

# Madison maakt secundaire markt in cv's

De stormachtige groei van het aantal vastgoedcv's en maatschappen op de Nederlandse markt schept ook nieuwe problemen. Zo laat de verhandelbaarheid van participaties in dergelijke vastgoedfondsen zeer te wensen over. Beleggers leggen hun geld doorgaans voor meerdere jaren vast. De New Yorkse private equity-onderneming Madison International Realty speelt hierop in door als *liquidity provider* op te treden. Zij ziet op de Nederlandse markt grote kansen.

door Rogier Hentenaar en Sybe Nijboer



De wereldwijde groei van het aantal closed-end niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen heeft de behoefte aan liquiditeit voor dit deel van de beleggersmarkt vergroot, zegt Ronald Dickerman, medeoprichter van Madison. 'Beleggers kunnen om verschillende redenen van hun participatie af willen. Bijvoorbeeld als ze om persoonlijke redenen ineens een grote som geld nodig hebben. Ook kunnen zij besluiten tot een andere samenstelling van hun beleggingsportefeuille, of om in andere interessante beleggingsproposities te stappen waarvoor snel middelen beschikbaar moeten zijn. Bij niet-beursgenoteerde closed-end vastgoedfondsen kan een belegger gedurende de vooraf vastgelegde looptijd niet makkelijk van zijn participatie af. In dergelijke gevallen kunnen wij zijn participaties overnemen waarbij het mes aan twee kanten snijdt. De belegger krijgt zijn geld en het vastgoedfonds kan blijven doorlopen.' Dickerman is samen met zijn Duitse collega Michael Siefert enkele dagen in Nederland voor een roadshow onder grote Nederlandse vastgoedcv-aanbieders. Madison wordt bijgestaan door Chris Nicolle en

## IN 'T KORT

- ▶ Door groei cv-markt: behoefte aan liquiditeit
- ▶ Madison treedt op als liquidity provider
- ▶ Overdracht participaties wordt begeleid door Greenberg Traurig

Maarten Thissen van DTZ Corporate Finance uit Londen. Het advocatenkantoor Greenberg Traurig in Amsterdam begeleidt Madison in de verwerving van de participaties.

Volgens Thissen is in twee opeenvolgende dagen met in totaal tien cv-aanbieders gesproken. Enkelen van hen zouden veel zien in het concept van Madison om als liquidity provider voor hun participanten te fungeren.

## Liquidity provider

Madison is al bijna tien jaar actief in de Verenigde Staten en sinds vier jaar heeft het ook een eigen kantoor in Frankfurt waar Siefert Duitse beleggers bijstaat die illiquide vastgoedinvesteringen in de VS, Duitsland en ▶

Een van de Nederlandse gebouwen waarin Madison via een niet-genoteerd fonds belegt, aan de Oostduinlaan in Den Haag. Van het vloeroppervlak van 32.000 m<sup>2</sup> is 29.245 m<sup>2</sup> verhuurd aan constructieonderneming ABB Lummus Global. Het huurcontract is in april 1998 afgesloten en loopt elf jaar, en de aanvangshuur bedroeg in 1998 €2,4 mln.

recentelijk ook in Nederland hebben. Madison richt zich voornamelijk op particuliere vastgoedbeleggers maar ook op grootbeleggers, zoals instituten, die slecht verhandelbare participaties bezitten in vastgoedfondsen, joint ventures en syndicaatachtige structuren. In feite creëert Madison als liquidity provider een secundaire markt voor vastgoedparticipaties waarvoor geen officiële handelsvloer zoals een beurs beschikbaar is. 'En juist die indirecte markt van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen blijft maar groeien', zegt Nicolle van DTZ Corporate Finance.

Feitelijk fungeert Madison als een private equity-onderneming die participeert in een groot aantal vastgoedfondsen. Vanuit dat perspectief gezien kan Madison als een soort *fund of funds* worden beschouwd.

#### Geen vaste allocatie

Madison investeert in participaties van sterk uiteenlopende grootte. Volgens Dickerman ligt het te investeren bedrag van Madison tussen \$ 1 mln - \$ 30 mln waarbij de participaties een resterende looptijd moeten hebben van circa drie tot vijf jaar.

De gemiddelde fondsomvang - inclusief het vreemd vermogen - van een complete vastgoedcv of maatschap belooft vaak niet meer dan enkele tientallen miljoenen

## 'Als wij participaties overnemen snijdt het mes aan twee kanten: de belegger krijgt zijn geld en het fonds kan doorlopen'

euro's. Maar volgens Dickerman is het geen probleem om veel lager dan de tegenwaarde van \$ 1 mln te gaan om posities in cv's te kunnen nemen. Uitdrukkelijk stelt Dickerman dat Madison uitsluitend in het eigen vermogen investeert.

Heeft Madison een bepaalde sectorverdeling voor ogen? 'Nee, er is geen vaste allocatie. We investeren in allerlei typen vastgoed, zoals kantoren, winkels, bedrijfsruimten, woningen en hotels', stelt Dickerman.

Madison mikt op goed taxeerbaar vastgoed in de VS en Europa, maar vooralsnog liggen de meeste objecten waarvoor Madison de *equity* heeft verschaft in de VS. In totaal heeft Madison \$ 225 mln aan eigen vermogen verschaft, waarvan circa \$ 50 mln in Duitsland en de rest in de VS. Dickerman: 'Naast Duitsland kijken we in Europa vooral naar de markten in Nederland en het Verenigd Koninkrijk omdat de vastgoedsector daar professioneel en volwassen is.' In Nederland wil Madison het liefst zaken doen met cv's met Nederlandse beleggers die in de VS in bestaand vastgoed beleggen. Dus niet meeparticiperen in risicovolle projectontwikkelingscv's.

#### Contact met participanten

De vraag is hoe Madison de verkopende beleggers weet te vinden. Daarvoor knoopt Madison contacten aan met financieel dienstverleners, bankiers, fiscalisten en makelaars, stuk voor stuk partijen die al zaken doen met eindbeleggers. Wanneer Madison muziek in een gesloten vastgoedfonds ziet, koopt het direct al enige participaties. 'Op die manier groeit het contact met de zogenoemde 'sponsor', de beheerder van het fonds', zegt Nicolle. Eenmaal binnen het fonds vergroot Madison door de opgebouwde relatie met de fondsbeheerder zijn netwerk aan contacten. Zo weet het bedrijf al snel welke participanten weer van hun aandeel in het fonds af willen. Wanneer het zover is, wordt Madison begeleid door Greenberg Traurig. Het overdragen van participaties door andere participanten is bij een vastgoedcv of maatschap aan strenge regels gebonden. Zo moet er in veel gevallen eerst toestemming van de overige participanten worden verkregen. Greenberg Traurig heeft een methode ontwikkeld waarin snellere overdracht juridisch goed uitvoerbaar is.

Net zomin als er een vaste sectormix bij Madison bestaat, is er een vaste stelregel over de maximale grootte van het te verwerven belang in een fonds. Dat kan variëren van een klein 3%-belang ter waarde van \$ 1 mln in twee kantoorgebouwen in Houston van Deutsche Bank, tot ruim 45% (\$ 5,4 mln) in een winkel-entertainment complex in Denver dat is overgenomen van Rosche Capital Corporation.

Altijd lastig is de vaststelling van de waarde van de aan Madison aangeboden participaties. Dickerman: 'We letten uiteraard op de resterende duur van de participatie tot het moment dat een fonds afloopt en het vastgoed wordt verkocht. Daarnaast kijken we naar de kwaliteit van het vastgoed zoals de locatie, het gebouw zelf en het huurcontract. Soms berekenen we een discount op de prijs als er wat onzekerheden zijn of er meer snelheid is geboden, maar er zijn ook gevallen dat we er een premie bij doen als we een goed winstpotentieel op termijn zien.' ■

#### Eerste bezittingen in Nederland

Madison International Realty heeft inmiddels zijn eerste stappen op de Nederlandse bodem gezet door het verwerven van een belang in een drietal kantoorgebouwen. Daarvoor heeft het bedrijf participaties overgenomen in het Duitse fonds BB Fonds International 2 Holland waarvan de participaties ooit zijn geplaatst door Bankgesellschaft Berlin. Dit 'geschlossenen' fonds bezit een drietal kantoorgebouwen in Den Haag (29.245 m<sup>2</sup>), Zwijndrecht (3159 m<sup>2</sup>) en Almere (2865 m<sup>2</sup>).