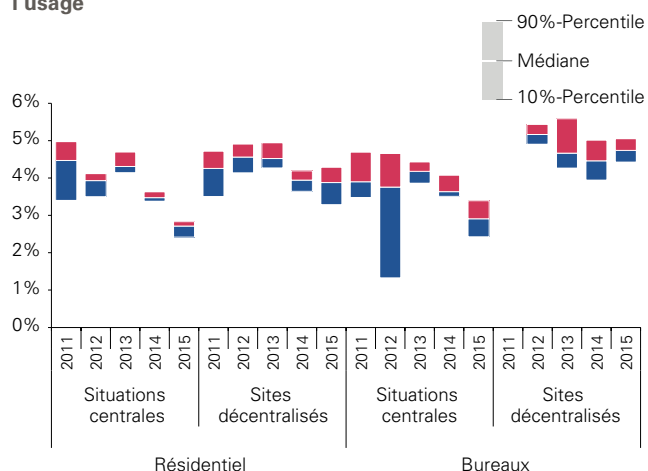
Rentabilité du cash-flow en fonction de l'usage



Source: REIDA et KPMG

Une ventilation en fonction de la qualité de l'emplacement montre qu'une augmentation des prix a été enregistrée essentiellement dans les situations centrales.⁸ La rentabilité médiane du cash-flow pour les biens immobiliers résidentiels bénéficiant d'une localisation centrale était en 2015 de 2.7% (année précédente: 3.5%). En revanche, la rentabilité médiane pour les sites décentralisés est restée avec 3.9% pratiquement stable sur un an. La préférence donnée aux biens immobiliers résidentiels et aux localisations centrales témoigne d'une forte aversion au risque chez les acteurs du marché. Les investisseurs attribuent à de tels placements une forte stabilité de la valeur. Nous tablons cette année sur une divergence progressive entre les rendements des biens immobiliers résidentiels et des biens immobiliers commerciaux.

Rentabilité du cash-flow en fonction de l'emplacement et de l'usage



Source: REIDA et KPMG

⁸ Situations centrales: Zurich, Bâle, Berne, Genève et Lausanne



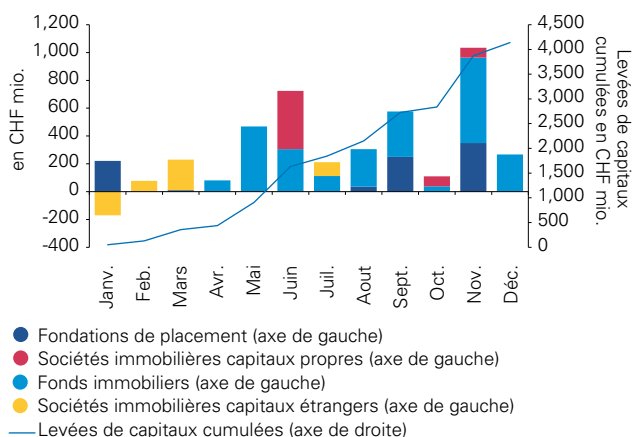
Placements immobiliers indirects

Dans l'ensemble, les placements immobiliers indirects ont affiché une bonne performance l'année passée. Les placements immobiliers cotés ont enregistré une performance globale moyenne de près de 6% (année précédente 15%).⁹ Une ventilation par véhicule de placement montre que les sociétés immobilières (10%) ont pu réaliser un rendement global beaucoup plus élevé que les fonds immobiliers (4%).

Malgré une performance globale plus faible que celle réalisée en 2014, une activité particulièrement soutenue a été observée sur le marché des capitaux. Les véhicules de placements immobiliers suisses¹⁰ ont levé en 2015 des fonds (capitaux propres et capitaux étrangers) pour un montant de près de CHF 4.1 milliards. Selon UBS, il s'agit du montant le plus élevé depuis 2007. Ce franc succès auprès des investisseurs est à mettre au compte des mesures de politique monétaire de la BNS du 15 janvier 2015. La suppression du cours plancher a été accompagnée par une diminution des taux des avoirs sur les comptes courants et par un abaissement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Compte tenu de ces mesures, les grands investisseurs institutionnels ont dû, dès lors, accepter des intérêts parfois négatifs sur leurs avoirs. Dans le même temps, les rendements déjà faibles des obligations de la Confédération ont continué de baisser. Il n'est

donc pas étonnant que les placements immobiliers indirects, en raison de la distribution de rendement stable, soient recherchés comme substituts aux obligations de long terme.

Apport de capitaux pour les placements immobiliers indirects en Suisse



Source: Banque J. Safra Sarasin et KPMG

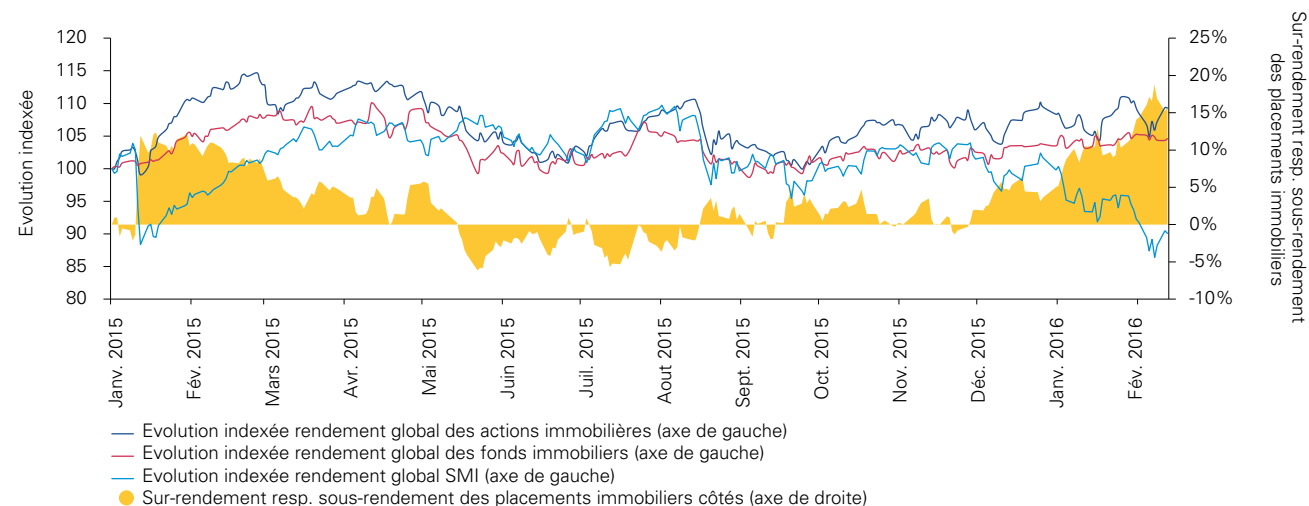
De nombreux fournisseurs de produits de placement immobilier ont profité des conditions de marché actuelles pour lever des capitaux ou pour lancer de nouveaux produits. Avec environ 60% des capitaux levés, les fonds immobiliers en ont captés une très large majorité. Les fondations de placement ont quant à elles recueilli 21% des capitaux et les sociétés immobilières 19%.

Au sein des fonds immobiliers, le nouveau lancement de Swiss Life «REF Swiss Properties» (CHF 450 millions) mettant l'accent sur les biens immobiliers à vocation résidentielle doit être souligné. Le portefeuille immobilier provient

⁹ Le rendement global des placements immobiliers cotés est mesuré au moyen de l'indice SXI Real Estate Total Return

¹⁰ L'analyse prend en considération les fonds immobiliers suisses, les sociétés immobilières et les fondations de placement.

Evolution des placements immobiliers cotés



Source: SWX, BNS et KPMG

du patrimoine de l'assurance Swiss Life. Pour cette transaction, l'Autorité de surveillance des marchés financiers a accordé une dérogation à l'interdiction d'acquisition et de cession (art. 63 LPCC). Un autre lancement a été «SF Retail Properties Fund» de Swiss Finance and Property mettant l'accent sur les surfaces de ventes pour un montant de CHF 270 millions. Parmi les fonds immobiliers déjà établis, le fonds UBS «Siat» a réalisé la plus grande augmentation de capital de l'année 2015 (environ CHF 239 millions). Quelques autres grandes émissions ont été placées par UBS «Foncipars» (CHF 177 millions), Mobiliar «MobiFonds Swiss Property» (CHF 154 millions), Credit Suisse «Interswiss» (CHF 149 millions) et UBS «Swissreal» (CHF 128 millions).

En 2015, les sociétés immobilières ont également mobilisé des fonds supplémentaires en levant des nouveaux capitaux étrangers (CHF 230 millions) et des capitaux propres (CHF 560 millions).¹¹ S'agissant des levées de capitaux étrangers nous pouvons, entre autres, citer les émissions d'obligations à taux fixe d'Allreal (CHF 220 millions) et d'Intershop Holding AG (CHF 100 millions). En raison de l'évolution favorable du cours de l'action nominative, le leader du secteur Swiss Prime Site a converti un emprunt convertible de plus de CHF 300 millions à hauteur de plus de 90% en capitaux propres. Par ailleurs, Warneck Invest AG a réalisé une augmentation de ses capitaux propres avec un produit brut de

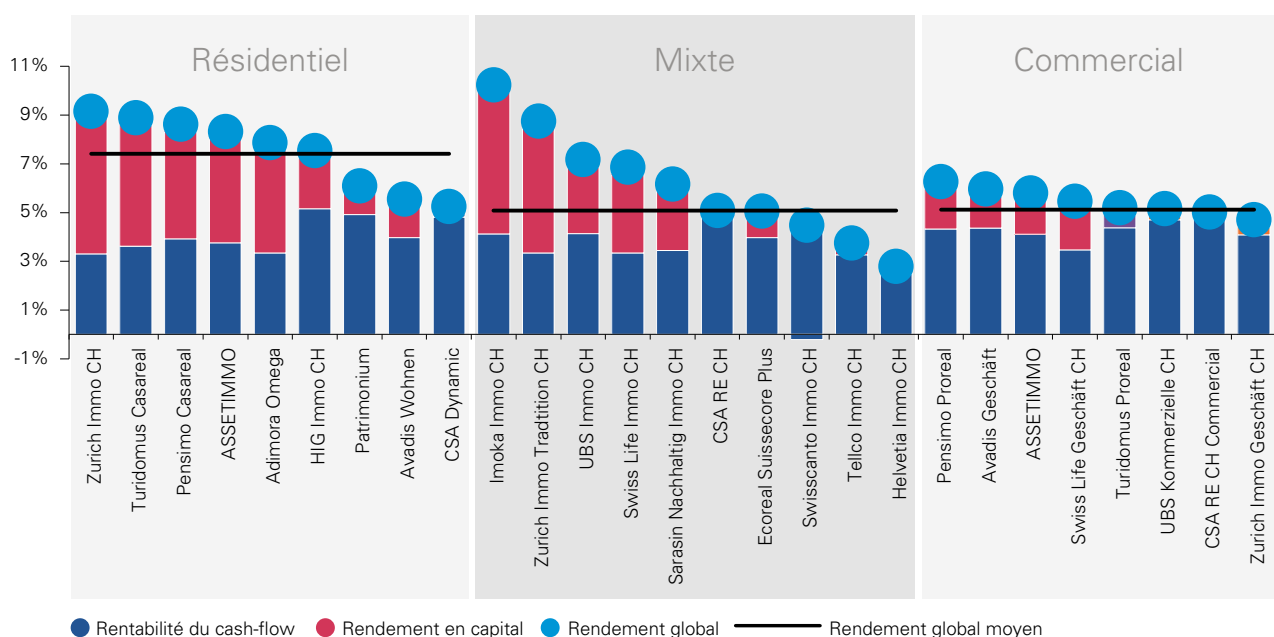
près de CHF 77 millions. L'entrée en Bourse de la société immobilière Plaza Immobilien AG a également eu lieu l'année passée. Les biens immobiliers non nécessaires à l'exploitation du Groupe diversifié Conzeta ont été cotés à la SIX Swiss Exchange en tant que Plaza AG.

Les fondations de placement ont pu acquérir de nouveaux capitaux pour un montant total de CHF 870 millions. La majeure partie provient du lancement d'une fondation de placement pour les biens immobiliers résidentiels par Swiss Prime Site («SPA Immobilien Schweiz»). Celle-ci a reçu, lors de sa première émission, des capitaux à hauteur de CHF 550 millions. La fondation de placement de Credit Suisse a collecté CHF 221 millions lors des augmentations de capital de ses groupes de placements «Residential» et «Commercial». Les deux réouvertures ont été sursouscrites à plusieurs reprises («Residential» vingt-sept fois et «Commercial» deux fois). La sursouscription massive du groupe de placements mettant l'accent sur l'immobilier résidentiel souligne la préférence actuelle des investisseurs pour ce segment de placements.

Les gestionnaires de portefeuilles utilisent essentiellement les fonds additionnels collectés pour le développement de leurs portefeuilles immobiliers et pour la réalisation de potentiels issus de densifications et d'extensions. La demande supplémentaire rend difficile le placement de nouveaux capitaux dans des acquisitions en vue d'élargir les portefeuilles. En outre, les gestionnaires de portefeuilles se voient confrontés à un trilemme: croissance du portefeuille / sécurité des revenus / maintien du profil de risque. Pour un

¹¹ Lors de notre étude des volumes de capitaux étrangers, les transformations de capitaux étrangers en capitaux propres ou les rachats d'obligations n'ont pas été pris en compte.

Performance des fondations de placement 2015



Source: CAFI et KPMG

profil de risque donné, seuls des objets de placements dotés de rendements plus faibles que ceux du portefeuille existant peuvent actuellement être acquis, entraînant une dilution inévitable des rendements.

Les fondations de placements immobiliers (indice CAFI) ont affiché l'année passée un rendement global de 5.8% (année précédente: 5.1%). La décomposition de la performance montre qu'il existe ici aussi de nettes différences entre les divers segments de placements. Les fondations de placements mettant l'accent sur l'immobilier résidentiel (7.4%) ont enregistré de loin la meilleure performance. Elles sont suivies

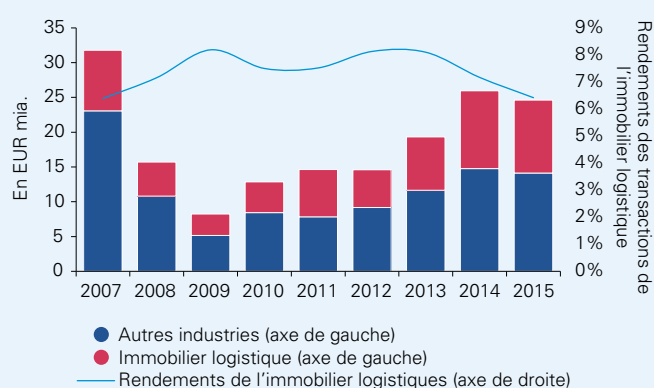
des véhicules mixtes et des fondations de placements à vocation commerciale avec un rendement global de 5.1%.

Les disparités observées sur le rendement global résultent davantage du rendement en capital que du rendement locatif. En effet, le rendement en capital de l'immobilier résidentiel a atteint 3.5% tandis que pour le l'immobilier mixte et l'immobilier commercial, il n'a été que de respectivement 0.9% et 0.8%. Cette évolution va tout à fait dans le sens des tendances constatées sur le marché des transactions.

Immobilier logistique

En Europe, des biens immobiliers logistiques d'une valeur de EUR 10 milliards ont changé de propriétaire l'année passée. A ce montant s'ajoutent des immeubles industriels pour EUR 14 milliards. Après le creux de l'année 2009, le volume de transactions de cette catégorie de placement a plus que triplé. Le grand intérêt pour l'immobilier logistique a en même temps entraîné une compression des rendements. Les rendements de l'immobilier logistique qui étaient en 2009 de plus de 8%, ont depuis régressé jusqu'à environ 6.5%.

Evolution des biens immobiliers logistiques et industriels en Europe



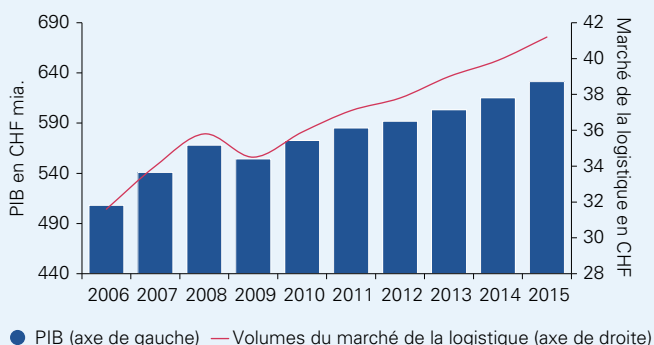
Source: Real Capital Analytics et KPMG

Aux Etats-Unis et en Europe, il existe déjà depuis des années des marchés établis et professionnalisés dotés d'investisseurs spécialisés dans l'immobilier logistique. Les modèles d'affaires vont du développement de projets aux simples prestations de conseil en passant par la gestion d'investissement et d'actifs. Entre-temps, les biens immobiliers logistiques se sont également établis en Suisse

comme classe d'actifs spécifique. De nombreux véhicules d'investissements mettant l'accent sur l'immobilier logistique existent déjà, notamment le fonds immobilier CS «Logisticsplus» ou le fournisseur de fonds Procimmo, lequel a déjà lancé quatre véhicules mettant l'accent sur l'industrie/la logistique. Les véhicules mentionnés ci-dessus disposent d'un patrimoine immobilier global de l'ordre de CHF 1.5 milliards, ce qui correspond à environ 4% du patrimoine immobilier des sociétés immobilières et des fonds immobiliers cotés. Selon une analyse non exhaustive de Real Capital Analytics, un volume d'environ CHF 350 millions d'immobilier logistique a changé de main en Suisse en 2015.

L'importance accordée au secteur logistique suggère que les investissements dans l'immobilier logistique recèlent un fort potentiel de croissance. Selon l'étude du marché de la logistique «Logistikmarktstudie HSG», le volume global de ce marché en Suisse dépasse les CHF 40 milliards. Par ailleurs, avec une croissance moyenne de 3% depuis 2006, il affiche une croissance supérieure au PIB.

Evolution du marché de la logistique en Suisse

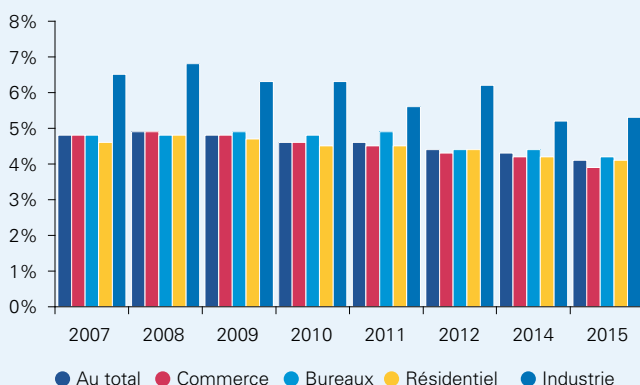


Source: Etude du marché de la logistique HSG et KPMG

L'immobilier logistique couvre un très large éventail de bâtiment. Cette typologie s'étend du simple entrepôt au parc logistique ultramoderne en passant par les halles de déchargement, les centres de distribution, les parcs industriels et les entrepôts à hauts rayonnages ainsi que les biens immobiliers spéciaux pour les industries pharmaceutiques et alimentaires. Cette hétérogénéité provoque de grandes différences en termes d'exigences de rendement entre les divers sous-segments et une forte différenciation des exigences envers les investisseurs selon le type de bien immobilier.

L'immobilier logistique se distingue souvent par des engagements fermes de longue durée, des loyers indexés ainsi que par un niveau de rendement plus élevé par rapport aux autres catégories de placements immobiliers. En contrepartie, les investisseurs doivent accepter la concentration du risque et un risque de vacance plus élevé. L'emplacement, la flexibilité des surfaces pour une éventuelle utilisation par un tiers et la solvabilité des locataires sont les critères déterminants pour un investissement satisfaisant en immobilier logistique. En outre, les investisseurs doivent également examiner s'ils souhaitent exploiter eux-mêmes le bien immobilier (contrats d'exploitation et contrats de gestion) ou s'ils se tiennent en retrait au moyen de contrats globaux et spécialisés.

Rendements liés aux revenus des biens immobiliers et industriels suisses



Source: IPD et KPMG

Les facteurs les plus importants en termes de situation géographique à considérer pour l'immobilier logistique sont l'accessibilité des centres urbains et des infrastructures économiques ainsi que les voies d'approvisionnement. Le transport routier est le mode de transport prépondérant en Suisse: en poids de marchandises transportées, plus de 85% des transports terrestres sont recensés sur la route. Le train joue un rôle important notamment dans les transports longue distance. Les infrastructures logistiques se concentrent donc essentiellement sur les axes de transport principaux suisses. Notamment le long de l'autoroute A1 et

de manière particulièrement marquée dans le secteur de l'échangeur autoroutier A1/A2, qui, du point de vue technique, correspond au centre de la Suisse. Les agglomérations de Zurich et de Berne ainsi que les régions frontalières de Bâle, Genève et du Tessin constituent des localisations logistiques stratégiques supplémentaires.

La demande en immobilier logistique est volatile et dépend essentiellement des développements au sein du marché des biens (industrie, commerce de gros et de détail). Les investissements dans l'immobilier logistique évoluent donc, dans une large mesure, de manière symétrique à la croissance du chiffre d'affaires du commerce de détail et du volume du commerce extérieur. Outre ces moteurs conjoncturels de la demande, le marché de la logistique est également fortement influencé par les évolutions structurelles. L'évolution continue de la division du travail dans le processus de production entraîne une mobilisation de plus en plus importante de biens intermédiaires et de produits semi-finis.

La croissance continue du commerce électronique et du commerce de vente de détail multi-canal devrait exercer une influence croissante sur la demande en immobilier logistique. Cette évolution fait qu'aujourd'hui déjà une fraction de la demande de surfaces de vente se déplace vers des surfaces de logistique, car les chaînes logistiques «de porte à porte» remplacent en partie le commerce de détail stationnaire. Tandis que le commerce global stagnait, le commerce en ligne a pu augmenter en 2015 son chiffre d'affaires de 6.0%, pour atteindre CHF 7.3 milliards. Les exigences et la situation géographique des centres de distribution pour les distributeurs de la chaîne de valeur du commerce électronique se distinguent de l'immobilier logistique traditionnel, situé et aménagé pour l'approvisionnement en marchandises des commerces. Les grands centres de tri des prestataires de livraison de colis et les sites de gestion des commandes (Fulfillment-Center)¹² du commerce de détail alimentaire représentent les nouveaux biens immobiliers logistiques. Il en résulte un nouveau marché de l'immobilier logistique qui s'accompagne de changements et d'opportunités tant pour les utilisateurs et les promoteurs que pour les investisseurs.

¹² Les tâches de gestion des commandes (Fulfillment) sont souvent prises en charge par des prestataires de service en logistique spécialisé, qui sont également qualifiés de «Fulfillment Center». La notion de «Fulfillment» est le plus souvent liée au commerce en ligne. Dans ce cas, le prestataire de service en logistique prend en charge toutes les tâches devant être accomplies une fois la commande en ligne effectuée. Le commerçant de la boutique en ligne a confié ces tâches à des spécialistes.

Real Estate en Suisse Conseil immobilier global

Fusions et acquisitions/marché des capitaux

- Structuration et exécution de transactions (Lead Advisory)
 - Asset Deals: acquisition et vente d'immeubles
 - Share Deals: fusions, spin-offs, IPO, placements privés
- Arrangement d'investissements indirects tels que des fonds ou des fondations
- Levée de fonds
- Debt & Capital Advisory

Conseil en investissement

- Accompagnement des décisions d'investissement dans le cadre de placements immobiliers indirects en Suisse et à l'étranger
- Structuration des placements immobiliers dans le portefeuille
- Analyse qualitative et quantitative des produits de placement
- Suivi et controlling des investissements

Stratégie/organisation

- Développement et mise en oeuvre d'une stratégie
 - planification d'entreprise/modèles d'activités
 - corporate/public real estate management
 - gestion des actifs et du portefeuille
- Analyse de l'organisation et des processus; développement de l'organisation; système de contrôle interne (SCI)
- Gestion de la performance/MIS/suivi des investissements
- Gestion des risques/modélisation financière des instruments de placement
- Turnaround et Restructuring
- Digital Readiness

Evaluation/due diligence

- Evaluations DCF d'immeubles individuels et de portefeuilles immobiliers
- Evaluations neutres pour les comptes annuels
- Evaluations dans le cadre d'acquisitions et de ventes
- Etudes de faisabilité et évaluation de projets de développement
- Due diligence axée sur les transactions et la gestion de processus
- Accompagnement de grands project (Major project advisory)

Un savoir-faire professionnel de haut niveau, une riche expérience ainsi qu'un vaste réseau d'experts font de nous un partenaire fiable et compétent en mesure de répondre à vos questions les plus complexes, relatives au marché immobilier national et international.

Contacts

KPMG AG

Advisory, Real Estate
Badenerstrasse 172
Case postale
8036 Zürich

KPMG SA

Rue de Lyon 111
Case postale 347
1211 Genève 13

KPMG AG

Bogenstrasse 7
Case postale 1142
9001 St. Gallen

Ulrich Prien

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

Beat Seger

Partner
Real Estate M&A
+41 58 249 29 46
bsieger@kpmg.com

Philipp Schelbert

Director
Real Estate
+41 58 249 77 59
pschelbert@kpmg.com

Oliver Specker

Director
Real Estate St. Gallen
+41 58 249 41 74
ospecker@kpmg.com

Arnaud de Montmollin

Senior Manager
Real Estate Suisse Romande
+41 58 249 28 17
ademontmollin@kpmg.com

Alfonso Tedeschi, CFA

Manager
Real Estate Research
+41 58 249 28 83
atedeschi@kpmg.com

L'information contenue ici est de nature générale et ne prétend en aucun cas s'appliquer à la situation d'une personne physique ou morale quelconque. Même si nous mettons tout en oeuvre pour fournir une information précise en temps opportun, nous ne pouvons pas garantir que cette information est fidèle à la réalité au moment où elle est reçue ou qu'elle continuera de l'être à l'avenir. Cette information ne saurait être exploitée sans un conseil professionnel basé sur une analyse approfondie de la situation en question.

© 2016 KPMG SA est une filiale de KPMG Holding SA, elle-même membre du réseau KPMG d'entreprises indépendantes rattachées à KPMG International Cooperative ("KPMG International"), une personne morale suisse. Tous droits réservés.