

The Currency Exchange Fund: innovatie is in beweging blijven

In Amsterdam huist een uniek fonds dat onlangs met succes de afronding van de eerste fase van haar ontwikkeling heeft kunnen vieren. The Currency Exchange Fund N.V. (TCX) had in 2007 haar first close en is commercieel gestart in februari 2008. Op initiatief van de Nederlandse ontwikkelingsbank FMO, Cardano en in samenwerking met bijna de gehele wereldwijde Development Finance community, beoogt TCX het afdekken van lange termijn valutarisico's van financiers en bedrijven in ontwikkelingslanden.

Auteur

Joost Zuidberg - Managing Director and CEO van TCX Investment Management Company

In deze contreien bestaat geen reguliere valuta termijnmarkt, noch is er een mogelijkheid om lokaal lang geld aan te trekken waardoor lange tijd bedrijven in ontwikkelingslanden afhankelijk waren van leningen in harde valuta, meestal ter beschikking gesteld door internationale financiers. Weliswaar kunnen kapitaalsinvesteringen op deze wijze worden gerealiseerd, maar worden leningnemers wel opgescheept met een groot valutarisico aangezien leningen in harde valuta worden gedekt door lokale inkomsten. Bij iedere devaluatie (een regelmatig voorkomend verschijnsel in ontwikkelingslanden) wordt immers de aflossingsdruk op de leningen steeds hoger. Hierdoor zijn bedrijven en (vanwege het wijdverspreide gebruik van harde valuta) gehele economieën bij iedere valutaschok uit het lood geslagen. Klassieke voordelen van devaluatie, zoals de verhoogde concurrentiekracht van exporten en de mogelijkheid snel te investeren in productiviteit zijn daardoor ook niet voorhanden. Hierdoor ontstaat een vicieuze cirkel die leidt tot een sterk verlaagd groeipotentieel. Deze vicieuze cirkel is nu voor het eerst met TCX doorbroken.

Eerste test business model

TCX's benadering is uniek in de wereld daar het valutarisico's afdekt door de risico's geheel zelf te absorberen waardoor het kan functioneren in valuta's

waar geen adequate markt in bestaat: zij is als het ware zelf de markt en functioneert dus als een onderlinge waarborgmaatschappij. Valutarisico's worden beheersbaar gehouden door strikte spreidingsregels. De *business case* is op de lange termijn gezond omdat doorgaans de lokale rente-inkomsten de devaluerende trend van de munt meer dan compenseren. Het is echter wel een zaak van lange adem gezien de hoge volatiliteit en de illiquiditeit van de markten.

Belangrijk is te noemen dat TCX, net als de ontwikkelingsbanken en micro-financieringsorganisaties die een groot deel van het kapitaal verschaffen, een *double bottom line approach* heeft. Dit betekent dat de instelling een winstoogmerk combineert met een maatschappelijk relevante doelstelling, in dit geval het verschaffen van haar producten tegen een redelijke prijs teneinde een brede marktontwikkeling te bereiken. Ook heeft TCX een aantal beperkingen in haar benadering ingebouwd, bijvoorbeeld de doelstelling niet met commerciële banken te concurreren. Dit zou mogelijk tot valse concurrentie kunnen leiden als TCX de voordelen van het *patient capital* zou inzetten om haar producten onder kostprijs aan te bieden.

TCX heeft achteraf gezien een bijzondere timing gehad. Een portefeuille van circa \$ 900 miljoen aan nominale exposure in 30 valuta's was opgebouwd in juli 2008 toen op dat moment een licht dalende trend inzette van deze valuta's, gevolgd door een dramatisch verlies in de laatste twee weken van oktober toen een vlucht naar de "safe haven valuta" ontstond. Alle munten daalden sterk tegenover de dollar, met een ongekend verlies aan diversificatie omdat de vlucht een wereldwijde impact had. Terwijl de risico's van de afzonderlijke lokale valuta effectief gemitigeerd waren door de portefeuillespreiding, had TCX nog steeds een geconcentreerd risico op bewegingen van de dollar ten opzichte van de rest van de wereld. Het



Kerngetallen TCX

Enkele kerngetallen: TCX heeft circa \$ 600 miljoen kapitaal, en beoogt hiermee het opbouwen van een portefeuille van circa \$ 2 miljard aan valutarisico's via lange termijnswaps en forwards die dienen als hedge voor lokale valutaleningen van haar aandeelhouders of voor valuta exposures van klanten van aandeelhouders. De huidige portefeuille behelst ongeveer 40 valuta's (populaire munten zijn bijvoorbeeld die van Kenia, Nigeria, Bangladesh en Honduras) met een gemiddelde looptijd van 5 jaar. Met het dalen van de rentes in ontwikkelingslanden sinds begin 2010 is de vraag naar TCX's product sterk gestegen, een trend die tot op de dag van vandaag positief verloopt. TCX heeft een A- rating van S&P.

Het kapitaal wordt verschaft door een twintigtal investeerders, voor een groot deel ontwikkelingsbanken, zoals FMO, EBRD en KfW. TCX opereert volgens een aantal duurzaamheidsbeginselen: onder meer tekenen tegenpartijen een antispeculatie-beding en opereert zij alleen daar waar geen alternatieven in de commerciële markt voorhanden zijn. TCX was de eerste zgn. VBI (vrijgestelde beleggingsinstelling), wat het mogelijk maakte om op kostenefficiënte wijze het fonds in Nederland te vestigen. Met de vestiging in Nederland komt een governance model geschoeid op de Nederlandse leest met een onafhankelijke Raad van Commissarissen. Het management wordt gevoerd door TCX Investment Management Company. Het model wordt vrijwel geheel uitgevoerd op basis van outsourcing naar Nederlandse partijen en daarmee een echt Nederlandse innovatie. TCX heeft internationaal veel credits gekregen voor haar innovatieve karakter, zoals onder meer een centrale rol in het G8 Action Plan for Africa in Juni 2008 en participatie in fora als de World Economic Forum en de African Heads of State -Africa review for IMF.

verlies in oktober 2008 bedroeg ruim 2 maal de 99% *Value-at-Risk* van de portefeuille. Het kapitaalsmodel van TCX is echter vooral gebaseerd op stresstesten, aangezien de kwaliteit van risicomaatstaven zoals *Value-at-Risk* zo hoog is als de kwaliteit van de data waarop gekalibreerd wordt. Het verlies van TCX bleef binnen de stresstest en daarmee is het risicoraamwerk in zijn geheel toereikend gebleken. Als gevolg van dit verlies sloot TCX haar eerste operationeel jaar af met een fors verlies van \$ 65 miljoen op een kapitaal van \$ 500 miljoen. Het goede nieuws is dat het conservatieve kapitaalsmodel van TCX achteraf gezien

afdoende is gebleken om ook deze *perfect storm* te weerstaan en bovendien waren de verliezen binnen 6 maanden weer ingelopen, vooral als gevolg van het sterk terugveren van de valutakoersen en hoge rentestanden in lokale valuta in de ontwikkelingslanden. Ondanks relatief hoge schommelingen in de individuele posities vertoont de TCX portefeuille sinds begin 2009 een stabiel en winstgevend resultaat.

Voortgaande innovatie

Door de grote onrust op de financiële markten, maar zeker ook de onbekendheid met het product lokale valutalening,

is de commerciële omgeving voor de producten van TCX niet eenvoudig. Een belangrijke onderliggende voorwaarde voor het business model is dat TCX producten marktconform worden geprijsd. Het ontwikkelen van prijsmodellen voor de verschillende valuta's in kwestie is met de grote schommelingen in de markt sinds 2008 er niet eenvoudiger op geworden. Waar tussen 2002 en 2008 de financiële markten in ontwikkelingslanden relatief stabiel waren, is dit allerm minst het geval sinds de kredietcrisis en vergt deze ontwikkeling een gedegen onderzoek voor ieder aangevraagde transactie. Waarderingsissues



Case: lening van EBRD aan ATF Bank in Kirgizië

De recente financiële crisis legde op een pijnlijke wijze de gevolgen bloot van de valuta mismatch op de balans van banken in Oost-Europa, de landen waar de EBRD actief is. Deze banken financierden zich van oudsher met leningen in harde valuta, maar leenden het geld uit in lokale valuta of schoven het risico door in de keten naar haar klanten in de MKB-sector. Het valutarisico wordt daarmee getransformeerd in een kredietrisico wanneer de munt devalueert, aangezien dit rechtstreeks de basis voor terugbetaling van de lening in gevaar brengt. Met TCX kreeg de EBRD een instrument in handen om dit risico weg te nemen bij de klantketen.

EBRD heeft TCX ingezet bij het verstrekken van een lening aan ATF Bank in Kirgizië op

het moment dat zij haar eerste local currency lening in dit land gaf. De lening heeft een hoofdsom van \$ 5 miljoen equivalent in Kirgiz Som, met een looptijd van drie jaar. Aangezien er geen 3-jaars product geleverd kon worden door TCX in Kirgizië, heeft EBRD een multi-currency lening verschaft (USD en Som), die in zijn geheel in lokale Som is opgestart. Op elke halfjaarlijkse renteherzieningsdatum krijgt de klant de keuze om de lening voort te zetten in lokale valuta, danwel te converteren naar US dollars. EBRD dekt het lokale valutarisico van de lening af door middel van een 6-maands forward-contract met TCX die steeds wordt doorgerold. Op deze wijze heeft de klant de mogelijkheid om periodiek de afweging te maken of de valuta-mismatch bewust wordt gelopen of het valutarisico af te dekken.

zijn dan ook regelmatig onderwerp van expliciete besluitvorming, waarbij TCX een uitgebreide procedure hanteert met onder meer externe toetsing door een commissie van onafhankelijke experts. De vereisten van marktconforme prijzen zorgde ervoor dat TCX in een aantal landen haar producten niet kon voeren. In deze landen is de lokale markt nog zo onderontwikkeld dat er geen basis is voor marktconforme prijsstelling). Om toch deze markten te ontwikkelen is TCX recentelijk begonnen met het ontwikkelen van interne waarderingmodellen (gebaseerd op macro-economische analyse door een externe provider) om een lokale rentecurve te construeren. Onlangs is de eerste transactie in Cambodja gesloten op basis van

deze modelgebaseerde prijsstelling. Met deze werkwijze pioniert TCX ook verder in landen zoals Rwanda, Guatemala, Wit-Rusland, etc. TCX hoopt binnenkort nog drie andere landen aan dit rijtje toe te kunnen voegen: Ethiopië, Tadzjikistan en Oezbekistan.

Een andere ontwikkeling van het TCX product heeft te maken met het vereenvoudigen van het leveren van lokale valuta aan de klant. Naast de relatief eenvoudige 'non-deliverable' producten (d.w.z. producten waarvan alle kasstromen in dollars buiten het land plaatsvinden) voert TCX tevens de mogelijkheid van 'deliverable swaps' in een 15-tal landen. Het belangrijkste voordeel van deliverable producten is dat TCX hierbij de risico's van spot

valutatransacties (met name bestaande uit afwijkende koersen t.o.v. Reuters en Bloomberg naast de schommelingen in transactiekosten) op zich neemt. Deliverable producten zijn buitengewoon populair omdat ze goed te combineren zijn met de leningen die TCX aandeelhouders verschaffen.

Een volgende beoogde toevoeging aan het productenpalet wordt mogelijk gemaakt door een garantie van FMO zodat TCX direct met klanten van aandeelhouders kan handelen met zeer beperkte kredietrisico's. De productontwikkeling geschiedt in samenwerking met aandeelhouders, klanten en alle operationele partners in de TCX groep. Een groot deel van het succes is te danken aan de unieke samenwerking met de operationele partners, waardoor met beperkte mankracht een unieke combinatie van kennis en institutionele inbedding kan worden bewerkstelligd. Hierdoor kan TCX de innovaties op solide en snelle wijze implementeren.

De vooruitzichten voor 2011 zijn positief. De huidige lage rentestand, niet alleen in USD en EUR maar ook in veel valuta's van ontwikkelingslanden heeft een positief effect op de vraag voor leningen in lokale valuta. De positieve economische vooruitzichten in ontwikkelingslanden (in tegenstelling tot lage verwachtingen in de OECD) geven ook wind in de zeilen door groeiende vraag naar financiering. TCX is daarmee een mooi voorbeeld van innovatie binnen de Nederlandse financiële sector in een ideale samenwerking van het hele spectrum van overheid tot markt in December 2009.