

T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ



**ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN
KONSOLİDASYONUNUN GELİŞİMİNDE
ENRON SKANDALININ ETKİSİ**

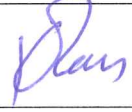
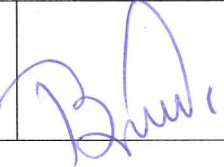
MENSUR GÜNEŞ

TEZ DANIŞMANI
DOÇ. DR. BATUHAN GÜVEMLİ

EDİRNE 2013

T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

MENSUR GÜNEŞ tarafından hazırlanan **ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN KONSOLİDASYONUNUN GELİŞİMİNDE ENRON SKANDALININ ETKİSİ** Konulu **YÜKSEK LİSANS** Tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 15.-16. maddeleri uyarınca **25.07.2013 Perşembe** günü saat **12.30**'da yapılmış olup, tezin*
.....Kabul Edilmesine..... **OYBİRLİĞİ/OYÇOKLUĞU** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Prof. Dr. Kıymet ÇALIYURT	<u>Kabul edilmesine</u>	
Doç. Dr. Özlem ÖZKIVRAK	<u>Kabul edilmesine</u>	
Doç. Dr. Batuhan GÜVEMLİ (Danışman)	<u>Kabul edilmesine</u>	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında “Kabul Edilmesine/Reddine” seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

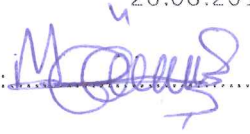
T.C
YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
ULUSAL TEZ MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞİ VE YAYIMLAMA İZİN FORMU

Referans No	10013159
Yazar Adı / Soyadı	MENSUR GÜNEŞ
Uyruğu / T.C.Kimlik No	TÜRKİYE / 15938022932
Telefon	5373588848
E-Posta	mensur_gunes45@mynet.com
Tezin Dili	Türkçe
Tezin Özgün Adı	Özel Amaçlı Varlıkların Konsolidasyonunun Gelişiminde Enron Skandalının Etkisi
Tezin Tercümesi	Development Of The Consolidation Of Special Purpose Entities Enron Scandal Effect
Konu	İşletme
Üniversite	Trakya Üniversitesi
Enstitü / Hastane	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Bölüm	
Anabilim Dalı	İşletme Anabilim Dalı
Bilim Dalı	Muhasebe Denetimi Bilim Dalı
Tez Türü	Yüksek Lisans
Yılı	2013
Sayfa	171
Tez Danışmanları	DOÇ. DR. BATUHAN GÜVEMLİ 44914401850
Dizin Terimleri	
Önerilen Dizin Terimleri	Özel Amaçlı Varlık=Special Purpose Entity Enron Skandalı=Enron Scandal Konsolidasyon=Consolidation Standartlar=Standards
Kısıtlama	Yok

Yukarıda başlığı yazılı olan tezimin, ilgilenenlerin incelemesine sunulmak üzere Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi tarafından arşivlenmesi, kağıt, mikroform veya elektronik formatta, internet dahil olmak üzere her türlü ortamda çoğaltılması, ödünç verilmesi, dağıtımı ve yayımı için, tezimle ilgili fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere hiçbir ücret (royalty) ve erteleme talep etmeksizin izin verdiğimi beyan ederim.

20.08.2013

İmza: 

Tezin Adı : Özel Amaçlı Varlıkların Konsolidasyonunun Gelişiminde Enron Skandalının Etkisi

Tez Yazarı: Mensur GÜNEŞ

ÖZET

1970 sonlarında banka kar marjlarının aşırı düşmesi ve konut piyasasındaki nakit sıkışıklığı, firmaların finansman elde etmede yeni yöntemler bulmalarına neden olmuştur. İlk olarak 1959'da Muhasebe Araştırmaları Bülteni No 51'de dolaylı olarak değinilen Özel Amaçlı Varlıklar, 1970'lerin sonları ve özellikle 1990'larda bilanço dışı ucuz finansman elde etmede yaygın olarak kullanılmışlardır.

Zamanla bilanço dışı ucuz finansman ve satın alma amaçları dışında, kötü performanslı varlıkların bilanço dışına aktarılması, yükümlülüklerin gizlenmesi, kazançların aşırı gösterilmesi gibi kötü amaçlar için de kullanılmışlardır. Bu kötü amaçlı kullanımları engellemek için zaman içerisinde çeşitli bildiriler yayınlanmış, standartlar oluşturulmuş, kısıtlayıcı kriterler ortaya konulmuştur. Bunlara rağmen dünyada finansal piyasaların en gelişmiş olduğu ABD, tarihinin en büyük 'şirket skandalı'nı yaşamıştır.

Yaşanan Enron Skandalından sonra, ÖAV'ların konsolidasyonu ile ilgili yeni bildiriler yayınlanmış, yeni standartlar oluşturulmuş ve konsolidasyon kriterleri daha da sıkılaştırılmıştır. Bu çalışma, birinci bölümünde ÖAV kavramını, geniş bir şekilde ele almak; ikinci bölümde ÖAV türlerinden, ayrıntılı bir şekilde bahsetmek; üçüncü bölümde Enron Skandalını, ÖAV perspektifinden incelenmek ve dördüncü bölümde de Enron Skandalı öncesindeki ve sonrasındaki değişmiş konsolidasyon kriterlerini ortaya koymak için hazırlanmıştır. Başka bir deyişle çalışma, ÖAV konsolidasyon kriterlerinin Enron Skandalından etkilenip, skandaldan önceki halleriyle ve skandaldan sonraki değişmiş halleriyle ortaya koymak amacıyla hazırlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Özel Amaçlı Varlık, Enron Skandalı, Konsolidasyon, Standartlar

Name of the Thesis: Development Of The Consolidation Of Special Purpose Entities Enron
Scandal Effect

Written By : Mensur GÜNEŞ

ABSTRACT

Excessive reduction of the bank profit margins and cash crunch in the housing market, has caused companies to find new methods of obtaining financing in the late 1970s. Firstly, Special Purpose Entities (SPE), were indirectly mentioned by Accounting Research Bulletin No. 51 in 1959, have been widely used off-balance sheet in the late 1970s and especially the 1990s.

In time, purposes other than as off-balance sheet cheap financing and acquisition, such as poor-performing assets are transferred from the balance sheet, concealment of liabilities, earnings are excessive displayed, have been used for malicious purposes. Several papers published, standards established, restrictive criteria have been introduced, is to prevent malicious uses in time. Despite this, the U.S. is the most developed financial market in the world, experienced the largest in history 'company scandal'.

After the Enron Scandal, published new papers, established new standards about SPEs, and consolidation criteria, have been tightened further. The study, are prepared to a wide range way to handle the concept of SPEs in the first chapter, to talk about in detail in types of SPEs in the second chapter, from the perspective of SPEs examined the Enron Scandal in the third section and to put forth changed the criteria for consolidation before and after the Enron Scandal in the fourth section. In other words the study, prepared to criteria for consolidation of SPEs affected by the Enron Scandal and to put forth altered states before and after the Enron Scandal.

Keywords: Special Purpose Entity, Enron Scandal, Consolidation, Standards

ÖNSÖZ

'Özel Amaçlı Varlıkların Konsolidasyonunun Gelişiminde Enron Skandalının Etkisi' isimli bu çalışmanın amacı, Enron Skandalı sonrası ÖAV'ların konsolidasyon bildirilerinde, standartlarında meydana gelen gelişimi ele almaktır. Çalışmada, 'ÖAV' kavramı her yönüyle geniş bir şekilde ele alınarak, ÖAV türlerinin her biri ayrıntılı bir şekilde açıklanarak, Enron Skandalında kullanılan ÖAV'ları inceleyerek, bu skandal öncesindeki konsolidasyon kriterleri ve skandal sonrası değişikliğe uğrayan konsolidasyon kriterleri, ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Tezimi büyük bir titizlikle inceleyerek yapıcı eleştirileriyle çalışmalarında beni yönlendiren değerli hocam, Doç. Dr. Batuhan GÜVEMLİ 'ye teşekkürü borç bilir, saygılarımı sunarım.

Eğitim ve öğrenim yaşamım boyunca tüm çalışmalarında bana maddi ve manevi desteğini esirgemeyen aileme sonsuz teşekkürü borç bilir, saygılarımı ve sevgilerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ.....	1
A. Problem.....	2
B. Amaç.....	2
C. Önem.....	2
D. Sayıtlılar.....	3
E. Sınırlılıklar.....	3
F. Tanımlar.....	3
G. Araştırma Yöntemi.....	3

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARA GİRİŞ

1. ÖZEL AMAÇLI VARLIKLAR.....	5
1.1. Özel Amaçlı Varlıkların Tanımı.....	5
1.2. Özel Amaçlı Varlıkların Biçimleri ve Özellikleri.....	10
1.3. ÖAV Kullanmanın Nedenleri.....	13
1.3.1. Yaratıcıların ve Sponsorların Nedenleri.....	15
1.3.1.1. Risk Yönetimi.....	15
1.3.1.2. Fonlama ve Likidite.....	17
1.3.1.3. Muhasebe.....	19
1.3.1.4. Düzenleyici Sermaye.....	23
1.3.2. Yatırımcı Nedenleri.....	24
1.4. ÖAV'ların Ortak ve Farklı Özellikleri.....	25

1.4.1. ÖAV'ların Teknik Özellikleri.....	28
1.4.1.1. ÖAV'ların Yasal Biçimleri.....	28
1.4.1.2. ÖAV'ların Sahipliği.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN TÜRLERİ

2. ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN TÜRLERİ.....	37
2.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK:ABS).....	41
2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK:MBS).....	45
2.2.1. Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler (KİDMK:RMBS).....	47
2.2.2. Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (TİDMK:CMBS).....	49
2.3. Teminatlı Borç Yükümlülükleri (TBY:CDO).....	52
2.3.1. Nakit Teminatlı Borç Yükümlülüğü (NTBY:CCDO).....	53
2.3.2. Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülüğü (STBY:SCDO).....	56
2.4. Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri (TİY:CMO).....	58
2.5. Varlığa Dayalı Ticari Senet Programları (VDTSP:ABCP).....	59
2.6. Yapılandırılmış Yatırım Araçları (YYA:SIV).....	61

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENRON VE ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARI

3. ENRON VE ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARI.....	65
3.1. Enron Şirketi Hakkında Genel Bilgi.....	65
3.2. Enron Şirketi'nin İş Stratejisindeki Genişlemeli Değişimi.....	68
3.3. Enron Şirketi'nin Kullandığı Özel Amaçlı Varlıklar.....	73
3.3.1. Chewco Investments, L.P. ile Olan İlişkiler.....	76
3.3.2. LJM Cayman, L.P. (LJM1) ve LJM2 Co-Investment, L.P. ile Olan İlişkiler.....	79
3.3.3. Raptor I - Talon, Raptor II - Timberwolf, Raptor IV - Bobcat ÖAV'lar İle Olan İlişkiler.....	83
3.3.4. Raptor III - Porcupine ÖAV İle Olan İlişkiler.....	86
3.3.5. Rhythms NetConnections İle Olan İlişkiler.....	90
3.4. Enron Şirketi'nin İflasını İlan Etmesi.....	92
3.5. Özel Amaçlı Varlıklar İle İlgili Sorunlar.....	98

BÖLÜM 4

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN KONSOLİDASYONU

4. ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN KONSOLİDASYONU.....	101
4.1. Enron Skandalı Öncesi Özel Amaçlı Varlıklara İlişkin Düzenlemeler.....	102
4.1.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS:IFRS) Kapsamında ÖAV Düzenlemeleri.....	102
4.1.1.1. Daimi Yorumlama Komitesi (DYK:SIC)-12 ve Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS:IAS) 27.....	102
4.1.1.2. Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS:IAS) 39.....	106
4.1.2. ABD Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri Kapsamında ÖAV Düzenlemeleri.....	109
4.1.2.1. Muhasebe Araştırma Bülteni (MAB:ARB) No 51, Acil Sorunlar Çalışma Grubu (ASÇG:EITF) 90-15 ve ASÇG Topic D-14.....	109
4.1.2.2. Finansal Muhasebe Standardı Bildirisi (FMSB:SFAS) 125.....	111
4.1.2.3. Finansal Muhasebe Bildirisi (FMB:FAS) 140.....	116
4.2. Enron Skandalı Sonrası Özel Amaçlı Varlıklara İlişkin Düzenlemeler.....	119
4.2.1. UMSK'nun ÖAV'ların Konsolidasyonuna İlişkin Yeni Düzenlemesi.....	119
4.2.2. FMSK'nun ÖAV'ların Konsolidasyonuna İlişkin Düzenlemeleri.....	122
4.2.2.1. Finansal Muhasebe Yorumu (FMY:FIN) 46 (R).....	122
4.2.2.2. Bildiri 166'nın Ortaya Çıkması.....	125
4.2.2.3. Bildiri 167'nin Ortaya Çıkması.....	129
4.3. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK:IASB) ve Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FMSK:FASB) Düzenlemelerinin Karşılaştırılması.....	133
4.4. SEC'in ve Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (UÖB:BIS) ÖAV Konsolidasyonuna İlişkin Önerileri.....	136
5. Sonuç ve Değerlendirme.....	141

KAYNAKÇA.....	150
----------------------	------------

EK - 1: SPK Kurumsal İlişkiler Daire Başkanı Aydın Haskebabçı İle Yapılan Röportaj.....	158
--	------------

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo - 1: Konsolidasyonlara ve ÖAV'lara İlişkin Başlıca Muhasebe Bildirileri	
Kronolojisi.....	22
Tablo - 2: 1993'den 2000'e Enron Segmenti ve Borsa Performansı.....	70
Tablo - 3: Konsolide Edilmemiş ÖAV Kazançları.....	88
Tablo - 4: Mali Tablo Düzeltmelerinin Enron'a Etkileri.....	89
Tablo - 5: Ağustos 2001'den Aralık 2001 Dönemine Enron İçin Kritik Olaylar Zaman	
Çizelgesi.....	96
Tablo - 6: Bilanço Dışı Kuruluşlarla Doğrudan veya Dolaylı Olarak İlgili Olan	
Muhasebe Standartları.....	124
Tablo - 7: SEC'in ÖAV Kullanan Ortaklıklar İçin Verilmesini Önerdiği Tablo.....	139
Tablo - 8: ABD ve Avrupa'da VDMK İhracı.....	143
Tablo - 9: Yıllara Göre ABD'nin Kurumsal İhracı.....	144
Tablo - 10: ABD ve Avrupa'da Varlığa Dayalı Ticari Senet Olağanüstülüğü.....	144

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil - 1: Risk Transfer Araçlarına Genel Bakış.....	35
Şekil - 2: Seküritizasyon Kapsamında Borç Türüne Göre Sınıflandırma Sistemi.....	38
Şekil - 3: Bir İpotekler Portföyünün Menkul Kıymetleştirmesini Kullanan Finansal Aracılık.....	39
Şekil - 4: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme.....	40
Şekil - 5: Temel Menkul Kıymetleştirme Süreci.....	45
Şekil - 6: Nakit Teminatlı Borç Yükümlülükleri Yapısı.....	53
Şekil - 7: Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri Yapısı.....	57
Şekil - 8: Çoklu Satıcı VDTSP Kanal Yapısı.....	61
Şekil - 9: Tipik Yapılandırılmış Yatırım Aracı (YYA:SIV) Yapısı.....	63
Şekil - 10: Enron Olayında Kullanılan Özel Amaçlı Varlık Örneği.....	75
Şekil - 11: Enron'un Chewco İşlemi.....	77
Şekil - 12: LJM Cayman, L.P. (LJM1) Ortaklık Yapıları.....	81
Şekil - 13: LJM2 Co-Investment, L.P. (LJM2) Ortaklık Yapıları.....	82
Şekil - 14: Enron Çöküşünün İç Hikayesi.....	88
Şekil - 15: Enron'un Rhythms NetConnections İle İlişkisi.....	91
Şekil - 16: Bilanço Dışı Bırakma İçin Gerekli Koşullar.....	108
Şekil - 17: FMY 46 (R)'ye Genel Bir Bakış.....	123

GRAFİK LİSTESİ

Grafik - 1: Enron'un Son Üç Yıllık Hisse Senesi Fiyat Değişimleri.....	94
---	----

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri (US)
ABD GKGMİ	: Amerika Birleşik Devletleri Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (US GAAP)
ABK	: Avrupa Birliği Konseyi
ABP	: Avrupa Birliği Parlamentosu
AET	: Aylık Eşit Taksit (EMI)
AGÖ	: Anapara Geri Ödemeleri (PO)
AKO	: Aktif Kârlılık Oranı (ROA)
AKOVHS	: Ara Kat Orta Vadeli Hisse Senetleri (MMTSs)
AOK	: Ağırlıklı Ortalama Kupon (WAC)
ASÇG	: Acil Sorunlar Çalışma Grubu (EITF)
BB	: Borçlu Bulundurma (DIP)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
CEO	: Yönetim Kurulu Başkanı
CFO	: Finansal İşler Sorumlusu
ÇVŞ	: Çözüm Vakıf Şirketi (RTC)
DAT	: Doğal Afet Tahvilleri (CATB)
DFH	: Dell Finansal Hizmetleri
DFİ	: Değişken Faizli İşletme (VIE)
DFV	: Değişken Faizli Varlık (VIE)
DYK	: Daimi Yorumlama Komitesi (SIC)
EPE	: Empresa Productora de Energia
Fannie Mae	: Federal Ulusal İpotek Birliği
FÇP	: FMSK Çalışan Pozisyonu (FSP)
FMB	: Finansal Muhasebe Bildirisi (FMB)
FMSK	: Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB)
FMSB	: Finansal Muhasebe Standardı Bildirisi (SFAS)
FMY	: Finansal Muhasebe Yorumu (FIN)
FÖ	: Faiz Ödemeleri (IO)
Freddie Mac	: Federal Konut Kredisi İpotek Birliği
FVSTO	: Finansal Varlık Sekürizasyon Yatırım Ortaklığı (FASIT)

Ginnic Mae	: Ulusal Hükümet İpotek Birliği
GMİYK	: Gayrimenkul İpoteği Yatırım Kanalları (REMICs)
HDK	: Hükümet Destekli Kuruluşlar (GSE)
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS)
KDV	: Katma Değer Vergisi (VAT)
KKÇES	: Kaliforniya Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi (CalPERS)
KMDMK	: Konut İpotek Destekli Menkul Kıymet (RMBS)
MAB	: Muhasebe Araştırma Bülteni (ARB)
MİK	: Muhasebe İlkeleri Kurulu (APB)
NNÇ	: Net Nakit Çıkışı (NCO)
NÖAV	: Nitelikli Özel Amaçlı Varlık (QSPE)
NTBY	: Nakit Teminatlı Borç Yükümlülüğü (CCDO)
ÖAA	: Özel Amaçlı Araç (SPV)
ÖAİ	: Özel Amaçlı İşletme (SPE)
ÖAK	: Özel Amaçlı Kuruluş (SPE)
ÖAŞ	: Özel Amaçlı Şirket (SPC)
ÖAV	: Özel Amaçlı Varlık (SPE)
SA	: Sadece Anapara (PO)
SEC	: Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SF	: Sadece Faiz (IO)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKr.	: Sermaye Piyasası Kurumu
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
SSO	: Sınırlı/Limited Sorumlu Ortaklık (LLP)
SSŞ	: Sınırlı Sorumlu/Limited Şirket (LLC)
STBY	: Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülüğü (SCDO)
TBY	: Teminatlı Borç Yükümlülüğü (CDO)
TGMK	: Tercih Edilen Güvenli Menkul Kıymet (SPS)
TİY	: Teminatlı İpotek Yükümlülüğü (CMO)
TKY	: Teminatlı Kredi Yükümlülüğü (CLO)
TMDMK	: Ticari İpotek Destekli Menkul Kıymet (CMBS)
TT	: Tartışma Taslağı (ED)
TTY	: Teminatlı Tahvil Yükümlülüğü (CBO)
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (IFRS)

UMS	: Uluslararası Muhasebe Standardı (IAS)
UMSK	: Uluslararası Muhasebe Standartları Kurumu (IASB)
UPF	: Uluslararası Para Fonu (IMF)
UÖB	: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)
ÜDOVHS	: Üst Düzey Orta Vadeli Hisse Senetleri (SSMTs)
v.b.	: ve benzeri
ve diğ.	: ve diğerleri
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS)
VDTSP	: Varlığa Dayalı Ticari Senet Programları (ABCP)
YF	: Yapılandırılmış Finans (SF)
YGŞ	: Yeni Güç Şirketi (TNPC)
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirketi
YV TKY	: Yüksek Verimli Teminatlı Kredi Yükümlülükleri (HY CLOs)
YV TTY	: Yüksek Verimli Teminatlı Tahvil Yükümlülükleri (HY CBOs)
YYA	: Yapılandırılmış Yatırım Araçları (SIV)
YYFA	: Yönetimin Yorumlanması ve Finansal Analizi (MD&A)

GİRİŞ

Dünyada 2000'li yılların başında meydana gelen muhasebe skandallarının bir çok önemli sebebi bulunmaktadır. Bu sebeplerin en önemlilerinden biri şüphesiz yatırımlarına ve işletme faaliyetlerinin devamına finansman sağlamak için kullanılan Özel Amaçlı Varlıklar (ÖAV:SPE)'dir. ÖAV'ları, yatırım işletmelerinden finansman işletmelerine, bankalardan sigorta şirketlerine çok geniş bir yelpazede işletme türü kullanmaktadır.

Diğer finansal öğeler gibi ÖAV'larda belirli bir piyasa işleyişinin oluşturduğu ihtiyaçları karşılamak için zaman içerisinde ortaya çıkmıştır. Günümüzdeki halini, yapısını alıncaya kadar ilgili dönemdeki uluslararası yetkili kuruluşlar tarafından çıkarılan bildiriler, görüşler, bağlayıcı hükümler-kararlar, yayınlar, standartlar tarafından ilgili dönem ihtiyaçlarına göre sürekli bir değişim içerisinde olmuşlardır. Bir dönemde belirli bir fonksiyonu yerine getiren ÖAV, yapılan bir değişiklikle ya bu fonksiyonunu yerine getirememekte ya da daha değişik şekillerde ve koşullar altında yerine getirebilmektedir.

ÖAV'ların en önemli özelliklerinden birisi, kendisini oluşturan/yaratan veya destekleyen/sponsor olan işletmelerin riskli varlıklarını kendisine, kendi yapısına transfer etmesidir. Diğer bir değişle yaratıcının ve sponsorun risklerini dönüştürmektedirler ya da yaratıcının ve sponsorun yükümlülüklerini almaktadırlar. Başka bir ifadeyle bu transfer etme, dönüştürme veya üslenme yapılırken de yaratıcıya ve sponsora ait olan finansal olumsuzluk, yaratıcı veya sponsorun finansal durum tablolarında ve diğer finansal tablolarında değil, ÖAV'ın bilançosunda veya yapısında kalmaktadır. Diğer bir değişle yaratıcı veya sponsor işletmelere yatırım yapan yatırımcılar, finansal olumsuzluğu yaratıcı veya sponsor işletmenin finansal durum tablosunda ve diğer finansal tablolarında göremediği için güvenilir bir algılama içerisinde yatırım yapmakta, yaratıcının veya sponsorun menkullerini (hisse senedi, tahvil v.b.) satın almaktadırlar.

Yaratıcı veya sponsor işletmeye ait riskli varlıkları ve yükümlülükleri transfer etme, dönüştürme veya üslenme süreci, her yargı yerinde (her ülkede veya her bölgede) farklı kurallara, düzenlemelere tabidir. Yine ÖAV'ların yapıları da, içerisinde bulunan yargı yerine (ülkesine veya bölgesine) göre farklılık arz

etmektedir. Farklı yargı yerlerinde değişik biçimlerde ortaya çıkan bu ÖAV'ların birbirlerine benzeyen ve birbirlerinden farklılaşan yönleri de bulunmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, ÖAV'ların çeşitli açılardan geniş kapsamlı tanımlaması yapılmaktadır. İkinci bölümde, ÖAV'ların her bir çeşidinin ayrıntılı bir şekilde açıklaması yapılmaktadır. Üçüncü bölümde Enron Skandalı, ÖAV bakış açısıyla ele alınmakta, dördüncü bölümünde ise Enron Skandalı öncesinde ve sonrasında ÖAV'ların finansal tablolara konsolide edilmesinde yetkili ve düzenleyici kurumların ortaya koydukları eski ve yeni kurallar ve ilkeler ele alınmaktadır.

A. Problem

Çalışmada ele alınan problem, bağımsız değişken olarak addettiğimiz muhasebe kaynaklı meydana gelen büyük bir şirket skandalının, bağımlı değişken olarak addettiğimiz skandalın sebeplerinden olan ÖAV'ları konsolide etme noktasında bir değişikliğe neden olup olmadığının belirlenmeye çalışılmasıdır. Diğer bir deyişle birçok alanda etkisi hissedilen geniş çaplı bir muhasebe skandalının, diğer alanlarda meydana getirdiği değişiklikler gibi ÖAV'ların konsolidasyon niteliklerinde de değişime neden olduğunu, bu özelliklerin skandal öncesi ve sonrası biçimlerini ortaya koyarak tespit etmeye çalışmaktır.

B. Amaç

Çalışmanın amacı, ÖAV'ları geniş bir şekilde ele alıp, Enron Skandalı sonrasında bu varlıkların niteliklerinde meydana gelen değişiklikleri ve değişimleri ortaya koymaktır. Bu değişim ve gelişmelerden bahsedilirken de Enron Skandalı öncesinde ve sonrasındaki özellikleri araştırılmıştır.

C. Önem

Çalışma, Enron Skandalı sonrası birçok alanda meydana gelen değişimler gibi skandala sebep olan ÖAV'ların niteliklerinde ve konsolidasyonlarında meydana gelen değişiklikleri, skandal öncesi ve sonrası halleriyle ortaya koyarak, nasıl bir değişiklik olduğunu karşılaştırma yapmaya imkan vermesi bakımından önem taşımaktadır. Başka bir deyişle Enron Skandalının, ÖAV'ların niteliklerinde ve konsolidasyon kriterlerinde meydana getirdiği değişiklikleri tespit etmesi bakımından önem taşımaktadır.

D. Sayıtlılar

Bu tez çalışmasının dayandığı varsayımlar şunlardır;

- 1) Özel Amaçlı Varlıklar, finansal riskleri ve kötü performanslı varlıkları finansal tablolar dışında tutmaktadırlar.
- 2) Özel Amaçlı Varlıklar, Enron Skandalına neden olmuşlardır.
- 3) Enron Skandalı, Özel Amaçlı Varlıkların konsolidasyon niteliklerini değiştirmiştir.

E. Sınırlılıklar

Yabancı kitap, dergi v.b. materyalleri fiziki olarak temin etmede sıkıntılar ve gecikmeler yaşanmaktadır. ÖAV'ların Türkiye'de kullanımı bulunmadığından dolayı, doğrudan ÖAV'ların konsolidasyonuna ilişkin Türkçe yeterli kaynak bulmada sıkıntılar yaşanmıştır.

F. Tanımlar

Özel Amaçlı Varlık: Özel Amaçlı Araç (ÖAA) ve Özel Amaçlı Kurum (ÖAK) olarak ta adlandırılmaktadır. ÖAV'lar, genellikle sınırlı bir amaç için, sınırlı bir ömürle ve sınırlı faaliyetlerle yaratılmış ve tek bir firmanın faydalanması için tasarlanan kuruluşlar olarak tanımlanmaktadırlar.

Seküritizasyon: İngilizce'de 'securitization' olarak adlandırılan seküritizasyon, kısaca bilançonun dönen varlıklar bölümünde stok halindeki uzun vadeli ancak taksitlere dayanan alacakların likit hale dönüştürülmesi işlemidir.

Konsolidasyon: Aynı gruba, işletme topluluğuna, holdinge v.b. mensup olmak gibi aralarında bazı bağlar bulunan firmaların muhasebe tablolarının, borç ve alacak işlemlerinin birbirlerine mahsup edilmek suretiyle birleştirilerek ortak bir mali tablo ortaya çıkarma işlemidir.

G. Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada ikincil kaynaklardan yararlanılmıştır. Bu tezin hazırlanması aşamasında literatür incelemesi yapılmış ve konuya ilişkin tebliğler, bildiriler, gerek online gerekse basılı Türkçe ve İngilizce kitap, dergi, makale, Science Direct, Proquest, Emeraldsight, EBSCOhost, ssrn.com gibi online veri tabanları,

üniversitelerin kütüphaneleri, web siteleri, e-yayınları ve çeşitli ulusal ve yabancı kurum, kuruluş ve odaların web siteleri ve yayınları ve diğer çeşitli yayın sağlayan siteler incelenmiştir. Ayrıca konuya ilişkin fikir edinme amaçlı olarak basın web sitelerinde yer alan haberler incelenmiştir.

Yapılan incelemelerde, Enron Skandalının ÖAV kaynaklı olarak Amerika Birleşik Devletleri (ABD) tarihinin en büyük şirket skandalı olduğu görülmüştür.

Bu çalışmada öncelikle ÖAV kavramı çok geniş bir kapsamda ele alınarak tanımlanmaya çalışılmıştır. Daha sonra ÖAV kavramının piyasada en çok kullanılan türlerinin her biri ayrı olarak ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir, yapıları, özellikleri, kullanım süreçleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Daha sonra ABD tarihinin ÖAV kaynaklı en büyük şirket skandalı, ÖAV bakış açısıyla geniş bir şekilde ele alınıp, iflas, sebep - sonuç ilişkisi paralelinde ortaya konulmaya çalışılmıştır. Son olarak ise ÖAV konsolidasyonuna ilişkin kriterlerde meydana getirilen, yapılan değişiklikler skandal öncesi ve sonrası halleriyle ortaya konularak karşılaştırma yapmaya imkan verecek bir şekilde ortaya konulmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARA GİRİŞ

Dünyadaki sermaye piyasalarının oluşumundan günümüze çok çeşitli bir çok finansal varlık kullanılmış ve kullanılmaya da devam etmektedir. Bu varlıklar içerisinde bazıları, sermaye piyasalarının belirli dönemlerine göre çok geniş bir piyasa dağılımında, yelpazesinde ve çok büyük miktarlarda kullanılmıştır. Hatta bazılarının işleyişinde meydana gelen aksaklıklar dünyada muhasebe skandallarına, finansal piyasalar krizine neden olmuştur. Aşağıda bu varlıklara genel bir çerçeveden bakılarak, 'Özel Amaçlı Varlık (ÖAV)' kavramı kapsamında tanımlamada bulunulmaya çalışılmıştır.

1. ÖZEL AMAÇLI VARLIKLAR

1.1. Özel Amaçlı Varlıkların Tanımı

Bank For International Settlements'ın (2009: 1) belirttiğine göre Özel Amaçlı Varlık (ÖAV:SPE), küresel bir terimdir, bazen Özel Amaçlı Araç (ÖAA:SPV), Özel Amaçlı İşletme (ÖAI:SPE) veya Özel Amaçlı Kuruluş (ÖAK:SPE) terimleriyle birbirlerinin yerine kullanılmakta olduğu belirtilmektedir. Bir ÖAV'nin, bir sponsor firmanın (sponsor, yaratıcı, satıcı veya yönetici olarak ifade edilebilir) yönetiminde oluşturulan bir tüzel kişilik olduğu beyan edilmektedir. Sponsorun, genellikle büyük bir banka, finansman şirketi, yatırım bankası veya sigorta şirketi olabileceği iddia edilmektedir. Hartgraves ve Benston'un (2002: 246) belirttiklerine göre ÖAA olarak ta adlandırılan ÖAK'lar, genellikle sınırlı bir amaç için, sınırlı bir ömürle ve sınırlı faaliyetlerle yaratılmış ve tek bir firmanın faydalanması için tasarlanan kuruluşlar olarak tanımlanmaktadırlar. Onların, bir ortaklığın, şirketin, tröstün veya ortak girişimin hukuki şeklini/yasal biçimini alabileceğini ileri sürmektedirler.

Gorton ve Andrew'ın (2011: 1, 4) ifade ettiklerine göre 1990'lar civarında başlayan kredilerin havuzları, sermaye piyasalarında satılmaya başlandı, tüzel kişiler tarafından düzenlenen kredilerin havuzlarıyla bağlantılı menkul kıymetleri satmayı, 'ÖAA' olarak adlandırmaktadırlar. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin (VDMK:ABS) (veya ipotekle dayalı menkul kıymetlerin (İDMK:MBS), ipoteklerin olduğu kredilerin

bulunduğu durumunda), ÖAA tarafından düzenlenen kredilerin havuzundan gelen nakit akışları talepleri olduğunu belirtmektedirler. Böyle menkul kıymetlerin, dilimler olarak bilinen farklı kıdemlerle ihraç edilebileceğini dile getirmektedirler. Seküritizasyonun¹, temel olarak sermaye piyasalarının, finansal aracılığın işleyişini değiştirdiğini ve finansal araçların rolünün birçok teorisine meydan okuduğunu ileri sürmektedirler. Bu ÖAA'ın, bir faaliyet işletmesi olmadığını beyan etmektedirler. Gerçekten de orada hiç kimsenin çalışmadığını ve hiçbir fiziksel konuma sahip olmadığını ifade etmektedirler. Bunun yerine önceden belirlenmiş kurallara göre bu fonksiyonların olduğu yapay bir firma olduğunu ve kredilerin servisinin/hizmetinin sözleşmeli bir şekilde taşeronla verildiğinden söz etmektedirler.

ÖAA'ın, sermaye piyasalarındaki yatırımcılarına 'dilim' olarak adlandırılan kıdeme dayalı menkul kıymetleri satarak kredi nakit akımlarını satın aldığını ileri sürmektedirler. Bu menkul kıymetlerin, ÖAA'ın faaliyet firması (aracı) ndan satın almış olduğu kredilerin portföyünün nakit akışlarına bağlı olan talepleri olduğunu belirtmektedirler. Nakit akımlarının, yüklenim kararının önceden yapılmış olduğu anlamda pasif olduklarını, bu yüzden nakit akışlarının vaat edildiği gibi geri ödemesi olup olmadığını görmek için beklemek dışında yapacak daha fazla bir şeyin olmadığını ileri sürmektedirler. Vink ve Andre E.'nin (2008: 3) dile getirdiklerine göre varlık menkul kıymetleştirmesinin, iflastan uzak bir ÖAA tarafından yatırımcılara satılan menkul kıymetleri ihraç ederek sermaye piyasasında yeniden finanse edilen varlıkların olduğu süreç olarak tanımlanır. ÖAA'ın temel amacının, varlıkların menkul kıymetleştirmesini kolaylaştırmak olduğunu ve ÖAA'ın, satıcıdan ayrı tüzel bir kişilik olarak iflas amaçları için kurulmasını sağlamak için olduğunu ifade etmektedirler.

Dharan'a (2002: 3002) göre ÖAV'lar, alacak hesaplarının belirli bir grubunun tahsilatı gibi iyi belirlenmiş bir etkinliğin/faaliyetin yürütülmesinin amacı için oluşturulan iş varlıklarıdır. Çünkü onların, sadece önceden belirlenmiş bir faaliyetin yürütülmesi için tasarlanmış olduklarını, ÖAV'lara yatırım yapması için genellikle bir yatırımcı grubunu çekmesinin olası olduğunu çünkü nakit akışlarının ve onların

¹ **Seküritizasyon:** İngilizce'de 'securitization' olarak adlandırılan seküritizasyon, kısaca bilançonun dönen varlıklar bölümünde stok halindeki uzun vadeli ancak taksitlere dayanan alacakların likit hale dönüştürülmesi işlemidir.

yaptıkları girişimin risklerinin, tasarım tarafından açıkça belirlendiğini ileri sürmektedir. Buna karşılık bir yatırımcının, normal bir şirkete nakit bir yatırım yaptığı zaman, kurumsal yönetimin, kendi yatırımcılarına ön anlaşması tarafından belirtilmemiş olan işlemlerin ve faaliyetlerin bir çeşitliliğini taahhüt ettiğinden bahsetmektedir. Bu nedenle iyi tanımlanmış risklerle ve getirilerle bir projede yatırım söz konusu olduğunda, birçok yatırımcının, daha diffüz² olarak tanımlanan kurumsal form/biçim için bir ÖAV'nin izole edilmiş ve diğerlerinden ayırt edici doğasını tercih ettiklerini dile getirmektedir. Bu nedenle ÖAV'ların, büyük uluslararası projeler ve iyi tanımlanmış nakit akımları ve risk özellikleriyle diğer projeler için finansman yaratmak için tercih edilen bir varlık olarak birkaç on yıllardan beri kullanıldıklarından söz etmektedir. American Accounting Association'nın (AAA) (2003: 161) ifade ettiğine göre ÖAK'lar, sınırlı bir amaç için -genellikle tek bir şirket- bir sponsor tarafından yaratılan varlıklar olma eğilimindedirler. Onların, varlık seküritizasyon/menkul kıymetleştirme işlemlerinde, finansal kiralama (leasing) ve Ar-Ge faaliyetleri için onlarca yıl kullanıldıkları belirtilmektedir. Yasal yapının, genellikle 'iflas uzak'lığı olarak kabul etmek için ÖAK'a olanak sağladığını -yani ÖAK'ın varlıkları, sponsor şirket aleyhine iflas iddialarına/taleplerine tabi olmadığı dile getirilmektedir. Buna ek olarak yasal yapının, genellikle, örneğin, kendi varlıklarının izolasyonu ve kredi geliştirme yoluyla, uygun oranlarda borç para vermek için ÖAK'a imkan verdiğinden söz etmektedir. Yapının, aynı zamanda, örneğin, menkul kıymetleştirildikten sonra sözleşmelerin havuzu üzerinden etkili bir şekilde riskleri dağıtmak için ÖAK'u etkinleştirebildiği ileri sürülmektedir.

Crawford ve Fredericks'in (2003) söz ettiklerine göre bir ÖAI, likidite sağlamak ve/veya olumlu dış finansman elde etmek için bir firma tarafından yaratılan ayrı bir hukuki yapıdır. Varlıkların, teminat olarak bu varlıklar tarafından desteklenen işletme tarafından ihraç edilen menkul kıymetler ve yeni işletme içinde izole edildiklerini ifade etmektedirler. Bir ÖAI'de, genellikle bağımsız üçüncü taraf veya 'kamu' hisse sahipleri bulunduğunu beyan etmektedirler. Ek olarak ÖAI tarafından çıkarılan menkul kıymetlerin, alıcıların riskini azaltmak ve dolayısıyla fonlama maliyetini daha da azaltmak için 'kredi artırımları' veya garantileri

² Çoğu kimselerce duyulmuş, öğrenilmiş, kullanılmış veya benimsenmiş olan.

içerebildiğinden söz etmektedirler. Bir firmanın, bir kredi geliştirme olarak özsermaye sözü verdiği zaman problemin ortaya çıkabileceğini ileri sürmektedirler. Eğer piyasa koşullarının, özkaynağın değerinde düşüşe neden olursa, firmanın, ilave hisseler için rehinin/taahhüdünün gerekli olacağını iddia etmektedirler. Ek hisselerin, rehin verildiği zaman hissedarların -seyreltmeden ve iflastan korkarak- kendi hisselerini satabileceklerini, böylece ek güvenceler/garantiler için daha fazla oynaklık/volatilite ve gereksinimler ile sonuçlanacağını ileri sürmektedirler. Bank For International Settlements'a (2009: 2) göre bir ÖAV, belirli varlıkların ya da yükümlülüklerin iktisabı ve finansmanı için genellikle sınırlandırılmış faaliyetler olan bir araçtır. Bu bağlamda, varlık menkul kıymetleştirmelerinin ve yükümlülük menkulleştirmelerinin arasının bir ayrımla çizilmesi gerektiği belirtilmektedir. Varlık menkulleştirmelerinin, genellikle bankalar ve finans şirketleri tarafından üstlenildiklerini ve genellikle gelir getirici varlıkların (konut ipotek kredileri için değişen kredi kartı alacakları) nakit akışları tarafından desteklenmekte olan tahvil ihracına dahil oldukları dile getirilmektedir. Sorumluluk/Yükümlülük menkulleştirmelerinin, genellikle sigorta şirketleri tarafından yapıldıklarını ve genellikle potansiyel sigorta yükümlülüğünün (belirli bir ürün türünde beklenmedik iddia düzeyi için felaket bir doğa olayının değişmesi) riskini üstlenen tahvil ihracına dahil oldukları belirtilmektedir.

ÖAV'nın uygulamasının, finansal sektörlerde ve farklı varlık sınıfları için geniş olduğu ifade edilmektedir. Örneğin bu yapıların, konut ipotek destekli menkul kıymetleri (KMDMK:RMBS), ticari ipotek destekli menkul kıymetleri (TMDMK:CMBS), teminatlı borç yükümlülükleri (TBY:CDO), teminatlı kredi yükümlülükleri (TKY:CLO), varlığa dayalı ticari senet programları (VDTSP:ABCP) ve yapılandırılmış yatırım araçları (YYA:SIV) için programları istihdam ettiklerinden/kullandıklarından bahsedilmektedir. Tavakoli'nin (2003: 2) ifade ettiğine göre, ayrıca diğer ÖAV örnekleri Özel Amaçlı Şirketler (ÖAŞ:SPC), Özel Amaçlı İştirakler, Ana Vakıflar, Sahip Vakıflar, Hayırsever (Burs Veren) Vakıflar, Gayrimenkul İpoteği Yatırım Kanalları (GMİYK:REMICs), Finansal Varlık Seküritizasyon Yatırım Ortaklığı (FVSTO:FASIT), Çoklu Satıcı Kanalları, Tekli Satıcı Kanalları ve belirli Yurtiçinde İkamet Eden Kurumlar biçimlerindedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 2) göre bazı bölgelerde, ÖAV'ı

içeren çoğu işlemler bilanço içi kabul edilirken, diğer ülkelerde de benzer işlemler, bilanço dışı gözükecektir. Ancak muhasebe amaçları için bilanço içi ve dışı muamelesi arasındaki bu farkın, uluslararası finansal sistemde bulunmuş olan bu araçların nasıl şeffaf olduğuna ilişkin faktör olduğu belirtilmektedir.

Previts ve Larson'un (2008: 30) ifade ettiklerine göre Ginnic Mae (Ulusal Hükümet İpotek Birliği), hükümet sigortalı ipotekleri menkul kıymetleştirdiği zaman ÖAV'lar, 1970 yılında başladı. 'Menkul kıymetleştirme' teriminin, onları bir menkul kıymetler dizisi içerisine dönüştürerek nakit içine dönüştürülmüş alacakların asıl amacından geldiğini ifade etmektedirler. Uzun vadeli kiralama yoluyla tesis ve ekipmanın satın alınmasının, araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin finansmanı ve bilanço dışı finansmanın diğer formlarının/biçimlerinin kolaylaştırılması da dahil, birçok diğer işlemler için bir araç haline gelen, bilançolardaki tüketici alacaklarının önemli miktarının, bilanço dışı menkul kıymetleştirme yoluyla para kazandırmak için bir yol olarak başladığını ileri sürmektedirler. ÖAV'ların, ayrıca firmaların, bilançolarından yükümlülükleri kaldırarak, faaliyet kiralamalarının finansal raporlama faydalarına izin verirken, sermaye kiralamalarının vergi avantajlarını sağlamak için geliştirilmiş olan sentetik kiralamalarda yaygın olarak kullanıldıklarından bahsetmektedirler.

ÖAV'ların kullanımında, 1980'lerde ABD'de artış olmasına rağmen, varlıkların bağımsız mülkiyetinin/sahipliğinin minimum % 3'ü yokken sadece ÖAV konsolidasyonunu gerektiren yürürlükte olan Acil Sorunlar Çalışma Grubu (ASÇG:EITF)³ 90-15'in bir Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) personeli yorumundan sonra 1990'ların başlarında hızlı bir şekilde hızlandığını dile getirmektedirler. Sürdürülen önemin, 1996 yılında üç daha fazla ABD muhasebe kurallarına yol açtığını; Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FMSK:FASB) 125, ASÇG:EITF 96-20 ve ASÇG:EITF 96-21 belirtmektedirler. Kanunların ve yönetmeliklerin, bunların kullanımına izin vermeye başladığı zaman, Avrupa'nın, 1990'ların ortalarında menkul kıymetleştirmede ve sentetik kiralamalarda artan ilgi gördüğünü ileri sürmektedirler. İpotekli kredi menkul kıymetleştirmelerinin, 1996

³ Mevcut muhasebe standartlarının yorumlanması veya ortaya çıkan sorunlarına ilişkin olarak FMSK'na destek verilmesi amacıyla oluşturulan ASÇG:EITF (The Emerging Issues Task Force), muhasebe alanında kariyer sahibi kişilerden oluşmaktadır ve SEC gözlemcisi de ASÇG:EITF toplantılarına katılmaktadır.

yılında Hollanda'da yaygın olduğunu belirtmektedirler. 1997 yılında Alman bankalarına, kendi kredilerini menkul kıymetleştirmeleri için izin verildiğini belirtmektedirler. Onun erken olmasında, Daimi Yorumlama Komitesi (DYK:SIC)'nin, Avrupa'nın, ÖAV'ları kullanmasında farkında olunmasını sağladığını ileri sürmektedirler. Crawford ve Fredericks'in (2003) söz ettiklerine göre FMSK, yeni oluşturulan kuruluşlar için, 31 Ocak 2003'de yürürlüğe giren, Finansal Muhasebe Yorumu (FMY:FIN) 46'yı kabul etti. Daha da önemlisi mevcut varlıkların, yaşlandırılmadığını ve karara uymak zorunda kaldıklarını belirtmektedirler. FMY 46'nın, tüzel kişileri iki gruba ayırdığını: bunların, 'oylama çıkarları' yoluyla konsolide edilenler ve bunların, 'değişken çıkarlar' tarafından konsolide edilenler olduğunu beyan etmektedirler. Değişken faizli işletmeler (DFİ:VIE'ler) in onaylamasının, konsolidasyon için gereksinimi genişlettiğini ifade etmektedirler. Kalıntı getirilerden yararlanan ve beklenen kayıpları kapsayan firmanın, kendi finansal tablolarında işletmeyi konsolide etmeyi gerektirdiğini belirtmektedirler. Buna ek olarak istenen/gereken dış öz kaynağın, yüzde 3'den yüzde 10'a yükseltildiğini beyan etmektedirler.

1.2. Özel Amaçlı Varlıkların Biçimleri ve Özellikleri

Dharan'ın (2002: 3003) belirttiğine göre ÖAV'lar, sponsor bir şirket ve dış yatırımcıların bir grubu arasındaki ortak girişimler olarak dizayn edilmişlerdir. ÖAV'ların, bazı izin verilen diğer faaliyetleri için ana sözleşme/esas mukavelename tarafından sınırlandırılmış olduklarından söz etmektedir. 'Özel Amaçlı' teriminin, ÖAV'ın sınırlı kapsamından geldiğini ileri sürmektedir. Bu nedenle bir ÖAV'ın, genellikle 'beyin ölümü' veya 'otomatik pilotta' olarak nitelendirildiğinden söz etmektedir. ÖAV'ların proje faaliyetlerinden gelen nakit akımlarının, yalnızca kendi yatırımcılarına ödeme yapmak için kullanılabildiklerini ve başka bir amaç için sponsor firma tarafından alına bilemediğini ifade etmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 47) göre sponsor, ek olarak diğer tarafların bir çeşidi, ÖAV kurulmasında sponsorun amacına bağlı bir ÖAV'ı dahil edebilmektedir. Örneğin eğer bir sponsor, bir ÖAV'a varlıkları transfer ederse, ÖAV tarafından tutulan varlıkların, bir hizmet anlaşması yoluyla ÖAV adına bir hizmet sağlayıcı tarafından genellikle hizmet verildiği belirtilmektedir. Buna ek olarak

ÖAV'nin idari fonksiyonlarının, bir vekil veya idari bir ajan tarafından gerçekleştirilebildiğinden bahsedilmektedir.

Birçok ÖAV için ortak tanımlayıcı bir özelliğın, iflastan uzak olmaları olduğu ki ona göre bir ÖAV'nın varlıklarının, daha sonra iflasa giden sponsor firmanın her bir alacaklısından izole edildikleri belirtilmektedir. Bu özelliğın, sınırlayıcı ÖAV'nın amacı, borçluluk, varlıklar ve diğerk yükümlölükler (veya finansal olmayan yükümlölükler) de dahil olmak üzere çeşitli yöntemlerle elde edilebileceğı, ayrıca ÖAV'nın kendi (onun sponsorunun ya da diğerk ortaklığın değıl) bakış noktasından yapılabilecek iflasla ilgili kararların, kurumsal yönetim süreci içinde sağlanarak yapıldığı belirtilmektedir. Sponsor firma olayında iflas işlemine giren sponsorun alacaklılarının, ÖAV'nın varlıklarını elde ede bilemeyeceğı ileri sürölmektedir. Dahası ÖAV'ların, sınırlı amaçlı varlıklar olarak kurulmuş oldukları ve ÖAV'nın kendi iflasının riskini en aza indirmeye yönelik tasarlanmış oldukları belirtilmektedir. Dahası eğer varlıkların, ÖAV için sponsorun bilançosundan transfer edilmişlerse, transferin, hukuki amaçlar için gerçek bir satış olarak yapılandırılmış olduğu dile getirilmektedir. Gerçek satış gereksiniminin karşılanmasıyla varlıkların, sponsorun iflas riskinden daha uzak izolasyon kazandıkları ifade edilmektedir.

Tavakoli'nin (2003: 2) bahsettiğıne göre ÖAİ'ler, genellikle ya geçiş bağlantılı ya da ödeme bağlantılı yapılar olarak sınıflandırılmaktadırlar. Geçiş bağlantılı yapıların, yatırımcılar için varlıkların anapara ve faiz ödemelerinin tümünü geçtiğini dile getirmektedir. Dolayısıyla geçiş bağlantılı yapıların, genellikle pasif vergi araçları olduklarını ve işletme düzeyinde vergi çekmediklerini ifade etmektedir. Ödeme bağlantılı yapıların, nakit akışlarının yeniden yatırımını, nakit akışlarının yeniden yapılandırılmasını ve ek varlık alımına izin verdiğini iddia etmektedir. Örneğın kredi kartı alacakları işlemlerinin, yeni alacaklarda ödeme bağlantılı yapıların kullanılmasına izin verdiklerini, bu yüzden uzun ortalama yaşamlı tahvillerin, ihraç edile bildiğinden bahsetmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 48) göre ÖAV'ların, kredi ve faiz oranı riskinin transferi (ancak bunlarla sınırlı değıl) de dahil çeşitli iş amaçlarının, fonlamanın (finansman ve kaldıraç) bir kaynağı olarak, kökten dağıtım iş modelinin (ücret tabanlı gelirlere odaklanmış) bir parçası olarak arbitraj için, düzenleyici sermaye gereksiniminin azaltılması için, müşteri kolaylaştırılması ve tutulması için

ve bilanço yönetimi için, kullanıldıkları belirtilmektedir. Bu iş amaçlarının, tek bir yapıda elde edilebilen bu hedeflerin birkaçı ve karşılıklı ayrıcalık olmak zorunda olmadıkları ifade edilmektedir.

Hukuki yapısına ve muhasebe rejimine bağlı olarak bir ÖAV'nin varlıklarının ve yükümlülüklerinin, kendi 'iflas uzaklığı' statüsü ne olursa olsun sponsor veya diğer katılımcı varlıkların bilançosunda konsolide edilmesi gerekebileceğinden bahsedilmektedir. Aksi takdirde ÖAV'nin, bilanço dışı bir varlık olabileceği ileri sürülmektedir. ÖAV'ların çok sayıda kullanılmasının, firmaların bazıları tarafından kullanılan ÖAV'ların sayısının şeffaflığı dolayısıyla belirgin olacağı iddia edilmektedir.

ÖAV'ların en önemli kullanımlarından birinin, seküritizasyon oluşturmak olduğundan söz edilmektedir. Menkulleştirmenin, yatırımcılara satılmış olan menkul kıymetler içerisindeki finansal varlıkların üretiminde nakit akış havuzundan ve yeniden paketlenmeden oluşan yapılandırılmış bir finansman işlemi olduğundan söz edilmektedir. Bu menkul kıymetlerin, 'varlığa dayalı menkul kıymetler' olarak adlandırıldıkları ifade edilmektedir. Menkul kıymetleştirme sürecinin, genellikle bir iflastan uzak aracı satan kurumdan varlıkları izole etmek için bir ÖAV kullandıkları beyan edilmektedir. Konut ve ticari ipoteğin, kredi kartı alacaklarının, otomobil kredilerinin ve kiralamalarının, konut özkaynak kredilerinin ve öğrenci kredilerinin, menkul kıymetleştirmede teminat olarak kullanılan en yaygın varlık sınıfları arasında yer aldıkları ifade edilmektedir.

Crawford ve Fredericks'in (2003) beyan ettiklerine göre ÖAİ'ler, yerinde kullanıldığı zaman işletme finansmanında yararlı bir rolü vardır. Ancak şeffaflığın olmak zorunda olduğunu ve tüm tarafların, riskleri anlamak zorunda olduklarını belirtmektedirler. ÖAİ'lerin, menkul kıymetleştirme, elde etme ve varlıkları kiralama için kullanıldıklarını iddia etmektedirler. Seküritizasyonun, ilk ipotek piyasaları tarafından popüler edildiklerinden söz etmektedirler. Yani bir işletmenin (bazen bir ÖAİ), bir başlatıcıdan (genellikle ÖAİ'nin yaratıcısı), onların havuzlarından ve ipotekler tarafından desteklenen yatırımcılara menkul kıymetleri ihraç ederek ipotekleri satın aldıklarından bahsetmektedirler. Firmaların, artık alacak hesapları, kredi kartı bakiyeleri ve ticari krediler dahil olmak üzere birçok diğer finansal varlıkları menkul kıymetleştirdiklerini ifade etmektedirler. Firmaların,

sekürütizasyondan iki şekilde yararlandıklarını ileri sürmektedirler. Öncelikle varlıkların satışının, nakitin ve likiditenin akışını sağladığını belirtmektedirler. İkincisi ÖAİ tarafından satılan menkul kıymetlerin, varlıklar (varlık destekli menkul kıymetler denir) tarafından desteklendiğinden dolayı borcun maliyetini, azaltabileceğini ileri sürmektedirler.

Bank For International Settlements'a (2009: 48) göre çeşitli biçimlerde güvenli finansman yüzyıllardır var olmasına rağmen, modern finans tarihinde kendi mevcut biçiminde en erken menkul kıymetleştirilmiş işlemlerin, 1970'lerin başlarına ve Devlet Ulusal İpotek Birliği (Ginnie Mae) tarafından toplanmış ipotek kredilerinin satışlarının oluşmasına kadar geçmişe dayandığı belirtilmektedir. Bunu, Federal Konut Kredisi İpotek Birliği'nin (Freddie Mac) ve Federal Ulusal İpotek Birliği'nin (Fannie Mae), 1980'lerin başında kendi ipotek destekli menkul kıymetlerinin ihraçlarının takip ettiğini beyan edilmektedir. Sermaye piyasaları geliştikçe, daha yenilikçi ürünler geliştirildikçe, varlık sınıflarının, risk profillerinin ve vade spektrumlarının⁴ bir çeşitliliğine yol açacağı ileri sürülmektedir.

1990'lardan itibaren konut sekürütizasyonunun, ticari ve tüketici varlıkların, Avrupa, Asya ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde giderek artan bir şekilde yaygınlaşmakta olduğu dile getirilmektedir.

1.3. ÖAV Kullanmanın Nedenleri

American Accounting Association (AAA)'ın (2003: 162-163) belirttiğine göre komite, uygun bir konsolidasyon politikası standardının geliştirilmesini yönetmesi gereken ilkeler üzerinde belirgin bir anlaşmazlığın kaldığını kaydetmektedir. Bu anlaşmazlığın, konsolidasyon standartlarını revize etmek için FASB tarafından çeşitli başarısız denemeleri yansıttığı ileri sürülmektedir. Geçmiş yorum mektuplarında Komite'nin, konsolidasyon için temel olarak konsolide finansal tabloların ekonomik birim kavramının ve etkili ekonomik kontrolün daha geniş tanımı yanında yer aldığı belirtilmektedir. Etkili ekonomik kontrolün, durumun gerçeklerinin ve koşullarının bir fonksiyonu olduğunu iddia etmektedir. Komite'nin, konsolidasyon için yegane temel olarak yasal kontrolü sürekli olarak reddettiğini beyan etmektedir. Yasal yaklaşımın temel dezavantajının, şirketlerin, ÖAK ile ilgili

⁴ Yelpaze, izge, ayrılma, tayf.

işlemlerin ekonomilerini belirsizleştiren yasal düzenlemelerle ÖAK'ların konsolidasyonunu engelleyebilmelerinin olması iddia edilmektedir. Komite'nin görüşüne göre bir konsolidasyon standardının, varlıkların ve yükümlülüklerin tanımlarını takip eden ve ilkeler tabanlı olması gerektiği belirtilmektedir.

Komite'nin, ÖAK'ların konsolidasyonu için etkin kontrol yaklaşımının, genellikle bir varlığın tanımıyla uyumlu olduğuna inandığı ifade edilmektedir. Bu tanımın, eğer 'ebeveynin', etkili ekonomik kontrolün kullanılması yoluyla sahipliğin/mülkiyetin risklerini ve faydalarını muhafaza ederse/elinde tutarsa, bir işletmenin/kuruluşun varlıklarının, yalnızca 'ebeveyn'le konsolide edilmesi gerektiğini dile getirmektedir. İşletmenin yükümlülüklerinin, işletmenin varlıklarının gelecekteki olası fedakarlığını gerektirmesi nedeniyle, eğer kendi varlıkları, 'ebeveyn'le uygun bir şekilde konsolide edilmişse, işletmenin yükümlülüklerinin, 'ebeveyn'le uygun bir şekilde konsolide edildiğini dile getirmektedir.

Dharan'ın (2002: 3003) bahsettiğine göre ÖAV'lar, VDMK'ler piyasasında ve TBY'leri ve İDMK'leri gibi finansal ürünler içerisinde en çok olarak bulunmaktadır. VDMK'lerin, özünde, açık bir şekilde sınırları belirgin varlıkların temel bir setinden türemiş değer olan finansal araçların bir formu/biçimi olduklarını ileri sürmektedir. Genellikle likit olmayan ve pazarlanabilir olmayan varlıkların aksine, VDMK'ler piyasası içerisinde ÖAV'ların yaygın bir uygulaması içinde, ortalama bir kredi derecelendirmesine sahip bir üreticinin, kendi defterlerinde/kayıtlarında ticari alacakların bir grubunu (menkul kıymetler gibi bir piyasada) 'menkul kıymet' leştirebileceğinden söz etmektedir. Yatırımcıların, çok riskli olabilen şirketten bireysel ticari alacakların bir ya da daha fazlasını satın alıyor olduğunu hissedebileceğini, oysaki bu alacakların büyük bir grubunun bir bölümüne (hisselerine veya birimlerine) yatırımın, daha az risk sunabileceğini çünkü varsayılan riskin, alacakların çok daha büyük bir grubu üzerine yayılmakta olduğunu ifade etmektedir.

Ticari alacak varlıklarına yatırım yapmak için yatırımcıları çekmek için şirketin, sadece yatırımcıların sermayesini geri ödemek ve yatırımcılara getiri ödemek için kullanılan alacakların her tahsilatını sağlamak zorunda olduğunu belirtmektedir. Bu amaçla bir ÖAV'ın, oluşturulduğundan söz etmektedir. Üreticilerin, ÖAV'a ticari alacakları sattıklarını, genellikle şirkete başvurmadan/rücu

etmeden ve acil nakit aldıklarından söz etmektedir. ÖAV'nin, ÖAV'nin yatırımcılarına para aktarmaktan ve alacakları toplamaktan daha çok hiçbir şey yapmamak için ana sözleşme tarafından sınırlandırılmış olduğunu belirtmektedir. Böylece şirketin, kullanmakta olan diğer üretken için sonra dağıtılabılır olan bir sermaye infüzyonuyla⁵ sonuçlanan, paraya/nakite likit olmayan varlıkların bir grubunu dönüştürmeyi yönettiğini ileri sürmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 11) göre ÖAV'nin kullanımı için motivasyon faktörleri iki geniş kategoriye ayrılmışlardır: (1) varlıkların yaratıcılarının motivasyonları ve işlemlerin sponsorları, (2) yatırımcıların motivasyonları. ÖAV'ların ve onları kullanan seküritizasyon işleminin, ÖAV tarafından barındırılan maruziyetlerin altında yatan havuz risklerini ayırmanın ve bu riskleri almaya en istekli olan taraflara bu risklerin yeniden tahsis edilmesinin/dağıtılmasının bir yolu olarak görülebileceği ileri sürülmektedir. Bu nedenle bu amacın, hem yaratıcılar hem de yatırımcılar için motive edici bir faktör olduğu beyan edilmektedir.

1.3.1. Yaratıcıların ve Sponsorların Nedenleri

1.3.1.1. Risk Yönetimi

Dharan'ın (2002: 3004) ifade ettiğine göre bir ÖAV'da bir yaratıcı için önemli bir riskin, ÖAV içine 'geri ulaşmaya' çalışabilen ve varlıklara erişimi olabilen (sponsor şirket, sponsor veya devreden olarak bilinen) varlıkları transfer eden şirketin finansal sıkıntısının (ya da sadece hırsan itibaren) zamanlarındadır. Böylece ÖAV'nin ana sözleşmesinin, böyle bir ihtimali engellemek -aslında yasaklamak- için özellikle yazılmış olduğunu belirtmektedir. Örneğin maddelerin, genellikle bir ÖAV'nin kuruluşunda veya başka bir kuruluşla herhangi bir birleşmeyi yasaklamak için kredi belgelerine, ÖAV oluşumu sırasında özellikle katılan şey dışında herhangi bir borç, sponsor kuruluşu temettülerin veya faizin ödemesine, sponsor kuruluşla varlıkların ve yükümlülüklerin karışımına v.b. eklendiklerinden söz etmektedir. Maddelerin, devreden ve ÖAV arasında her tür sözleşmeleri de sınırlandırdığından ve geliri ölçmek için ÖAV tarafından kullanılan muhasebe

⁵ içine dökme, katma, demleme, telkin, aşılama, damara zerk etme.

politikalarını belirlediğinden bahsetmektedir. Bir ÖAV yaratıcısı için diğer bir temel riskin, ÖAV'nin varlıklarının olması olduğunu belirtmektedir, görünüşte tamamen devredenden izole edilmiş iken, bir iflas yargıcı tarafından devredenin bilançosu içine geri döndürülebileceğini ileri sürmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 12) göre ÖAV, hem başkalarından satın alınmış riskleri kümeleyen hem de riskleri yaratan kurumların risk yönetimi aracıdır. Yaratıcının, değişen derecelere göre kredi riskini ve faiz oranı riskini diğer taraflara transfer edeceği belirtilmektedir. ÖAV'ların, yaratıcıdan üçüncü taraflara kredi riskini transfer etmek amacıyla kullanılabileceğinden bahsedilmektedir. Üçüncü taraflara verilen kredi risk transferinin ölçüsünün, ÖAV'nin borç dilimlerine bağlı olduğu ve sermaye yapısının, yaratıcısı tarafından tutulan bunlar karşısında üçüncü şahıslara satıldığı ifade edilmektedir. Örneğin yaratıcının, en çok ödenemeyen dilimleri muhafaza eden rüçhanlı dilimleri satabileceği iddia edilmektedir. Eğer yeterince büyük bir 'birinci kayıp' dilim muhafaza edilirse, o zaman bu yaratıcının, temel risklerin makul ölçüde kredi riskinin hemen hemen tümüne hala katlanabileceğinden ve sadece kuyruk riskini devredebileceğinden söz edilmektedir. ÖAV'ları içeren işlemleri yapmak için yaratıcı kurumlara başka bir sebebin, faiz oranı riskini yönetiyor olması belirtilmektedir. Bazı yapılarda, ÖAV tarafından verilen borcun nakit akışlarının, eğer yaratıcının, varlıklarını finanse etmek için sahip olduğu borcu öderse, temel varlıkların nakit akışlarının daha iyi neticelenebileceğinden bahsedilmektedir. Tüm nakitin, yatırımcılara aktarılan varlıklar üzerinden alınmışken, bunun, göreceli olarak basit geçici araçlar olarak yapılandırılan ÖAV'lar için genellikle doğru olduğu iddia edilmektedir.

Crawford ve Fredericks'in (2003) ifade ettiklerine göre bir ÖAİ, kabul etmeye istekli başka bir şirketten riski kaydırmak için de kullanılabilir. Örneğin Dell Bilgisayar'ın, Tyco International Ltd ile bir ortak girişim olan Dell Finansal Hizmetlere (DFH) sahip olduğunu belirtmektedirler. Dell'in, DFH'lerin yüzde 70'ine sahip olduğunu, kendi alacak hesaplarını veya DFH için kredide Dell bilgisayarları satın alan müşteriler için yaptığı kredileri sattığını beyan etmektedirler. Bunun, Dell'in kendi tahsil süresini ve maliyetini azaltmasına olanak sağladığını iddia etmektedirler. Bununla birlikte Dell'in, DFH'i kontrol etmediğini ve bu nedenle, onu konsolide edilmiş finansal tablolara dahil etmediğini ifade etmektedirler. Tyco

yönetiminin, onun, DFH'i konsolide eden ve ödeme için sorumlu müşteriyi, Dell'in değil, düşündüğünü ifade etmektedirler. Bu nedenle Dell'in, Tyco'ya kötü borcun riskini kaydırıldığını dile getirmektedir.

1.3.1.2. Fonlama ve Likidite

Bank For International Settlements'a (2009: 12) göre ÖAV'ları kullanan yaratıcılar için başka bir ana sebebin, finansman maliyetlerini azaltmak ve fonlamanın ve likiditenin ek kaynaklarına erişim içindir. ÖAV'lar hizmetinin ana işlevlerinden bir tanesinin, daha az likit dönüşümü, daha fazla likidite içerisinde orantısız riskler ve orantılı menkul kıymetler için yaratıcı kuruma olanak sağlamak olduğu belirtilmektedir. Bu dönüşümün, veren kurumun, genişletilmiş bir fonlama tabanı ve fonlama maliyetlerini azaltma aracılığıyla likiditesini geliştirmeyi sağlayabileceği ileri sürülmektedir.

ÖAV'ların, teminatsız bazda bir borçlanmadan daha düşük borçlanma maliyetlerini genel olarak sağlayan teminatlı bir borçlanma için benzer olan yapılarda sık sık kullanılmış olduğu beyan edilmektedir. Bu teminatlı borçlanmanın, yüksek oranlı menkul kıymetlerin, oluşturulmuş olan genel yapının bazı kısmının içinde nominal olmayan varlıkların dönüşümü ile bağlantılı olduğu ileri sürülmektedir.

Crawford ve Fredericks'in (2003) beyan ettiklerine göre kurumsal finansmanda dış finansmanın iki genel sınıfı, sermaye ve borç kaydedilir /muhasebeleştirilir. Özkaynağın, bir yatırımcı için borçtan daha riskli olduğunu ve bu nedenle, bir geri dönüş primi gerektirdiğini ileri sürmektedirler. Sonuç olarak sermayenin, firma için borçtan daha maliyetli olduğunu iddia etmektedirler. Ancak özsermayenin, esneklik sağladığını belirtmektedirler -hiçbir getiri vaat etmediğini ve temettülerin/kar paylarının, yönetiminin takdirinde ödendiğini belirtmektedirler. Alternatif olarak firmaların, borç ihracı yoluyla kendi dış finansmanın maliyetini azaltabileceğinden söz etmektedirler. Ama borcun, sabit bir maliyeti olduğunu ve borç sahiplerine ödemelerin, yapılmak zorunda olduğunu veya şirketin, yasal işlemle karşı karşıya olabileceğinden bahsetmektedirler. Buna karşın firmaların, vergi amaçları için faiz ödemelerinin giderleştirildiğini, böylece ihraççıların maliyetini daha da azalttığını ifade etmektedirler.

İdeal bir finansman aracının, özsermayenin esnekliğiyle veya 'vaatsizliğiyle' /taahhütsüzlüğüyle' borcun vergi avantajlarını birleştirebildiğini ileri sürmektedirler. Bir ÖAI'nin, böyle melez bir menkul kıymet oluşturmak için yapılandırılmış olabileceğinden bahsetmektedirler. Bir firmanın, bir ÖAI oluşturabildiğini ve onu sermaye benzeri borçla finanse edebildiğini beyan etmektedirler. Sonra ÖAI'nin, yansımaları olmayan atlanabilir temettülere/kar paylarına izin veren tercihli hisse senedi ihraç ettiğini ifade etmektedirler. Normalde sermaye benzeri borcun, kendi sermaye benzeri konumunu yansıtan bir maliyet taşıyabildiğini ama ele geçirilen bir kuruluşa ihraç edilen borç verilebildiğini, ihraç eden firmanın, sadece imtiyazlı /tercihli temettü/kar payı gerekliliklerini karşılamak için yeterince yüksek bir kupon kurmaya ihtiyaç duyduğunu ileri sürmektedirler. Firmanın, yasal rücu olmaksızın ertelenmiş ödemenin esnekliğine sahip olmasına rağmen, nihai sonucun, makul bir maliyetle yükseltilmiş borcun olduğu esnek bir finansman yapısı olduğunu iddia etmektedirler.

Bank For International Settlements'a (2009: 12) göre ÖAV'lar, doğrudan borçlanma yoluyla mevcut olabilmenin ötesinde yaratıcının genişletilmiş yatırımcı tabanı dahil olmak üzere fonlamanın ek kaynaklarına erişimini ayrıca sağlayabilir. Yaratıcının ÖAV'nın yasal ve finansal ayrılığının, mevcut yatırımcılardan daha büyük bir miktar ödünç almak için veya yeni yatırımcılardan dolayı ödünç almak için yaratıcıya yardım edebildiği ileri sürülmektedir. Bazı yatırımcıların, kullanılan ÖAV'ların üstesinden gelebilen tek isime maruz kaldıklarında düzenleyici veya iç sınırlara sahip olduklarından bahsedilmektedir. Örneğin, ÖAV'ların kullanımının, rahatlıkla bir yaratıcının sigortalama ve hizmet uygulamalarına ilişkin belirli bir ürün olan bir yatırımcıdan borç para isteğinin devam etmesi için bir yaratıcıya olanak sağlayabildiğini ama yaratıcının, kurumun giriş bilançosu ve faaliyetleri için her biri daha büyük riski almak istemediğinden bahsedilmektedir.

ÖAV'ların, sermaye piyasalarına daha büyük ve daha ucuz erişen daha küçük kurumlara izin verebilen/olanak sağlayan risklerin birikimini kolaylaştırmak için ayrıca kullanılabildikleri ileri sürülmektedir. Daha küçük kurumların, pazara doğrudan erişime sahip olamayabildiklerini ama diğer küçük kurumlarla onların risklerinin biriktirilmesiyle, onların, sermaye piyasalarına daha verimli bir şekilde erişebildikleri ifade edilmektedir. Örneğin daha küçük kurumların, küçük işlem

boyutundan dolayı kendi ihraçlarında daha yüksek likidite primleriyle yüzleşebileceğinden bahsedilmektedir.

1.3.1.3. Muhasebe

Dharan'ın (2002: 3012) iddia ettiğine göre ÖAV'ların finansal mühendislik etkilerine izin veren muhasebe kurallarının en az üç seti bulunmaktadır. Bilanço konsolidasyonu ile ilgili olan birincisi -sentetik kiralama gibi ÖAV'ların, sponsor işletmeden ayrı olarak rapor edilip edilmemesi gerektiği veya konsolide edilip edilmemesi gerektiğiyle ilgilidir. Satışların tanınmasıyla ilgili olan ikincisi -bir ÖAV'a varlıkların transferinin, bir satış gibi rapor edilmesi gerektiği zamanla ilgilidir. İlgili taraf işlemleriyle ilgili olan üçüncüsü -ilişkili taraflara varlıkların transferlerinin, gelir olarak rapor edilebilip edilemeye bileceğiyle ilgilidir. Ekonomik ve iş faydaları için kendi potansiyeline rağmen ÖAV'ların kullanımının, sponsor şirketin, borcu gizlemek, kötü performanslı varlıkların saklanması veya kazançları yönetmek gibi diğer bazı muhasebe motivasyonlarına sahip olup olmadığının sorusunun her zaman gündeme gelmiş olduğunu belirtmektedir. Buna ek olarak ÖAV'ların kullanımındaki patlayıcı büyümenin, ÖAV'ların konsolide edilmesi gerektiği zaman ve konsolide edilip edilmediğine dair yöneticiler, denetçiler ve muhasebe standartları belirleyicileri/oluşturucuları arasında tartışmalara yol açtığını ileri sürmektedir. Eğer ÖAV'ların, sponsor işletmeden ayrı konsolide olmayan kuruluşlar olarak rapor edilirse, bunun, ÖAV'ların amaçlanan muhasebe etkilerinden dolayı sadece elde edilebileceğini ileri sürmektedir. Diğer bir deyişle sponsor şirketin, ÖAV'da bir şekilde kendi mülkiyetini/sahipliğini yeterince düşük tutmaya ihtiyaç duyduğunu böylece ÖAV'ı konsolide etmek zorunda olmadığını ifade etmektedir.

Hartgraves ve Benston'un (2002: 246) ifade ettiklerine göre ÖAK'lar, kendi bilançolarında bilanço dışı menkul kıymetleştirmenin, müşteri alacaklarının önemli miktarları yoluyla bankalara ve diğer şirketlere para kazandırmaya yardımcı olmak için öncelikle, 1970'lerin sonlarında 1980'lerin başlarında yatırım bankalarının ve finans kurumlarının kendi iş müşterilerine sunduğu finansman araçlarının portföyünde görünmeye başladığından söz etmektedirler. Yeni oluşturulan bir ÖAK'un, sermaye ve borç menkul kıymetleri ihraç ederek sermaye edinmek

istediğini ve sık sık ÖAK tarafından çıkarılan garantili borcu destekleyen firmadan gelen alacakları satın almak için gelirleri kullandığını ifade etmektedirler. Çünkü alacakların, sınırlı olduğunu ve yeniden ödemesizliğin riskinin güvenilir bir şekilde ölçüldüğünü, özkaynağın görece küçük bir miktarının, tüm beklenen zararların karşılanmasında genellikle yeterli olduğunu, böylece kendi garantisini yerine getirebilen destekleyici şirketi olası yaptığından söz etmektedirler. Borç sahibinin, alacakların veya sponsorun toplamını geri ödeyebilirken, bu şekilde sponsor şirketin, borcun veya faktöringün alternatifinden daha çok faizin daha düşük bir oranını öderken nakiti alacaklara dönüştürebildiğini iddia etmektedirler. ÖAK'ların, ayrıca kendi bilançolarından alacakları kaldırmak için sponsorlara izin verdiklerini ve seküritizasyonda/menkul kıymetleştirmede katılan borcu kabul etmekten kaçındıklarını ileri sürmektedirler.

Dharan'ın (2002: 3004) ifade ettiğine göre bilanço dışı finansman ve satış muhasebesindeki kazancın, başından itibaren tartışmalı olmuş ÖAV muhasebesinin özelliklerinden kaynaklanmıştır. Milyar dolarlık bir sektör haline gelen seküritizasyon/menkul kıymetleştirme gibi ÖAV'ların raporlaması için muhasebe hükümlerinin olası yanlışlığının, muhasebe düzenleyicilerin ve standart belirleyicilerin/oluşturucuların dikkatini de çektiğini dile getirmektedir. Buna ek olarak ÖAV'lar gelişiminin başlangıçlarının, ticari alacaklar ve ipotek alacakları ve daha sonra kiralamarlar gibi seküritizasyona/menkul kıymetleştirmeye ve finansal varlıkların satışına veya devrine/transferine odaklandığını, 1990'ların, enerji almak veya satmak için uzun vadeli taahhütlerin (enerji türevlerinin), geniş bant kapasitesi ve metal ve maden hakları gibi finansal varlıkların, türevlerin ve taahhütlerin çoğu diğer türlerinin seküritizasyon/menkul kıymetleştirme ve transferi için ÖAV'ların daha ayrıntılı uygulamasını gördüğünden söz etmektedir.

Muhasebe sorunlarının, bunların kullanımıyla kaldırılmasına rağmen ÖAV'ların, likit olmayan varlıkların aksine varlıklarda sık sık likidite yaratarak, makul bir maliyette sermayeyi artırarak birçok şirketlere yardım etmede rol oynamış onların hayati rolü nedeniyle genellikle meşru finansal araçlar olarak muhasebeleştirildiklerinden bahsetmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 13) göre bazı ÖAV'ların kullanımı için bir diğer sebep, eğer belirli koşullar yerine getirildiği takdirde,

yaratıcı, kendi bilançosundan varlıkları çıkartabilir olarak belirtilen bilanço dışı muhasebe muamelesidir. Varlıkların bilanço dışı tutulmasıyla, sponsor kurumun, daha yüksek getirili bu tür varlıkların, finansal oranları daha iyi gösterme yeteneğinden yararlanabildiği ileri sürülmektedir. Buna ek olarak sponsor kurumun, daha yüksek maddi sermaye oranları (bilanço dışı kalemleri, bilanço içi kalemlere geri ekleyen ölçüye bağlı olan) göstermesinin mümkün olabildiğini ve ÖAV'larda varlıklara karşı rezervi olmayacağı ileri sürülmektedir. Varlıkların bilanço dışı hareket yeteneğinin, bildirilen bilanço varlıklarının miktarına bağlı olunan sermaye yeterliliği gereksinimleri olan bazı ülkelerde düzenleyici sermaye oranlarını ayrıca etkileyebildiğini ifade etmektedir. ABD'de kaldıraç oranının, böyle bir örnek olduğu dile getirilmektedir.

Bilanço dışı muhasebe muamelesine ulaşma yeteneğinin, yaratıcı veya sponsor kuruluşun tabi olduğu muhasebe rejimi tarafından etkilendiği iddia edilmektedir. Bilanço dışı muamelenin, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) kapsamından daha çok ABD Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (GKGMİ) kapsamında elde etme genellikle daha kolay olmasına rağmen, hatta belirli koşullar altında sponsorların, kendi bilançosunda görünen varlıklara sahip olmayı ayrıca engelleyebildikleri belirtilmektedir. Bununla birlikte ABD FMSK'nun 2010 yılında yürürlükte olan ÖAV'lar ile ilgili yeni muhasebe kurallarının, bilanço dışı muameleye ulaşmak için ÖAV'ları kullanan kurumların yeteneğini önemli ölçüde azaltabileceğinden bahsedilmektedir. Sonuç olarak ABD muhasebe değişikliklerinin, ÖAV'lar kullanılmasında yaratıcılar için motivasyonları önemli ölçüde değiştireceği iddia edilmektedir. Bu muhasebe değişikliklerinin ayrıca, kaldıraç ve risk tabanlı sermaye oranlarını etkileyebileceğini ve firmaların düzenleyici sermaye yeterliliği gereksinimlerinin yönetimi üzerinde önemli bir etkiye sahip olabildiği belirtilmektedir.

Hartgraves ve Benston'un (2002: 247, 249, 257) belirttiklerine göre ÖAK'lar fikri, bazı parlak finansal mühendislerin kafasında ilk tasarlandığı zaman, varolan muhasebe rehberinin tanımlanmamış olduğunu belirtmektedirler. Zorunlu yenilikçi iş yöntemleri için özel muhasebe rehberinin, gerçek uygulamada gecikmek zorunda kalmasına rağmen, kavramsal çerçeve ve diğer genel kuralların, yenilikçi uygulamalara muamele etmede muhasebecilere yardımcı olması gerektiğini

belirtmektedirler. Geçtiğimiz 40 ila 50 yılda muhasebe mesleğinin, şirketlerin finansal tablolarının konsolidasyonunun yönetiminin genel politikalarının ve bunların kontrol edilen iştiraklerinin ve bağlı ortaklıklarının yavaş yavaş geliştiğinden söz etmektedirler.

Başlangıçta ince ince aktifleştirilmesine rağmen alacak hesapları gibi varlıkların para kazanması için tasarlanmış ÖAK'ların, varlıkların, yükümlülüklerin ve ilgisiz kuruluşların geleneksel tanımları uygulanarak düzgün bir şekilde muhasebeleştirilmiş olduklarını belirtmektedirler. Bu ÖAK'ların, FMSK Bildirisi No 140 tipi işlemlerle meşgul olduğunu belirtmektedirler. Nakitin, genellikle ÖAK'lara satılan alacaklarla alındığını, bu yüzden değeri oluşturmakla ve dolayısıyla satılmış varlıklar üzerindeki kazançta veya kayıpta sorun olmadığını iddia etmektedirler. Sponsor şirketin, genellikle ÖAK'ların borcuna garantiler vermesine rağmen, bunun bir yükümlülük haline gelmesinin olasılığının, küçük olduğunu çünkü ilgisiz yatırımcılar tarafından sağlanan özsermayenin, objektif bir şekilde ölçülebilen kayıpları karşılamak/absorbe etmek için yeterli olduğundan söz etmektedirler. Konsolide olmamasının, genellikle uygun olduğunu ifade etmektedirler. Sonra ÖAK'ların, duran varlıkların ve ekipmanın edinilmesi veya satışı ve geri kiralınması için kullanılmış olduğunu dile getirmektedirler. Ancak düzenlemelerin şirketlere, ASÇG:EITF Sayı 90-15 kapsamında konsolide edilmesini önlemek/engellemek için kendi kiraya veren ÖAK'larıyla yapmak zorunda olmasının, kiracı tarafından üstlenilen riskler açısından kurulan finansal kurumlardan genellikle finansal kiralama özelliklerinden yapılan düzenlemelerden önemli ölçüde farklı olmadığını beyan etmektedirler. Günümüze kadar birçok defa alanında ilgili söz sahibi çeşitli kurumlar tarafından ÖAV ve konsolidasyonu ile ilgili çalışmalar yapıp, bildirilerin yayınlandığını belirtmektedirler. Bu bildirilerden kimisinin ilklere öncülük ettiğini, kimisinin yeni kurallar getirdiğini, kimisinin öncekilerin kurallarının yerine geçip değiştirdiğini, kimisinin mevcut kuralları geliştirdiğini belirtmektedirler. Aşağıda ÖAV ve konsolidasyonla ilgili bildirilere ilişkin kronolojik bir tablolama mevcuttur.

YIL	BİLDİRİ	BİLDİRİ KONUSU
1959	Muhasebe Araştırma Bülteni (MAB:ARB) No 51	<i>Konsolide Finansal Tablolar</i>
1971	Muhasebe İlkeleri Kurulu (MİK:APB) Mütalaası/Görüşü No 18	<i>Hisse Senedi Yatırımları için Muhasebe Özkaynak Yöntemi</i>
1983	FMSK:FASB Bildirisi No 76	<i>Borç Söndürme/Etkisizleştirme</i>
1983	FMSK:FASB Bildirisi No 77	<i>Rücuyla Alacakların Transferleri için Aktarıcılarla</i>

		<i>Raporlama</i>
1984	Acil Sorunlar Çalışma Grubu (ASÇG:EITF) Sayı 84 - 30	<i>Özel Amaçlı Kuruluşlara Kredilerin Satışı</i>
1987	FMSK:FASB Bildirisi No 94	<i>Tüm Çoğunluğa Sahip Olduğu İştiraklerin Konsolidasyonu - MAB:ARB No 51 Değişiklik, MİK:APB Mütalaası/Görüşü No 18'le ve AB:ARB No 43, Bölüm 12'le İlgili Değişiklik</i>
1989	ASÇG:EITF Konu No D-14	<i>Özel Amaçlı Kuruluşlarla İlgili İşlemler</i>
1990	ASÇG:EITF Sayı 90-15	<i>Kiralama İşlemlerinde Bağımsız Kiralayanların, Hurda Değer Garantilerin ve Diğer Hükümlerin Etkisi</i>
1996	FMSK:FASB Bildirisi No 125	<i>Finansal Varlıkların Transferleri ve Servisi ve Yükümlülüklerin Söndürülmesi/Etkisizleştirilmesi için Muhasebe</i>
1996	ASÇG:EITF Sayı 96-20	<i>Özel Amaç Kuruluşlarının Konsolidasyonunda FMSK:FASB Bildirisi No 125'in Etkisi</i>
1996	ASÇG:EITF Sayı 96-20	<i>Özel Amaçlı Kuruluşlar İçeren Kiralama İşlemleri İçin Muhasebede Uygulama Sorunları</i>
2000	Bildiri No 140	<i>Finansal Varlıkların Transferleri ve Servisi ve Yükümlülüklerin Söndürülmesi/Etkisizleştirilmesi için Muhasebe, FMSK:FASB Bildirisi No 125'de Değişiklik</i>

Tablo - 1: Konsolidasyonlara ve ÖAV'lara İlişkin Başlıca Muhasebe Bildirileri Kronolojisi

Kaynak : Hartgraves ve Benston, The Evolving Accounting Standards for Special Purpose Entities and Consolidations, 2002: 249.

1.3.1.4. Düzenleyici Sermaye

Bank For International Settlements'a (2009: 14) göre Basel I sermaye kurallarına göre bankalar, ÖAV'lar aracılığıyla transfer edilmiş varlık riskleri olan seküritizasyon işlemlerinde çekici gelen düzenleyici sermaye yararlarını gerçekleştirebilirler. Bu teşvikin, bilançoda kaydedilmiş olan kurumsal ve perakende risklerin en çok türlerine uygulanmış olan tek bir risk ağırlıklı gerçek (yani; riski değişmeyen sermaye gereksinimi) olmasından kaynaklandığı belirtilmektedir. Basel I tabanlı kurallara tabi bankacılık kuruluşlarının, ÖAV'ları kullanmak suretiyle riske duyarlı olmayan sermaye gereksinimleri etrafında bir yol gösterdiklerinden söz edilmektedir. Onların bilançolarında kaldırılan varlıkların, ekonomik riskin piyasa değerlendirmesi ile ilgili olarak yüksek düzenleyici sermaye gereksinimine sahip iken, bankaların, kendi sermaye dağıtımını optimize edebilmeyi başarabildiklerinden bahsedilmektedir.

ÖAV işlemlerini çekici hale getirmek için düzenleyici sermaye motivasyonlarının, sermaye gereksinimlerinde bilanço içi değişiklikler nedeniyle Basel II'nin bir sonucu olarak değişecekken, motivasyonların, seküritizasyon işlemlerinde devredilmemiş risklerin Basel I'in ve Basel II'nin muameleleri arasındaki farklılıklar tarafından ayrıca etkilenebileceği ileri sürülmektedir. Basel II'nin, bir ÖAV'dan yaratıcının transfer ettiği varlıkları satın alan bir yaratıcının

pozisyonu için sermaye gereksinimlerini ölçmek için riske duyarlı yaklaşımların daha fazlasını içerdiğinden bahsedilmektedir.

Düzenleyici sermaye muamelesinin, sigorta şirketleri tarafından ÖAV'ların kullanılmasını ayrıca etkileyebileceği dile getirilmektedir. Örneğin 'sepetli' yapılarda ÖAV'ların kullanımının, yeni iş yapmak ve kapasitesini genişletmek için aynı sigorta şirketlerine izin veren üçüncü taraflarla işin belirli hatlarının reasüransı için sigortacılar sağlayacağından bahsedilmektedir. Aynı şekilde koşullu borçların, felaket tahvilleri ('kedi tahvilleri') ihracı üzerinden üçüncü taraflara transfer edildiklerini dile getirilmektedir.

1.3.2. Yatırımcı Nedenleri

Bank For International Settlements'a (2009: 17-18) göre kullanılan bir ÖAV işlemi, yaratıcı açısından teminatlı borçlanma olarak görülebilmekteyken; bu tür işlemlerin, üçüncü taraf bir yatırımcı açısından teminatlı krediler olarak görülebilmektedir. ÖAV'ın, satıcıdan varlıkların yasal izolasyonunu sağlama işlevi gördüğü belirtilmektedir. Bu gibi durumlarda bir ÖAV'ın, genellikle iflastan uzak olarak kabul edildiği; yani ÖAV'ın, yaratıcının herhangi bir iflasından izole edilebildiği ve korunabildiği dile getirilmektedir. Yaratıcının tüm işini ve bütün ilgili kredi itibarını değerlendirmek zorunda olmasından daha çok, bunun, hasarların belirli bir kümesi ile ilişkili risklere odaklanması için yatırımcıya imkan verdiği ileri sürülmektedir. ÖAV'lar tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri satın almak için tek bir sebebin, bazı düzenleyici ve iç sınırlardan kaçınma imkanı olduğu belirtilmektedir. Tek bir kuruma sınırlı hasarların, ayrıca doğrudan krediler yapmış olabilmek için aynı kurum tarafından kurulmuş olan bir ÖAV tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapılmasından kaçınılabildiği ileri sürülmektedir. Bu bağlamda konsantrasyon limitlerinin, söz konusu yükümlülük, ayrı bir ÖAV'da bazen (ama daima değil) korunan varlıklar tarafından güvende olsa bile, kapalı tahvil piyasası (uygun menkul kıymetleştirmeye karşı olarak) üzerinde bir kısıtlama olabildiği, çünkü yaratıcı kurumun, kapalı bir tahvil işlemi içinde borçlu kaldığından söz edilmektedir.

ÖAV'ların, yeni varlık sınıfları için risk kazanan yatırımcılar için aslında onu daha kolay yaptığı ifade edilmektedir. Örneğin bir sigorta şirketinin, kendisinin

yatırım portföyünü çeşitlendirmek için temel varlıklar gibi perakende kredi ürünleri ile menkul kıymetler tutmak isteyebildiğinden bahsedilmektedir. ÖAV'lar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmanın, kredi yüklenim sürecine tamamen dahil olmak zorunda olmaksızın yapılabildiği iddia edilmektedir. Benzer şekilde afet bonolarının, çeşitlendirilmiş portföyler (emeklilik fonları, kurumsal yatırımcılar ve hedge fonlar gibi) isteyen yatırımcılar için cazip yatırımlar olduğundan, bu gibi tahvillerin, hisse senetleri veya şirket tahvilleri ile korelasyon gösterdiğinden ve risk çeşitlendirilmesini sağladığından bahsedilmektedir.

1.4. ÖAV'ların Ortak ve Farklı Özellikleri

Bank For International Settlements'a (2009: 63) göre ÖAV, varlık-yükümlülük yapısıyla genellikle bir şirkettir ve eğer ortak şirket iflas etse bile, yasal statüsü, onun yükümlülüklerinin güvenliğini sağlamaktadır. Bunun anlamı ÖAV içerisindeki varlıkların, varlıkların yaratıcısının iflas riskinden korunmakta olduğundan ve yaratıcısının alacaklılarının, yaratıcıya karşı kendi iddialarının bir uzlaşmasında bu varlıkları iddia edilemediğinden bahsedilmektedir. Bir ÖAV'ın tek bir tanımı olmamakla birlikte, çoğu ÖAV için ortak olan çeşitli özelliklerin var olduğundan bahsedilmektedir. Her ÖAV için tüm özellikler bulunmasa bile, ortak özellikler şunlardır;

- Genellikle tek biri için iyi tanımlanmış ve dar bir amaç için yaratılmıştır ve pay sahipliği tarafından karakterize edilmiştir,
- İflas uzaklığı ve düşük iflas olasılığını teşvik etmek için organize edilmiştir (genellikle dilekçesiz ve sınırlandırılmış başvuru karşılıkları anlamına gelmektedir),
- ÖAV'nın faaliyetlerinin yanı sıra yönetiminin ve yönetim kurulunun karar verme kapasitesini kısıtlayan oto-pilot düzenlemelerdir,
- Çalışanlardan daha çok profesyonel yöneticilerin, vekillerin, ortakların ve dış yöneticilerin kullanımı,
- İnce kapitalizasyon 'gerçek' özkaynak oranı, genellikle nispeten küçüktür ve ÖAV'nın tüm faaliyetlerini desteklemeyebilir, genellikle borç senetlerinin ihracı yoluyla finanse edilmektedirler,
- Faiz veya ücretler şeklinde tüm karı ödemek için tasarlanmış böyle bir ÖAV'tır,

belirgin bir kar amacı güden güdüsünün olmaması,

- Ayrılık taahhütleri, kendi kayıtlarını, kayıtları, ofisleri, hesapları, yükümlülükleri ve varlıkları koruyabilecek böyle ÖAV'dır,

Tavakoli'nin (2003: 2) ifade ettiğine göre bir ÖAV, ya Vakıf veya bir Kuruluştur. ÖAV'ların, ya kıyı ya da deniz üzerinde olabileceğini belirtmektedir. ÖAŞ'lerin, yapısal risk yönetimi çözümleri de dahil olmak üzere meşru amaçların bir çeşitliliği için kullanıldıklarını ileri sürmektedir. Menkul kıymetleştirmede ÖAV'ın, varlık riskini ya varlıkların satın alınması yoluyla veya sentetik biçimde kendi evine aldığından bahsetmektedir. Sonra varlıkların, ÖAV tarafından çıkarılan/ihraç edilen senetler için teminat olarak kullanıldığını beyan etmektedir. ÖAV'ların, güçlü yapılandırılmış finansman araçları olduğunu ifade etmektedir. Hem bankacılık topluluğu ve hem de yatırım çevrelerinin her ikisinin, banka bilanço yönetiminin kolaylaştırılmasında ve yeni yatırım varlık sınıflarının kolaylaştırılmasında ÖAV'lardan yararlandıklarından söz etmektedir. Onların normal bir şekilde bilanço dışılığından, iflas uzaklığından ve özel doğasından dolayı ÖAV'ların, meşru ve gayri meşru kullanımların her ikisi içinde kullanılabilmekte olduğunu ileri sürmektedirler. Çeşitli yapıların, yanlış ifade edilen kazançlar için gelir, kayıpların gizlenmesi, zimmete para geçirme ve diğer muhasebe münasebetsizlikleri gibi kredileri gizleyerek, kara para aklamak için kendi kendilerine ödünç verdiklerinden bahsetmektedir. Meşru kullanıldığında bile, ÖAV'ların ihraç edilmesi yoluyla, bazen etik olarak marjinalliği temsil ettiklerini ileri sürmektedir. Son finansal skandallara tepki olarak ÖAV'lar için önerilen muhasebe değişikliklerinin ilham kaynağı olduğunu iddia etmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 64) göre yapılandırılmış finansman işlemlerini istihdam eden ÖAV'ların çeşitliliği, oldukça büyüktür; bununla birlikte bu işlemlerin, segmentasyonun⁶ genel olarak dört türü kullanılarak sınıflandırılabilirliklerinden; bu ÖAV'a transfer edilmiş olan varlıkların veya yükümlülüklerin olup olmadığından; işlemin döneminden veya vadesinden; temel risklerin statik olup olmadığından veya onların zaman içinde değişip değişmeyeceğinden; ve ÖAV'ın aktif olarak yönetilip yönetilmediğinden veya

⁶ Bölümleme, parçalara ayırma, dilimleme.

otomatik pilotta olup olmadığından bahsedilmektedir.

İlk olarak ÖAV'a (örneğin; KİDMK, TİDMK, TBY, VDTSP) transfer edilmiş olan varlıkların bazı durumlarında daha önce genel hatlarıyla belirtilen ÖAV'ların türlerinden görülebildiğinden bahsedilmektedir. Ancak diğer durumlarda, ÖAV'a (örneğin, Doğal Afet Tahvilleri (DAT:CATB) durumunda) transfer edilmiş olan yükümlülükler olduklarından bahsedilmektedir. Varlık menkulleştirmelerinin, hem ihraç edilen tahvillerin toplam değeri hem de ödenmemiş işlemlerin sayısı açısından menkulleştirmelerin yükümlülüğünden daha yaygın olmaya devam ettiği dile getirilmektedir.

İkinci bir ayrımın, bir ÖAV'ın bir 'dönem' veya 'yaprak dökmeyen' bir yapıya sahip olup olmadığını göstermek ile ilgili olduğu belirtilmektedir. Bazı ÖAV işlemlerinin, 'dönem' yapılarını içerdikleri, bir ÖAV için etkili bir şekilde belirli vadesinin veya sınırlı bir ömrünün var olup olmadığı ifade edilmektedir. ÖAV'ın yükümlülüklerinin, dolacağından ve ÖAV'ın varlıklarının, itfa edilebileceğinden veya bu yükümlülükleri karşılamak için satılabileceğinden bahsedilmektedir. Örneğin ABD piyasasında İDMK işlemlerinin, genellikle vadeli anlaşmalar olduğu belirtilmektedir. Alternatif olarak bir ÖAV'ın yapısının, bazı ana ortaklık yapıları gibi 'yaprak dökmeyen' olabildiğinden, ÖAV'ın aşağıya yaralanmak değil ama döner sermaye bazında borç ihraç etmek yoluyla varlıkları (veya varsayalım borçları) satın almaya devam edip etmeyeceğinden bahsedilmektedir. ÖAV'ı içeren ABD'li ve Kanada'lı kredi kartı ana ortaklıklarının ve İngiltere'de KİDMK ana ortaklıklarının, yaprak dökmeyen oldukları ifade edilmektedir.

Üçüncü bir ayrımın, ÖAV tarafından tutulan temel risklerin, işlemin ömrü boyunca 'statik' olup olmadığı veya onların, 'dinamik' ve zamanla değişebilir olup olmadıkları dile getirilmektedir. Statik havuzlu işlemlerin, genellikle sınırlı bir yaşama ya da vadeye sahip olduğu, bir kez temel riskler olgunlaştıktan sonra hiçbir yeni risklerin, ÖAV tarafından kabul edilmediği beyan edilmektedir. Ancak bazı statik işlemlerin, sınırlı bir yaşama sahip olabildiklerini ama önceden tanımlanmış bir süre ('döner sermaye dönemi') boyunca varlık ikamesine hala izin verdikleri ileri sürülmektedir. Örneğin vade tarihli bir setle belirli sentetik seküritizasyon işlemlerinin, benzer referans yükümlülükleriyle değiştirilmesi için olgunlaşan temel referans yükümlülüklerine izin verdikleri iddia edilmektedir. Diğer yandan diğer

ÖAV'ların, tam olarak dinamik olan risklere sahip olduklarını ileri sürülmektedir. Örneğin kredi kartı menkul kıymetleştirmelerinin ve VDTSP kanallarının, bu yapıların örnekleri olduğu belirtilmektedir, ÖAV tarafından ihraç edilen güvenceli borcun temel varlıklarının, düzenli (bazı durumlarda, günlük) temelde değiştiğinden bahsedilmektedir.

Son olarak işlemlerin, onların 'aktif olarak yönetilen' yapılar veya 'pasif' yapılar (aslında, otopilot) olup olmadıklarına göre ayrıca gruplandırılmış olabildikleri ileri sürülmektedir. Birçok ipotek menkul kıymetleştirmelerinin, esasen pasif işlemler olarak kabul edilebilecekleri, yönetimin asli olmayan kararlarının, normal şartlar altında yapılması gerekenler olduğu ileri sürülmektedir. Aksine birçok YYA yapılarının, sürekli yönetim kararları ile yürütülen, aktif bir şekilde yönetilen yatırım şirketleri olarak kabul edildiklerinden bahsedilmektedir.

1.4.1. ÖAV'ların Teknik Özellikleri

1.4.1.1. ÖAV'ların Yasal Biçimleri

Bank For International Settlements'a (2009: 65) göre bir ÖAV, kurulduğu yargıya bağlı olarak çeşitli hukuki formlar alabilir. Örneğin Avrupa'da tipik bir ÖAV'nın, hayırsever bir güven sahipliğiyle yerel (örneğin, İngiltere) veya kıyı bölgesi (örneğin, Jersey) hukuku kapsamında sınırlı bir amaç şirketi olarak düzenlenmiş olduğundan bahsedilmektedir. ABD'de bir ÖAV'nın, Delaware eyaletinin yasaları kapsamında düzenlenmiş olan genellikle sınırlı sorumlu bir şirketin/limited şirketin şeklini aldıkları ifade edilmektedir. Kanada ÖAV'larının, hayırsever ortaklıklar biçimini alabildiklerinden söz edilmektedir. Diğer ülkelerde kullanılan diğer ortak yasal biçimlerin, bir şirket, ortaklık, tröst, Stichting (yani Hollanda kanunları kapsamında bir vakıf), tüzel kişiliği olmayan bir varlık veya korumalı bir hücre şirketi olarak çok kullanıcı bir yapı bulunduğundan söz edilmektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi ABD'deki ÖAV'ların çoğunluğunun, sınırlı sorumlu/limited şirketler (SSŞ:LLC'ler) olarak düzenlenmiş oldukları ileri sürülmektedir. Bu varlıkların yönetişiminin ve oluşum gereksinimlerinin, eyalet yasaları çerçevesinde kurulmuş oldukları ifade edilmektedir. SSŞ'lerin, ortaklıkların vergi avantajları ile birlikte iflas uzaklığı amaçları için şirketlerin niteliklerini

sunduklarından bahsedilmektedir. Bir SŞ'nin, SŞ'in hisse senedi sahipleri için SŞ içerisinde tutulan varlıklar tarafından oluşturulan gelirin tümü yoluyla geçtiği sürece, SŞ'nin, bir varlık düzeyi vergisine tabi olmadığı ileri sürülmektedir. Vergi yükümlülüklerinin, SŞ'ten alınan gelirde hisse senedi sahipleri tarafından katlanılmakta olduklarından söz edilmektedir. Buna ek olarak SŞ'nin tüm gelirinin, hisse senedi sahipleri yoluyla geçtiğinden dolayı, potansiyel vergi yükümlülüklerinin, elimine edilmiş SŞ'nin potansiyel iflasına neden olabileceği ileri sürülmektedir. Bu nedenle çoğu ÖAV'ların, iflas uzaklığını artırmak ve vergilendirmenin ek bir katmanından kaçınmak için ABD'de de SŞ'ler olarak organize edildiklerinden söz edilmektedir.

Menkul kıymetleri ihraç etmek için ABD'de de başka bir ortak biçimin, bir tröst olduğu ifade edilmektedir. Tröstün biçimlerinin, değişebildiğinden ve imtiyaz tanıyan ortaklıkların, GMİYK'ları, ihraççı ortaklıklarını, sahiplik ortaklıklarını ve ana ortaklıklarını içerdiğinden söz edilmektedir. Tröstlerin/Ortaklıkların birisinin seçilmesinin amacının, tröstte veya ÖAV seviyesinde vergilendirmenin ek bir katmanından kaçınılmasından beri, SŞ'ler gibi bir ÖAV olarak tröstlerin seçiminde, vergi karşılıklarının kısmen belirlenebileceği ileri sürülmektedir.

Tavakoli'nin (2003: 4-5) ifade ettiğine göre bir ÖAI'yi kurmak için en iyi yer neresidir? Bu soruya, kolay bir cevabın olmadığını belirtmektedir. Bunun, diğer konular arasında yapılandırılmış finans uygulamasına bağlı olduğu ileri sürülmektedir. ÖAI'lerin, şu anda Delaware (ABD), New York, Lüksemburg, Hollanda, Caymans, İrlanda, Jersey, Guernsey ve Cebelitarık dahil olmak üzere çeşitli vergi dostu mekanlarında kurulduklarından söz etmektedir. ABD'de ÖAI'lerin, sık sık ancak daima değil, ABD dışındaki yerlerde vergi nedenleri için vakıflar olarak kurulduklarından bahsetmektedir, ÖAK'ların, ortak bir yapı olduğunu dile getirmektedir. Mekanların, seçilebilir bir yerde bir ÖAI yapısına izin verebildiğini ama bir kural olarak, belirli yapılandırılmış finansman uygulaması için sadece vergi dostu mekanların, seçildiğini ifade etmektedir.

Mekanın seçiminin, genellikle vergi konuları etrafında döndüğünü ileri sürmektedir. Hollanda, Lüksemburg ve İrlanda gibi diğer mekanların da, çeşitli vergi avantajları sunduklarından bahsetmektedir. Senet faizinde stopaj vergisi olmadığını ifade etmektedir. Hiçbir damga vergisinin olmadığını belirtmektedir. ÖAI için bakım

ve yönetim ile ilgili çok küçük bir Katma Değer Vergisi (KDV:VAT) olabildiğinden söz etmektedir. Mevduatlarda, stopaj vergisi olmadığını belirtmektedir. Bununla birlikte bu üç yer arasında nihai tercihi etkileyebilecek diğer hususların bulunduğunu ileri sürmektedir. Hollanda, İrlanda ve Lüksemburg ile karşılaştırıldığında ÖAI'ler için vergi muktezalarını sağlamanın, birkaç hafta daha uzun sürüyor gibi görüldüğünden bahsetmektedir. Hollanda, Rotterdam'a karşı Amsterdam arasında bir çim savaşı oluyor gibi görüldüğünden ve çoğu ÖAI'lerin, Amsterdam'da kurulduklarından bahsetmektedir. Hız için İrlanda veya Lüksemburg'dan birinin seçilebileceğinden bahsetmektedir. İrlanda'da ÖAI'lerin, İrlanda vergi sekuritizasyon kanununa uymak zorunda olduklarını belirtmektedir. Bunun, Lüksemburg'a görece biraz maliyeti artırabileceğinden bahsetmektedir. İrlanda'nın, İngiliz bazlı hukuk sistemi kullandığından beri, İngiltere bazlı anlaşma aranjörleri/düzenleyicileri, İrlanda ile başa çıkmak için daha kullanışlı olabileceğini tavsiye etmektedir. Son zamanlarda İrlanda'nın, gerçek kurulum süresinde üç mekanlardan daha hızlı olduğunu; belgelerin, genellikle iki ila üç haftada bir sağlandığını ifade etmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 66) göre imtiyaz tanıyan tröstler, vergi yükümlülüklerini üstlenmekten kaçınmak için sertifika sahiplerine varlıklar ile ilişkili tüm gelirler üzerinden geçiş yapan ve temel varlıklarda yararlı çıkarların tek bir sınıfını vermektedirler. Bununla birlikte imtiyaz tanıyan tröstlerin, birden çok dilimlerin ihracına izin vermediği belirtilmektedir. Sahip tröstlerin, yükümlülüklerin ödenmesinden sonra tröstten gelen aşırı gelire hakkı olan ayrıca özkaynak sertifikası ihraç edilen, sağlanan borcun birden çok dilimlerini verebildiği ifade edilmektedir. Özkaynak sahibinin, kalan gelir ile ilişkili vergileri ödeyebileceğinden söz edilmektedir. Son olarak ana tröstlerin, aynı tröstün dışında menkulleştirmelerin bir dizisinin ihracı için izin veren tröstün bir biçimi olduğu ileri sürülmektedir. Ana tröstlerin, İngiltere'de ipotek menkul kıymetleştirmeleri için kullanıldıklarından söz edilmektedir.

Aynı anda tüm menkul kıymetleri ihraç etmenin aksine, piyasa koşulları uygun olduğu zaman, zaman içinde farklı noktalarda menkul kıymetlerin sınıflarını ihraç etmek için yaratıcısına izin veren bu yapılardan beri, ihraççı tröstlerin, ABD'de en sık kredi kartı menkulleştirmeleri ile birlikte kullanıldıklarından bahsedilmektedir.

1.4.1.2. ÖAV'ların Sahipliği

Bank For International Settlements'a (2009: 66-67) göre ÖAV'ların sahipliği ve kontrolü, ÖAV'ın ana sözleşmesinin yargı yetkisine bağlıdır. Sponsor firmasından gelen varlıkları garanti altına almak ve iflas uzaklığına ulaşmak için ÖAV'ın, özel yasallığı, vergiyi, muhasebeyi ve ilgili yargının düzenleyici gerekliliklerini karşılamak için gerekli olacağı belirtilmektedir. İngiltere ve diğer bazı ülkelerde (Hollanda ve İrlanda gibi) ÖAV'ların en yaygın türünün (belirli vergi kuralları uyarınca), yetim araçları olduğu beyan edilmektedir. Hisse sermayeli varlıklar olan yetim araçların, bir yardım/sadaka için vakıf üzerine yararlı bir şekilde düzenlenmiş ve nominal tutar olduğu ifade edilmektedir. ÖAV'ı sağlayan hayır amaçları için vakıf üstündeki hisseleri tutmanın, ÖAV'ı kontrol etmeyen yaratıcı durumunu oluşturan yaratıcıya ait olmadığı belirtilmektedir.

Bir yardım vakfının, hayır amaçları için bir vekil tarafından düzenlenen işletme olan isteğe bağlı vakfın bir biçimi olduğu ifade edilmektedir. Onların, potansiyel ikinci vergi yükümlülüğü ile herhangi bir grubun üyeliğinden tipik olarak çıkarılabilirlerken, bağış vakıflarının, bir ÖAV'ın üst kuruluşları kadar sık kullanıldıklarını, böylece güçlendirilen ÖAV argümanının, iflastan uzak olduğu beyan edilmektedir. Buna ek olarak vakıfa bir ÖAV'ın hisselerini koymanın, bir yetim şirketi olarak ÖAV'ı kurduğundan, yaratıcısının hissedarları (hissedar olmayan bir yaratıcı olarak) tarafından işletmenin çalışmasını yavaşlatmaya kolayca tabi olabilemediğinden söz edilmektedir. Bağış vakıflarının, kurumsal diğer standartların ve sermaye kazançları vergilerinin çoğundan da muaf olduğu, bu nedenle, yapının vergi sızıntısını en aza indirdiği ifade edilmektedir. Bu hayırsever vakıfların, mesleki kurumsal hizmet sağlayıcıları tarafından sağlandığı belirtilmektedir.

Yetim araçların, yaratıcıya karşı veya herhangi bir iddiayla etkilenmeyen ÖAV'a devredilen varlıkları sağlamak için ÖAV'ların temel yasal amaçlarından birini karşılamak için kullanıldıkları ileri sürülmektedir. Varlıkların ÖAV'a devredilmesinin, ÖAV'ın üstün özelliği olduğu ve yaratıcının veya üst kuruluşun üçüncü taraf alacaklıların iddiaları tarafından tehdit edilmemeleri gerektiği belirtilmektedir. ABD'de ÖAV'ların sahipliğinin/mülkiyetinin, aracın türüne göre değişebildiği ifade edilmektedir. Sınırlı/limited sorumlu ortaklıkların (LLP:SSO)

veya sınırlı/limited sorumlu şirketlerin (LLC:SSŞ), genellikle sponsor tarafından sahiplenildiklerinden söz edilmektedir. Sponsordan ayrı bir tüzel kişilik olarak bir SSŞ'in varlığının, sponsorun bilançosundan varlıkların yasal transferine ve izolasyonuna olanak sağladığından bahsedilmektedir. Sınırlı bir amaç işletmesi olarak SSŞ'nin kurulmasıyla iflas uzaklığının gereksinimlerinin de karşılanabileceği ileri sürülmektedir. SSŞ için sponsordan gelen varlıkların transferinin, hukuki gerçek bir satış aracılığıyla olduğu ifade edilmektedir. ABD'de de mevcut muhasebe gereksinimlerini karşılamak için SSŞ'te tutulan varlıkların, ihraç edilen seküritizasyon aracılığıyla bir vakıf veya ana vakıf için daha sonra rehinli edildiklerinden bahsedilmektedir. Bir araya getirilen adımların, 'iki aşamalı süreç' olarak bilindiklerinden, bu sayede onların, daha sonra menkul kıymetleştirilebildikten önce varlıkların, ilk Nitelikli Özel Amaçlı Varlığa veya 'QSPE:NÖAV'a transfer edildiklerinden söz edilmektedir. ABD FMSK'nun 2010 yılında yürürlükte olan yayınlamış olduğu muhasebe kurallarının, NÖAV kavramını ortadan kaldırdığını ve bu nedenle bilanço dışı muhasebe için istisnanın, NÖAV'lar için önceden kullanılabildiğinden bahsedilmektedir.

Menkul kıymetlerin, hisse senedi sahiplerine ihraç edildikleri yerde, SSŞ'nin, varlıkları bir vakıf sahibine veya ana vakıfa daha sonra transfer veya rehin edebildiği beyan edilmektedir. Ana vakıfların yanı sıra sahip vakıfların, borç menkul kıymetlerinin yanı sıra özkaynak sertifikası ihraç ettikleri ifade edilmektedir. Borçlanma menkul kıymetlerinin, genellikle tahvil yatırımcıları arasına yaygın olarak dağılmış oldukları dile getirilmektedir. Özkaynak sertifikasının, SSŞ tarafından korunabildiğinden veya bunun yanı sıra üçüncü taraf yatırımcılara genellikle sponsor tarafından satıldıklarından bahsedilmektedir. İmtiyaz tanıyan vakıfların durumunda, yatırımcılara vakfın temel varlıklarındaki yararlanma haklarının % 100'ünün satıldığını, yararlanma haklarının hiçbir sahibinin, temel varlıkların sahibi olarak kabul edilebilmeleri gerektiği ifade edilmektedir. Bu nedenle arta kalan hakların herhangi bir biçiminin, bir özkaynak sahibi tarafından muhafaza edile bilemediğinden beri, imtiyaz tanıyan vakfın sahibinin olmadığı belirtilmektedir.

Yaratıcısından ÖAV'ın bağımsızlığını sağlamanın çok önemli olduğu çünkü eğer hukuk sisteminin, ÖAV'ın ayrı bir kimliğini göz ardı eden eylemleri gerçekleştiren 'kontrol varlık' olarak yaratıcısının olduğunu belirlerlerse, kaynaştı

olarak görülecek olduğu ileri sürülmektedir, iki işletmenin, ÖAV'nin varlıklarına rücu eden yaratıcısına karşı iddialarda alacaklılara izin verdiğini, böylece zayıflayan nakit akışlarının, ÖAV tarafından ihraç edilen her bir hisse senedine hizmet vermek için gerektiği ifade edilmektedir.

Menkul kıymetleştirme yapılarının, bazen bir ara holding şirketi ÖAV ile birlikte görüldüğünden söz edilmektedir. Bunun, ÖAV'a biraz öz kaynak sağlama ihtiyacının var olduğu yapılarda kullanılan bir araç olduğu ifade edilmektedir. Alım satım ve konusu listelenmiş borcun başlaması için bir kamu sınırlı şirketi olmasına ihtiyaç duyulabilen bir ÖAV'nin olduğu İngiltere'nin, bunun iyi bir örneği olduğu dile getirilmektedir. Ara holding şirketinin, gerekli özkaynak sermayesi için abone olmasıyla ÖAV'dan yararlanmak için gerekli fonları ödünç verebileceği ileri sürülmektedir. Daha sonra ara holding şirketinin, 'kapitalizasyon kredisi' ödemek için ÖAV'dan gelen dağıtılan karları kullandığı iddia edilmektedir.

Muhasebe standartlarının da, ÖAV'nin mülkiyet/sahiplik yapısını etkileyebildiği belirtilmektedir. Örneğin ABD'de bazı durumlarda ÖAV'ların, kendi bilançosu üzerine ÖAV'nin varlıklarının konsolidasyonunu önlemek için ÖAV'nin sponsoru için üçüncü taraflar tarafından aktifleştirilmesi gerektiğinden söz edilmektedir. Genellikle VDTSP kanalların, ÖAV'lar tarafından düzenlendiği ve konsolidasyonu önlemek amacıyla üçüncü taraf özkaynağını yükseltmek için bu standart tarafından gerekli olduğu dile getirilmektedir. Bankaların, VDTSP kanallarının ortak sponsorları oldukları ve bu nedenle, muhasebe amaçları için konsolidasyondan kaçınmak için üçüncü taraf özsermayesini yükseltmeyi gerektirdiği ifade edilmektedir. 2010 yılında yürürlükte olan ABD FMSK tarafından çıkarılan yeni muhasebe kurallarının, ÖAV'nin zararlarını absorbe etme ve yararlarını alma hakları ile birlikte ÖAV'nin faaliyetlerini yönetme gücüne odaklanan bu niteliksel değerlendirmeler durumlarında konsolidasyon tespitini değiştirdiği belirtilmektedir.

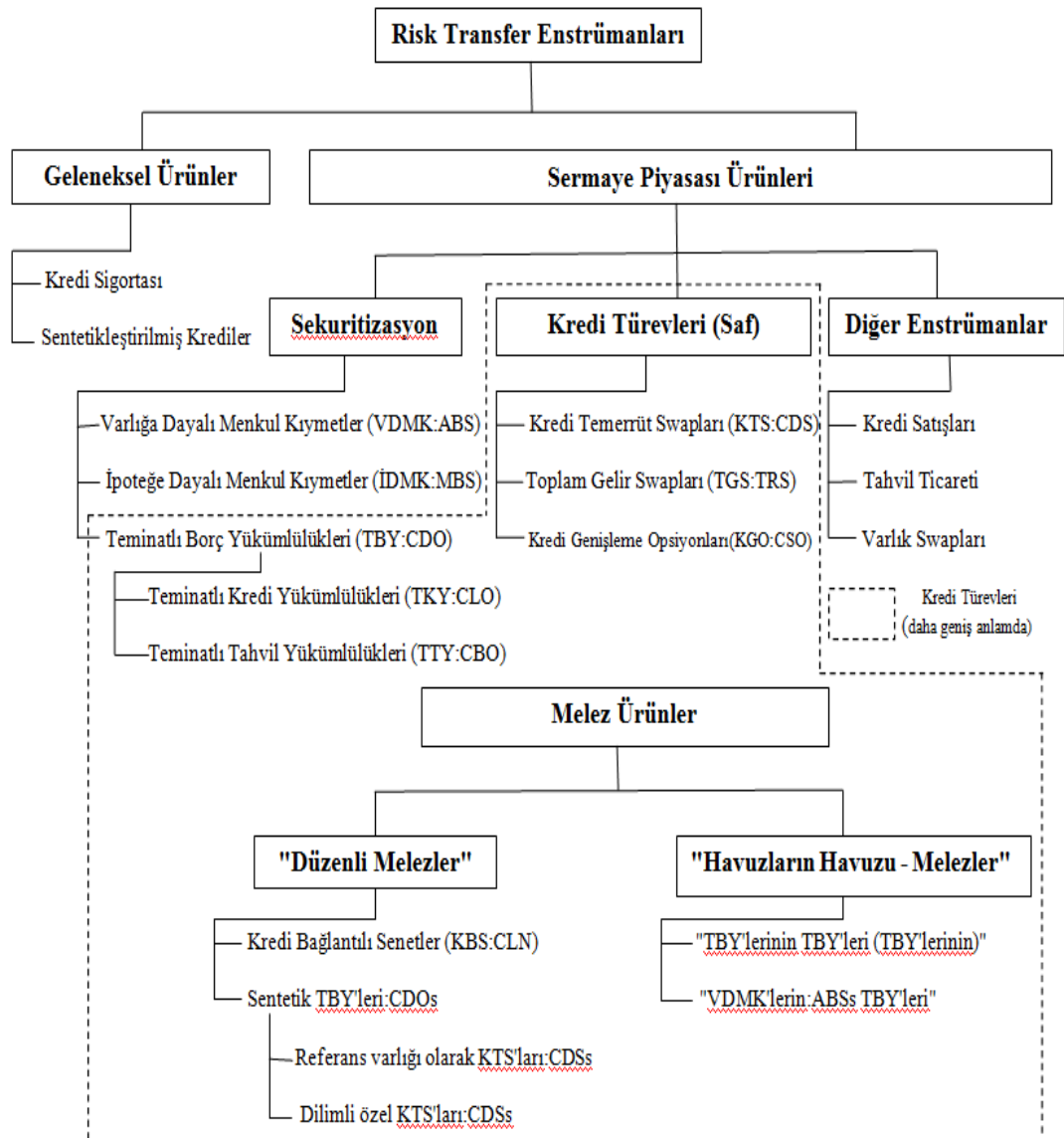
İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN TÜRLERİ

ÖAV'lar, riskin transfer edilmesi, menkul kıymetleştirme işlemlerinin yapılması, varlıkların elde edilmesi ve/veya kiralanması, belirli muhasebe amaçları, vergi avantajlarından yararlanma, düzenleyici sermaye gereksinimlerini karşılama gibi birçok meşru durumlar için kullanılabilirken, iyi niyetli olmayarak ta kötü performanslı varlıkların bilanço dışına kaydırılması -bilanço dışı muamele-, yükümlülüklerin gizlenmesi ve değişik birçok neden içinde kullanılabilirler.

Jobst'un (2005: 1) ifade ettiğine göre yapılandırılmış finansman, likiditede piyasa engellerinin kurumsal maliyetlerini azaltmak ve sermaye maliyetini düşürmek için çaba sarf etmede bilanço menkul kıymetleri (borç, tahvil, hisse senedi) nin geleneksel formlarının kapsamı dışında her bir karlı ekonomik faaliyeti korumak ve verimli bir şekilde yeniden finansmana hizmet eden tüm gelişmiş özel ve kamu finansal düzenlemelerini kapsamaktadır. Özellikle en yapılandırılmış yatırımların; (i) emtialar üzerinde risk transferi türevleri ve/veya türev talepleri, diğer referans varlıklardan para veya alacaklar gibi koşullara bağlı talepler ile geleneksel varlık sınıflarını birleştirmek veya (ii) sentetikasyon yoluyla geleneksel varlık sınıflarını çoğaltmak olduğunu belirtmektedir. Eğer dış finansmanın kurulmuş biçimlerinin, (i) belirli bir finansman ihtiyacı için doluysa (ya da tükenmişse) veya (ii) fonların geleneksel kaynakları, sermayenin ihraççısının arzu ettiği maliyete dayalı itici bir yatırım olabilen yeterli fonu harekete geçirmek için ihraç edenler için aşırı derecede pahalıysa, yapılandırılmış finansmanın, bankacılık ve sermaye piyasalarının her ikisinde finansal ve finansal olmayan kuruluşlar tarafından başlatıldığını ileri sürmektedir. Yapılandırılmış finansın, risk için bireysel bir yatırımcının iştahıyla orantılı çeşitlendirmenin özelleştirilmiş bir derecesinde gelişmiş getiriye sağlamak için ihraç edenlere olanak sağlayan vade yapısının, menkul kıymet tasarımı ve varlık türleri açısından ihraççılara büyük esneklik sunduğunu iddia etmektedir. Bu nedenle yapılandırılmış finansmanın, daha düşük işlem maliyetinde optimum çeşitlendirmenin etkin sınırı boyunca herhangi bir ortalama-varyans değiş tokuşu tarafından daha kapsamlı bir sermaye piyasasına katkıda bulunduğunu ifade etmektedir. Ancak yapılandırılmış finansman piyasasının artan karmaşıklığı ve

yatırımcılar için kullanılabilir durumda olan ürünlerin bugüne kadar büyüyen yelpazesinin, bilgi yönetiminin ve dağıtımının, verimli düzenek açısından her zaman zorluklar oluşturduğunu dile getirmektedir. Aşağıda risk transfer araçlarının genel bir sınıflandırması yapılmıştır. İlerleyen bölümlerde bu araçlar içerisinde ÖAV'ların temel oluşturulma amacı olan riskin transfer edilmesi, menkul kıymetleştirme gibi amaçları yerine getiren araçlar ele alınmaktadır.



Şekil - 1: Risk Transfer Araçlarına Genel Bakış

Kaynak: Jobst, Andreas A., What is Structured Finance?, 2005: 2

Yapılandırılmış finansmanın önde gelen biçiminin, sermaye piyasasına dayalı risk transferi (kredi satışları, varlık swapı ve tahvil ticareti yoluyla doğal riskten korunma dışında (Şekil 1'e bakınız), varlık sekuritizasyonunu (çoğunlukla finansman

amaçları için kullanılan) içeren iki büyük varlık sınıfı ve kredi türev işlemleri (riskten korunma aracı olarak), riskin daha büyük dönüşümüne ve çeşitlendirilmesine ulaşmak amacıyla bankalar, sigorta şirketleri, diğer para yöneticileri ve finansal olmayan yatırımcılar arasında varlık riskini transfer etmek amacıyla çeşitli varlık sınıflarını birleştirmenin yollarını neredeyse sonsuz sayıda hazırlamak için ihraç edenlere izin vermesi olduğunu belirtmektedir. Çeşitlendirilmiş bir varlık portföyünden gelen menkul kıymetleştirilmiş nakit akışlarının üretiminin, yatırımcılara ve daha geniş sermaye piyasalarına yeniden dağıtılan varlık risklerinin etkili bir yöntemini temsil ettiğinden bahsetmektedir (varlık risklerinin dönüşümü ve parçalanması).

Cantor ve Hu'nun (2007: 5, 9) bahsettiklerine göre bir yapılandırılmış finansman işlemi tamamlanırken, birçok oyuncuyu içermektedir. Genellikle bahsedilen oyuncuların: yaratıcı, sponsor, satıcı, hizmet sağlayıcı, toplayıcı, ihraççı, vekil, sigortacı, derecelendirme kuruluşu, teminat yöneticisi ve yatırımcı olduğunu belirtmektedirler. Basitleştirilmiş bir menkul kıymetleştirme sürecinin, borçlulara kredileri başlatan ve yatırımcılara yapılandırılmış menkul kıymetleri ihraç eden ve varlıkları tutan ÖAA kredileri satan bir yaratıcıyla başladığını belirtmektedirler. Bu senaryoda, yaratıcının da satıcı olduğunu ifade etmektedirler. Sponsorların, yapılandırılmış finansman menkul kıymetleştirme işlemlerini neden gerçekleştirmek istediğini aşağıdaki dört sebep temelinde açıklanabileceğini ifade etmektedirler;

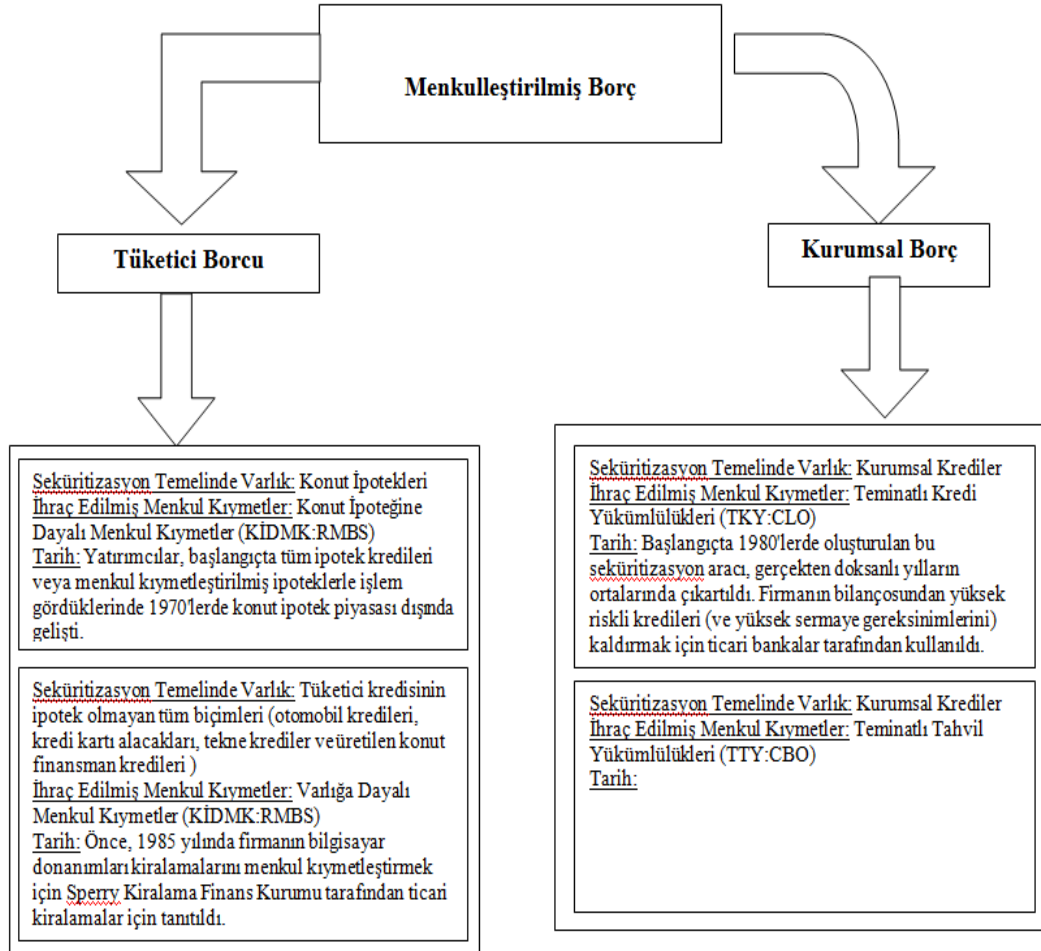
- Yasal/Düzenleyici sermaye arbitrajı. Yasal sermaye ihtiyaçları, ekonomik sermaye ihtiyaçlarını aştığı zaman (en büyük olasılıkla bankalarla ve sigorta şirketleriyle ilgili),
- Teminatsız borç piyasasına zor bir şekilde erişimle şirketler için daha düşük fonlama maliyetleri (en büyük olasılıkla tutucu finans ortaklıklarıyla ve özel finans şirketleriyle ilgili),
- Bilançoju küçültmek, finansman çeşitliliğini geliştirmek, faiz oranı riskini azaltmak için aktif/varlık-yükümlülük/pasif yönetimi (en büyük olasılıkla tutucularla, menkul kıymet firmalarıyla, özel finans şirketleriyle ilgili) ve,
- Farklı piyasalarda yayılma farklılıklarından gelen 'arbitraj' fırsatlarını belirleyen şirketler için Kaldıraçlı getirileri araştırmak (en büyük olasılıkla menkul kıymet firmalarıyla ve özel finans şirketleriyle ilgili),

2. ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN TÜRLERİ

ÖAV'lar, yukarıda belirtilen durumları gerçekleştirebilmek için çok değişik biçimlerde karşımıza çıkabilmektedirler. Bu bölümde ÖAV'ların bu değişik biçimlerinin risk transferini sağlayan ve menkul kıymetleştirme işlerinde kullanılanları ele alınarak açıklanmaya çalışılmıştır. Ele alınacak bu değişik biçimler arasında Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK:ABS), İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK:MBS), Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler (KİDMK:RMBS), Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (TİDMK:CMBS), Teminatlı Borç Yükümlülükleri (TBY:CDO), Nakit Teminatlı Borç Yükümlülüğü (NTBY:CCDO), Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülüğü (STBY:SCDO), Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri (TİY:CMO), Varlığa Dayalı Ticari Senet Programları (VDTSP:ABCP), Yapılandırılmış Yatırım Araçları (YYA:SIV) belirtilebilir.

Bank For International Settlements'a (2009: 4) göre TBY, YYA ve KİDMK yapılarını içeren araç tipleri, yaratıcıları için risk transferinin yüksek seviyesini elde etmek eğilimindedirler. Buna karşın yüksek riski tutmanın (sponsor veya yaratıcı tarafı üzerinde potansiyel kredi desteğine ihtiyaç kastediliyor), genellikle teminatlı menkul kıymetlerin, belirli VDTSP kanalları ve kredi kartı menkul kıymetleştirme gibi programlar ile daha olası olduğu iddia edilmektedir. Martin'in (2009: 2-6) ifade ettiğine göre ana terimlerin tanımları, kredi menkul kıymetlestirmesi için bir sınıflandırma sistemi sağlamaktadır. Kredinin, bireylere ve firmalara (yani, tüketici borç ve kurumsal borç) genişletildiğini ileri sürmektedir. Seküritizasyon amaçlı tüketici borcunun, genellikle kredinin iki türüne ayrıldığını ifade etmektedir: ipotek kredilerinin ve tüketici borcunun diğer tüm türleri. Konut ipoteklerinin, menkul kıymetleştirildiği zaman işletmenin, KİDMK'ler ihraç eden seküritizasyonu gerçekleştirdiğini dile getirmektedir. Kredi kartı borcunun ya da tüketici borcunun diğer biçimleri menkul kıymetleştirildiği zaman bu havuzlara yönelik ihraç edilen menkul kıymetlerin, sadece VDMK'ler olarak adlandırıldığını belirtmektedir. TBY teriminin, kurumsal borç ilgili seküritizasyonda ihraç edilen menkul kıymetlerin her türünü ifade eden bazen geniş bir şemsiye terim olarak kullanıldığından söz etmektedir. Örneğin bir TKY'nün, kurumsal kredilerin seküritizasyonu ile birlikte

ihraç edildiğini oysaki seküritizasyonun, kurumsal tahvillerin bir portföyünü içerdiği zaman teminatlı tahvil yükümlülüklerinin (TTY:CBO), ihraç edildiğini belirtmektedir.

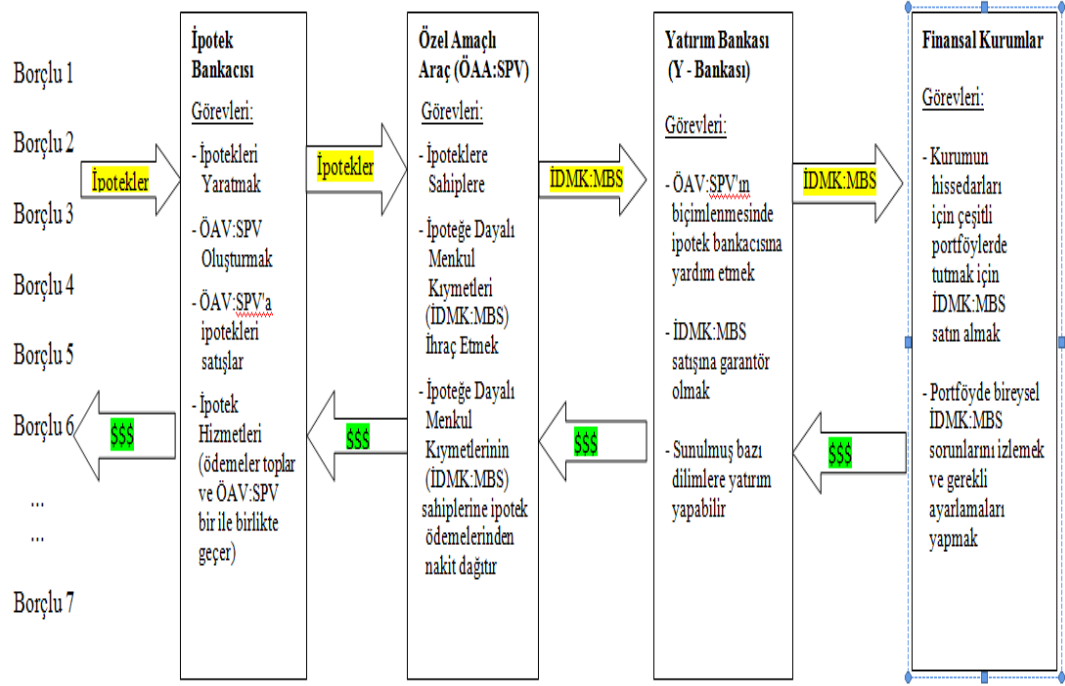


Şekil - 2: Seküritizasyon Kapsamında Borç Türüne Göre Sınıflandırma Sistemi

Kaynak: John D. Martin, A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007, 2009: 3.

Seküritizasyon sürecinin temelleri için aşağıdaki ipoteğe dayalı seküritizasyon sürecini göz önünde bulundurmamız gerektiğine dikkati çekmektedir. İpotek bankacısının, işin olağan akışı içinde ipotek kredilerini oluşturduğunu ya da kaynaklandığını belirtmektedir. İpoteklerin yeterli bir bloku oluşturulduğunda, ipotek bankacısının, ÖAV'a ipotekleri satarak veya aktararak seküritizasyon sürecini başlattığını ifade etmektedir. ÖAV'ın, ipotek ödeme akışları için bir kanal olarak hareket ettiğini ve özellikle yaratıcının ipoteklerini satın almak için ipotek komisyoncusu veya bir yatırım bankası tarafından kurulmuş olan bir vakıf, şirket veya ortaklık olabildiğini ifade etmektedir. Sonra bir yatırım bankacısının,

yatırımcılara ipoteğe dayalı menkul kıymetler sattığını ve ipotek yaratıcısının, gelen ipotekleri satın almak için gelirleri kullandığını belirtmektedir. Yatırım bankacısının, yatırımcı talebi konusunda İDMK'leri yapılandırmak için uzmanlığını kullandığından söz etmektedir.



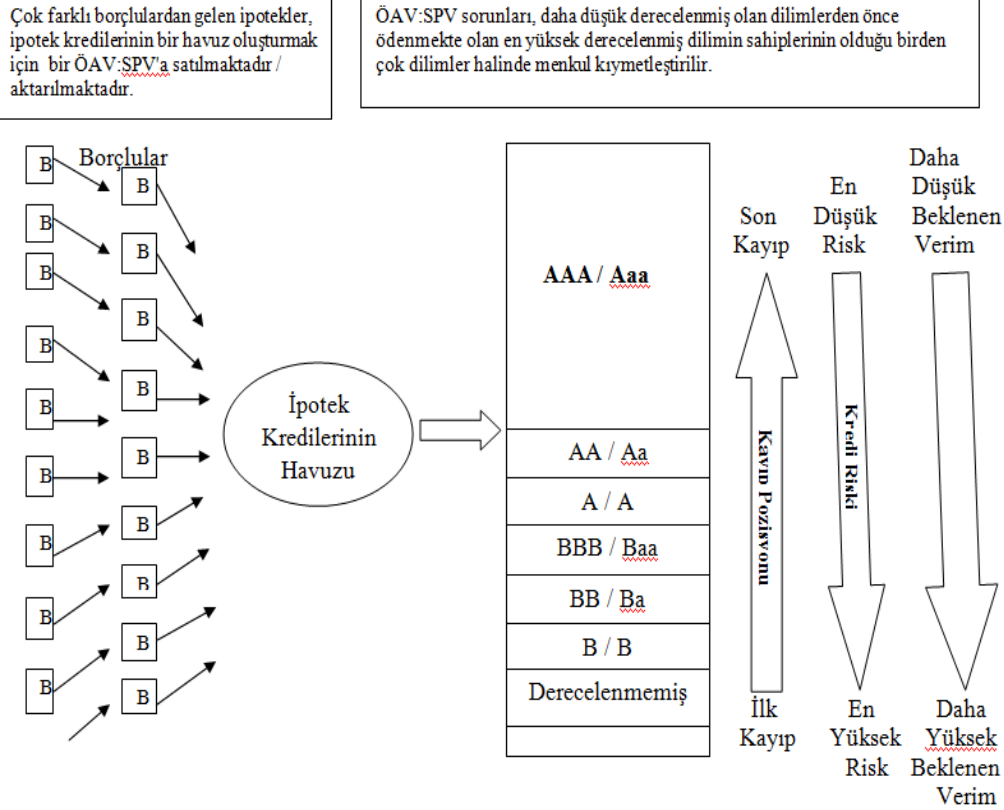
Şekil - 3: Bir İpotekler Portföyünün Menkul Kıymetleştirmesini Kullanan Finansal Aracılık

Kaynak: John D. Martin, A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007, 2009: 5.

Aşağıdaki şekilde gösterildiği gibi menkul kıymetlerin, sahiplerine ödendiği zaman açısından farklı öncelikleri olan sınıflarında veya dilimlerinde ihraç edilmektedirler. Örneğin AAA/Aaa diliminin, AA/Aa diliminden önce ipotek havuzundan nakit akışları dışında ödendiği gibi ve benzeri. En düşük derecelenmiş dilimin, ÖAV tarafından yaşanmış ilk kayıplara katlanan bu dilimin sahipleri olarak genellikle özsermaye dilimi olarak adlandırıldığını ve tamamen ödenmiş diğer tüm dilimlerden sonra kalan herhangi bir kalıntı getiriyi gerçekleştirdiğinden bahsetmektedir. Üst düzey dilim olarak A derecelenmiş dilimlere, orta düzey dilimler olarak B derecelenmiş dilimlere ve özsermaye dilimi olarak derecelenmemiş dilime başvurmaya alışıldığına dikkati çekmektedir.

Vink ve Andre E.'nin (2008: 3-4) söz ettiğine göre menkul kıymetleştirme, doğaları gereği ticarete konu olmayan ve bu nedenle likit olmayan varlıkların bir

koleksiyonunu finanse etmek için geliştirilen bir tekniktir. Bir varlığı menkul kıymetleştirme konusunun temel ögesinin, geri ödemenin, soruna teminat olarak rehin edilmiş varlıklar ve nakit akışları üzerine sadece veya öncelikle bağlı olduğu bir gerçek olduğunu ve yaratıcı (sponsorun veya ana şirketin) nin genel finansal güçlerine bağlı olmadığını ileri sürmektedirler.



Şekil - 4: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme

Kaynak: John D. Martin, A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007, 2009: 6.

İhraç edilen ve işlem gören bu menkul kıymetlerin olduğu sermaye piyasasının, üç ana sınıftan oluştuğunu belirtmektedirler: VDMK'ler, İDMK'ler ve TBY'leri. Genel bir kural olarak ipotekler tarafından desteklenen menkul kıymetleştirme ihraçlarının, İDMK'ler olarak adlandırıldıklarını ve borç yükümlülükleri tarafından desteklenen menkul kıymetleştirme ihraçlarının, TBY'leri olarak adlandırıldığını ifade etmektedirler. Tüketici destekli ürünler -araç kredileri, tüketici kredileri ve kredi kartları, diğerleri arasında- tarafından desteklenen menkul kıymetleştirme ihraçlarının, VDMK'ler olarak adlandırıldıklarını belirtmektedirler. VDMK'lerinin, finansal kuruluşların ve şirketlerin her ikisi tarafından ihraç edildiklerinden; İDMK'lerin ve TBY'lerinin, özellikle finansal kurumlar tarafından

ihraç edildiklerinden bahsetmektedirler. İkincisi VDMK'lerin, İDMK'lere ve TBY'lerine kıyasla varlıkların çok geniş bir çeşidini içerdiğini belirtmektedirler. Menkul kıymetleştirmenin, ilk kez 1970'li yıllarda ABD ipotek piyasalarında tanıtılmış olduğunu ifade etmektedirler. İDMK'ler için piyasanın, bu menkul kıymetleri kabul eden devlet kurumları tarafından yükseltildiğini beyan etmektedirler. 1985 yılında menkul kıymetleştirme tekniklerinin, başlangıçta ipotek dışı varlıkların -araç kredilerinin- bir sınıfı için uygulanmış olan ipotek piyasasında geliştirilmiş olduğunu ileri sürmektedirler. Bu ilk işlemin başarısından sonra menkul kıymetleştirme ihraçlarının, kurumsal krediler ile ilgili böyle ödemeler olarak banka varlıkları ve kiralama alacakları gibi kurumsal varlıklar olmak üzere, varlıkların giderek artan çeşitli ve sürekli genişleyen bir dizisi tarafından desteklendiğini iddia etmektedirler. O zamandan beri menkul kıymetleştirme piyasasının, ABD'de en önemli sabit getirili sektörlerden ve gerçekte dünya çapında en hızlı gelişen sektörlerden biri haline geldiğini iddia etmektedirler.

2.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK:ABS)

Martin'in (2009: 16) ifade ettiğine göre varlığa dayalı menkul kıymetler, temel varlıklar tarafından üretilen nakit akışlarından gelen bağlanmış veya türetilmiş olan belirli varlıklar veya ödemeler tarafından desteklenen menkul kıymetlerdir. ABD'de vadeli VDMK'lerin kullanımında, ipoteklerin, şirket tahvillerinin ve kredilere dayalı menkul kıymetlerin hariç olduğunu belirtmektedir. Ancak ABD dışında vadeli VDMK'lere, yukarıdakilerin tümünün dahil olduğunu ifade etmektedir.

Ayotte ve Gaon'un (2005: 1-5, 13) ifade ettiklerine göre VDMK'lerin anahtar bir özelliği, borçlanan firmadan gelen menkul kıymetleştirilmiş varlıkların 'iflas uzaklığı'nı elde etmek için tasarlanmışlardır. Bunun, teminatlı borç gibi diğer sözleşmelerle kullanılabilemeyen iflası sulandırmada, kredi verenlere maksimum koruma sağladığını ileri sürmektedirler. VDMK'lerin, iflas durumunda daha verimli yatırım kararlarını işlemek için firmalara izin veren gerçek etkilere sahip olabildiğini iddia etmektedirler. VDMK'lerin, temel bir finansman yöntemi olarak ABD'de birçok büyük şirketler tarafından kullanılmakta olduğundan söz etmektedirler. Seküritizasyonun kullanımının, yasal/düzenleyici sermaye gereksinimlerinde

tasarrufun ana bir aracı olarak geleneksel finansal kuruluşlarla ilişkilendirilmişken, pek çok düzensiz finansal ve finansal olmayan firmaların da, bu tekniği kullandıklarından söz etmektedirler. Seküritizasyonun, düzenleyici arbitrajdan ziyade verimli sözleşme nedenleri tarafından daha fazla motive edilmiş olduğundan bahsetmektedirler. Bunların, önemli bir soruyu ortaya çıkardıklarını ileri sürmektedirler: seküritizasyon, diğer sözleşmelerin elde edemediği neyi elde edebilmektedir? Bu soruyu ilk olarak ele almanın, VDMK'ler sözleşmelerinin benzersiz kurumsal özelliklerinin bir anlayışını gerektirdiğinden söz etmektedirler.

Tasarım açısından VDMK'lerin, en güvenilir borca benzediğini ifade etmektedirler. Geleneksel teminatlı bir kredide olduğu gibi firmanın, bir krediyi desteklemek için mevcut varlıklarını (örneğin alacak hesapları gibi) kullandığından bahsetmektedirler. Sonuç olarak VDMK'lerdeki yatırımcıların, öncelikle bir bütün olarak firma varlıklarının yerine krediyi destekleyen varlıkların kalitesiyle ilgili endişeli olduklarından bahsetmektedirler. Ancak teminatlı borcun aksine seküritizasyonun, likit fonlar karşılığında dış yatırımcılara varlıklar üzerindeki talepleri satan ayrı bir tüzel kişilik (ÖAA) için bu varlıkların mülkiyetinin transferini içerdiğini ifade etmektedirler.

Firma ve yatırımcılar arasında bir ara ihraç aracı olarak ÖAA'ların değerini anlamının, VDMK'lerin neyi benzersiz yaptığını anlamak için çok önemli olduğunu ileri sürmektedirler. Ayrı bir tüzel kişiliğe temel varlıkların mülkiyetinin transferinin, firmaya, devredilen varlıkların ve ÖAA'ların iflas uzaklığını kurması için izin verdiğini dile getirmektedirler. Burada teminatlı borç ve VDMK'ler arasında etkin farkın yer aldığını ileri sürmektedirler. Borçlu firmanın, iflas için dava açtığı zaman, varlıkların, iflas masasının parçası olarak kabul edilen teminatlı kredi borçluları için bir teminat olarak hizmet ettiklerini ileri sürmektedirler. Sözleşme alacaklısının, talep üzerindeki teminatı ele geçirebildiğini, bu varlıkların, borç verenin alacak haklarını kısıtlayan otomatik bir konaklamaya tabi olduğunu beyan etmektedirler. Teminatın, firmaların yeniden organizasyonunu desteklemek için kullanılabildiğinden; güvenilir borç verene, yeterli koruma verilmesini sağlayabildiğinden; bir iflas yargıcı tarafından esnek bir standart belirlenebildiğinden söz etmektedirler. Bunun aksine varlıkların, borçluların iflas masasının bir parçası olarak kabul etmediği ÖAA'lara gerçek bir satışla aktarıldığını ama bunun yerine, ÖAA yatırımcılarının yararı için

kullanılmaya devam ettiklerinden bahsetmektedirler. Menkul kıymetleştirmenin özel öncelik durumunun, VDMK'lerin neden değer oluşturabildiğini açıklamak olduğunu belirtmektedirler. Firmanın, teminatsız borçlarla finanse etmek yerine menkul kıymete bağlanması için ön değerlendirmeyi seçtiği zaman, kendi bilançosunda daha az varlıkları etkin biçimde bıraktığını ve tasfiyeyi önlemek için nakitin orantılı bir şekilde daha büyük bir infüzyonunu gerektirdiğini ileri sürmektedirler. VDMK yatırımcılarının taleplerini destekleyen varlıkların, firmanın iflas masasının etkili bir parçası olmadığından beri, borçlu bulundurma (BB:DIP) finansmanının, onları hazırlaya bilemediğini iddia etmektedirler. VDMK'lerde, ÖAA'ların, kendi yatırımcılarının çıkarlarını birleştirdiğini, temel varlıklara sahip olduklarını ve onların firmaya teslim olmasını zorlaya bilemediklerini ifade etmektedirler. Teminatlı borçla, benzer bir VDMK yatırımcısının alabileceğinden daha az korumayla güvenli alacaklı sağlayan, borç verenin tahsilat haklarını kısıtladığını dile getirmektedirler. Bunun, rekabetçi bir piyasada faaliyet gösteren borç verenlerin, eşdeğer bir VDMK ihracından daha güvenli kredilerde daha yüksek faiz oranlarını gerektireceği anlamına geldiğini ileri sürmektedirler.

Duran varlıkların, stok veya maddi olmayan duran varlıklar gibi gerekli varlıklar ile ilgili olarak VDMK'ler, firmanın toplam sermaye maliyetini yükselten önemli uygulama sonrası yetersizlikleri üretebildiğini ifade etmektedirler. Menkul kıymetleştirilmiş varlıkların, firmaların devam eden faaliyetleri gerekli olduğu zaman, VDMK yatırımcılarının, firma üzerinde önemli vazgeçme gücüne sahip olduğunu ileri sürmektedirler. Gerekli varlıkların durumda, teminatlı borcun ve/veya kiralama, VDMK'ler için tercih edilebildiğinden söz etmektedirler. Firmanın, sıfır dönemde seküritizasyonu taahhüt ettiği zaman, varlıkların, ÖAA'lar tarafından ihraç edilmiş VDMK'ler karşılığında alınan dış yatırımcılar tarafından sağlanan nakit karşılığında bir ÖAA'a satıldıklarını ifade etmektedirler. Seküritizasyonun, genellikle sol taraf bilanço finansman yöntemi olarak adlandırıldığını belirtmektedirler. Bunun yerine borç ihraç edildiği zaman onun bilançosunun her iki tarafını arttırdığını, firmanın, nakit için bilançosundaki mevcut varlıkları satarak gerekli nakiti elde ettiğinden bahsetmektedirler.

Furletti'nin (2002: 4-5) ifade ettiğine göre eğer ihraççı, iflasa giderse (veya yedieminin veya himayecinin konusu haline gelirse), menkul kıymetleştirilen

varlıkların, iflas masasının bir parçası olmasın diye, VDMK ortaklık yapısı, ihraççıdan varlıkları izole etsin diye tasarlanmaktadır. Böylece ortaklığın, 'iflastan uzak' olduğunun kabul edildiğini belirtmektedir. İflastan uzak yapıların, her zaman çığnenmemiş olmamasına rağmen, derecelendirme kuruluşlarının ve finansal piyasaların, kendilerinin etkinliğinde yüksek verimi yerleştirmeye devam ettiğinden bahsetmektedir.

Hemen hemen tüm durumlarda VDMK ihraççı yapılarının, muhasebe amaçları için temel alacakların satışını elde etmek için kendi menkul kıymetleştirmelerini yapılandırıldığını belirtmektedir. Bu şekilde ihraççının, kendi bilançosundaki ortaklığa yerleştirilen varlıkları kaldırabildiğini ileri sürmektedir. Ana ortaklıklar ve ihraççı ortaklıklar gibi ortaklık yapılarındaki yeniliklerin, daha düşük ihraç maliyetlerini, daha verimli bir şekilde ihraç etme, stratejik bir zamanla ihraç etme ve yatırım toplumu için ihraç edilen VDMK'lerin itirazını artırmak için ihraççıları etkinleştirdiğini ifade etmektedir.

Ortaklıktaki varlıkların, menkul kıymet biçimine koyulmadan ve yatırımcılara satılmadan önce ihraççısının, ihraç için bir tahvil değerlendirmesi kurmak için bir kredi derecelendirme kuruluşuyla sözleşme imzaladığından bahsetmektedir. Bir tahvil değerlendirmesinin, konu menkul kıymetin kredi kalitesinin bir derecelendirme kuruluşundan bir görüşü olduğunu dile getirmektedir. Tahvil derecelendirmelerinin, tipik olarak harflerin (örneğin, AAA, AA, BBB, C) bir serisi tarafından ifade edildiğini belirtmektedir. Üçlü-A oranlı menkul kıymetlerin, temerrüdün en düşük riskine sahip olduklarını, ağır ekonomik streslere dayanacak şekilde yapılandırılmak zorunda olduklarını ve hala yatırımcılara onların anapara ve faizinin yüzde 100'ünü ödediklerini dile getirmektedir. Daha düşük oranlı menkul kıymetlerin (örneğin, AA, BBB, B), temerrüdün nispeten daha yüksek riskine sahip olduğunu ve ağır ekonomik koşullar altında yatırımcılara geri ödemenin mümkün olmayabildiğini ileri sürmektedir. Temerrüt riski farklılıklarının, bir tahvilin kuponuna yansıtıldığını belirtmektedir. Bu nedenle üçlü-B derecesiyle bir tahvilin, üçlü-A derecesiyle bir tahvilden daha yüksek bir kupon ödediğini ifade etmektedir. Bir tahvilin notunu belirlerken kredi derecelendirme kuruluşlarının, ihraççının teknik standartları, kart sahiplerinin kredi puanları ve kredi faiz oranları gibi performans değişkenlerini incelediklerini dile getirmektedir. Mason'un (2008: 2) ifade ettiğine

göre risklerin çoğunluğu, bu alt menkul kıymetler içerisine konsantre edildiğinde, uygun paradigmayı belirleyen 'üst düzey-alt' yapısının ortaya çıkması, riskin 'dağıtımı' değildir ama bir riskin 'damıtma' sıdır. Yüksek riskten dolayı alt (en riskli) menkul kıymetlerin, genellikle dış yatırımcılara satıla bilemediklerini, bu nedenle onların, bilançoda tutulduğunu belirtmektedir. Böylece riskin, gerçekten hiçbir satıcıya/hizmet sağlayıcısına (veya bankaya) bırakılmadığını ileri sürmektedir.

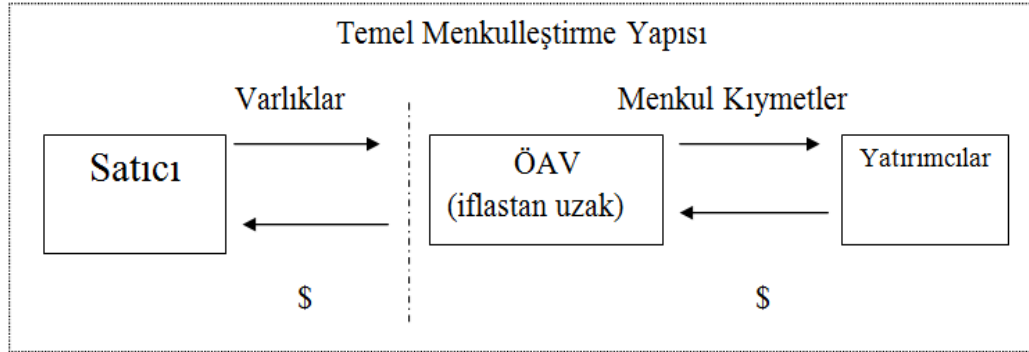
Fermanian'ın (2010: 2) belirttiğine göre tüm ürünler, 'VDMK'lerin belirli durumlarıdır. VDMK'lerin, ABD'de ve Avrupa'da yaygın olarak işlem gördüğünü ileri sürmektedir. Bu finansal ürünlerin, varlık sınıflarının büyük havuzlarından inşa edildiklerini/yapılandırıldıklarını belirtmektedir: ipotekler, ev özkaynak kredileri, ticari krediler, öğrenci kredileri, kredi kartları vb.

2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK:MBS)

Fermanian'ın (2010: 2) dile getirdiğine göre ipotekli konut piyasası, genellikle birçok ülkede en büyük borç sektördür. Güçlü bir konut finansmanı piyasasının geliştirilmesinin, ya bütün krediler ya da bir menkul kıymet şeklinde konut ipotek kredilerini tutmak isteyen yatırımcıların katılımını gerektirdiğini belirtmektedir. Dünyada en iyi gelişmiş konut finansman piyasasının, ABD'nin olmasının doğal olduğunu ifade etmektedir. Bunun kısmi nedeninin, bütün kredilerden daha çok tutulan, kurumsal yatırımcılar için daha çekici olan konut ipotek kredilerinin bir havuzu tarafından desteklenen menkul kıymetleri oluşturmak için (devlet kurumlarıyla birlikte) yatırım bankacılarının yeteneğinin olmasını ileri sürmektedir. Bu menkul kıymetlerin, 70'lerde ihraç edildiğini, İDMK'ler olarak adlandırıldıklarını belirtmektedir. Bu menkul kıymetleri oluşturma sürecinin, seküritizasyon olarak adlandırıldığını beyan etmektedir. Daha spesifik olarak ihraç edilen ilk İDMK'lerin, menkul kıymetlere geçmiş ipotekler olduklarından, ipotekli konut kredileri (kredi zararları, ön ödemeler, servis giderleri ve herhangi bir garanti ücretinden sonraki faiz dahil olmak üzere amortisman) havuzunun nakit akışı olan menkul kıymetlerin, sertifika sahipleri arasında orantılı olarak dağıtıldıklarından söz etmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 48) göre yükümlülükler, varlıklar ve İDMK'ler kadar ipotekleri kullanan bir ÖAV içeren temel varlık menkul kıymetleştirme yapısı, aşağıda açıklanmakta ve şema halinde gösterilmektedir.

Çeşitli yapıların çoğu için bu temel yapı, temel olarak hizmet vermektedir.



Şekil - 5: Temel Menkul Kıymetleştirme Süreci

Kaynak: Bank For International Settlements, 2009: 48

Satıcının, tipik bir ipotek borç vereni (bir yaratıcısı), borçlulara ipotek kredileri uzattığı belirtilmektedir. Satıcının, kredileri satın alan veya kaynağı olan bir banka veya menkul kıymetler (aynı zamanda, sponsor olarak da adlandırılır) için sadece kredileri satın alan bir banka olabildiği ileri sürülmektedir. Satıcı ve yatırımcıları temsil eden bir vekilin, bir ÖAV oluşturduğu belirtilmektedir. Vekilin, mutemet bir rolü ve bazı bölgelerde yatırımcılar adına idari işlevleri gerçekleştirdiğinden söz edilmektedir. Sırayla satıcının, ÖAV'a ipotek kredilerinin bir havuzunu sattığı belirtilmektedir. ÖAV'ında, yatırımcılara İDMK'leri sattığı belirtilmektedir. İDMK'lerin, ipoteklerin altında yatan yararlı olanakları temsil ettiği belirtilmektedir. ÖAV tarafından İDMK'lerin satışından elde edilen fonların, varlıklar için satıcıya ödendiği dile getirilmektedir. Satıcının, diğer konut satın alıcılarına kredileri yapmak dahil olmak üzere, diğer kullanımlar için gelirleri kullandıkları beyan edilmektedir. Bu sürecin, genellikle 'köken dağıtım' iş modeli olarak adlandırıldığı ifade edilmektedir. Buna ek olarak ÖAV tarafından tutulmuş ipoteklerden toplanan gelir akışına dayanmasının, ÖAV'ın, menkul kıymetlerden yatırımcılara ipoteklerden aylık anapara ve faiz ödemeleri temeli dolayısıyla geçtiği ifade edilmektedir. İhraç edilen menkul kıymetlerin, ÖAV tarafından tutulan ipotekler tarafından desteklenmesinden dolayı 'ipoteğe dayalı menkul kıymetler' olarak adlandırıldıkları ifade edilmektedir.

Lou'nun (2009: 6) beyan ettiğine göre ekonomik anlamda doğrudan geçiş, en basit şekilde mümkün, orantılı yeni oluşturulan menkul kıymetlerin bir paketi için ipotek havuzu anapara ve faiz ödemelerini modüle etmektedirler, yani doğrudan

geçiş oranında toplanan anaparanın ve faizin, bir hisse senedi yatırım fonuna çok benzeyen İDMK sahipleri arasında (bazı ücret kesintilerinin, tahsil edilen faizin dışında alındıktan sonra) eşit ve orantılı olarak bölünmüş olduğunu ileri sürmektedir. SA:PO (sadece anapara), SF:IO (sadece faiz) şeritlerinin ve AOK:WAC (ağırlıklı ortalama kupon) tahvilinin, anapara geri ödemesinde ve faiz tahsisinde gelişmişliğin sonraki düzeyi olduğunu iddia etmektedir. İDMK'lerin, genellikle kurum ipoteklerini ve diğer yüksek kaliteli kurum dışı ipotekleri, birinci sınıf mega ve alternatif-A (Alt-A) ipoteklerini menkul kıymetleştirdiğini ifade etmektedir.

Gabaix, Krishnamurthy ve Viqneron'un (2005: 4) sözünü ettiklerine göre bir İDMK değerlemesi, iki adımdan oluşur. İlk olarak, faiz oranı yollarının, konut fiyatlarının ve benzerinin deterministik⁷ bir fonksiyonu olarak ön ödeme davranışının varsayıldığını belirtmektedirler. İkinci olarak, çeşitli faiz oranı yollarının izlendiğini, indirim ve ortalama nakit akışlarının, mevcut piyasa risksiz oranlarına ayarlanmış bir dönem yapı modeline dayandığını ileri sürmektedirler.

2.2.1. Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler (KİDMK:RMBS)

Bank For International Settlements'a (2009: 49) göre varlıkların menkul kıymetleştirmesi için ÖAV'ların önemli kullanımlarından birisinin de İDMK'lerin bir türü olan KİDMK'leridir. KİDMK'ler, asal (veya ABD kurum piyasasında, 'geleneksel' veya 'uygun') ipotekler, konut özkaynak kredileri ve yüksek riskli ve Alt-A (ya da Avrupa bağlamında, 'uygunsuzluk') ipotekleri gibi konut borcundan elde edilen nakit akışları olan menkul kıymetler oldukları ifade edilmektedir. KİDMK'lerin, ofis binaları, çoklu-aile daireleri ve perakende gayrimenkul gibi gerçek ticari gayrimenkul tarafından güvence altına alınmış kredilerden nakit akış kökeni olan menkul kıymetler olduğu belirtilmektedir. Ayrıca KİDMK'lerin, ABD piyasasında 'kurumlu' ya karşılık 'kurumsuz' KİDMK'ler olarak sınıflandırılabilirdiği dile getirilmektedir. Eski 'kurumlu KİDMK'lerin', hükümet tarafından desteklenen işletmeler, Fannie Mae ve Freddie Mac veya devlet kurumu Ginnie Mae tarafından çıkarıldığından bahsedilmektedir. Bunun aksine ABD piyasasında kurumsuz KİDMK'lerin, bankalar, ipotek bankaları veya yatırım bankaları gibi özel kurumlar

⁷ deterministik :Tahmini veya olasılığa dayalı olmayan, belirsizlik içermeyen bir matematik ifade kullanılarak kesin sonuca ulaşan hesaplama yöntemine verilen addır

tarafından çıkarıldıkları dile getirilmektedir. Bazı ülkelerde (örneğin, Japonya ve Rusya'da) KİDMK'lerin, ihraç eden devletle ilişkili işletmelerin veya devlet kurumlarının var olmasına rağmen, ABD dışında KİDMK'lerin ihracının, devlet kurumlarından ziyade genellikle özel kurumlar tarafından yapıldığı ifade edilmektedir.

Tripathi ve Iyer'in (2008: 2-3) ifade ettiklerine göre tipik bir ipotekli, genellikle aylık eşit taksit (AET:EMI) olarak adlandırılan, bir kredinin süresi içerisinde aylık olarak eşit ödemeleri ipotek ettirene ödemek için taahhütte bulunmamaktadır. İpotek sözleşmesinin, aynı zamanda zamanın herhangi bir noktasında krediyi (tamamen veya kısmen) ödeme (veya ön ödeme) için ipotekliye hak sağladığını ileri sürmektedirler. Faiz oranlarındaki değişimlerin, gelir durumundaki değişiklikler, aile büyüklüğü, medeni durum ve yer değiştirme gibi bazı önemli faktörler de dahil olmak üzere ipoteklinin, ipoteğin ön ödeme seçeneğini uygulaması için birden çok nedenin var olduğunu iddia etmektedirler. Bu seçeneğin, genellikle ya hiç ya da yetersiz mali cezalarla geçerliliğini sürdüreceğinden söz etmektedirler. Bir ipotek kredisinin de, temel mülkiyetin satışı veya başka bir krediyi yeniden finanslama nedeniyle ön ödeme yaptığını belirtmektedirler. İpoteklinin, yasal satın alma ve daha sonraki varlığın tasfiyesi tarafından gerekli ödemeleri varsaydığı zaman, ipotek ettirenin de, ipotek kredisini feshedebildiğini dile getirmektedirler.

Bank For International Settlements'a (2009: 49) göre KİDMK yapılarında kredilerin altında yatan anapara ve faiz ödemeleri, hizmet giderleri ve diğer üst düzey giderler düşüldükten sonra sertifika sahiplerine (yani yatırımcılara) aktarılmaktadırlar. Amortisman profili açısından KİDMK ödeme yapılarının, genellikle madde ödeme hükümlerini (örneğin 25-30 yıllık amortisman programıyla on yıllık bir balon ödeme) içeren çıkarılmış tahviller olan KİDMK'lerden farklı olduğu, oysaki KİDMK amortismanının büyük bir kısmı hiçbir balon ödemesiz 15-30 yıllık periyodun üzerinde olduğu ileri sürülmektedir. Ancak madde ödemelerle (örneğin, İngiltere'de KİDMK ana tröstleri) veya yoğunlaştırılmış ödeme programıyla (örneğin, belirli ABD TİY dilimleri) KİDMK'lerin yapılandırmasının da olası olduğu ifade edilmektedir. Seküritizasyon yapılarındaki bu farklılıkların, bazen bu farklı amortisman özelliklerine sahip olabilen menkulleştirmeleri yedekleme

ipotepleri altında yatan farklılıklarla sonuçlandığı iddia edilmektedir.

KİDMK'lerin, genellikle birden çok dilimlerle veya menkul kıymetlerin sınıflarıyla yapılandırılmış oldukları belirtilmektedir. Tahvillerin, genellikle sabit veya değışken bir faiz oranı (ama aynı zamanda diğeri biçimleri, örneğın tahakkuk tahvili vb, varsayabilir) taşıdıklarını ve genellikle bir kredi derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirildikleri ifade edilmektedir. Farklı dilimlerin, kredi riskinin, süre riskinin ve gelirin farklı düzeylerini sağlayabildikleri belirtilmektedir. Ödemelerin, genel olarak bir menkul kıymetin 'şelale' pozisyonu olarak adlandırılan, dilim kıdemine dayalı (genellikle aylık) yatırımcılar için yapıldıkları belirtilmektedir. Eğer borçlulardan sözleşmeli kredi ödemelerinde bir eksiklik varsa veya eğer kredi teminatının, tasfiye edilirse ve bütün tahvil sınıflarında ödemeleri karşılamak için yeterli gelirleri oluşturamazsa, en alt tahvil sınıfındaki yatırımcıların, önceki tersten daha üst sınıfları etkileyen daha fazla kayıp olan bir kaybı ödeyecekleri ifade edilmektedir.

2.2.2. Ticari İpoteğre Dayalı Menkul Kıymetler (TİDMK:CMBS)

Maxam ve Fisher'in (2001: 498-500, 502) ifade ettiklerine göre TİDMK'ler, ticari gayrimenkul genellikle çok aile konutları (daireler), alışveriş merkezleri, oteller, restoranlar, depolar ve ofis binaları tarafından güvence altına alınan rücu dışı krediler tarafından teminatlaştırılan borç araçlarıdır. TİDMK'lerin, sermaye piyasalarında en hızlı büyüyen menkul kıymetleştirilmiş ürünlerden birisi olduğunu ifade etmektedirler. 1980'lerin sonu boyunca fonların geleneksel banka kaynaklarında genel bir daralmanın ve ticari gayrimenkulde seküler bir darboğazın, gerçek emlak piyasasında birçok yeniliğre yol açtığını ileri sürmektedirler. Başlangıçta konut TİY'leri gibi ürünlerle konut piyasasına odaklanılırken, bu yeniliğın, son zamanlarda daha çok ticari ipotek piyasasına yönelik olduğunu belirtmektedirler. Şaşırtıcı bir şekilde Çözüm Vakıf Şirketi'nin (ÇVŞ:RTC (Resolution Trust Corporation)), başarısız S&L varlıklarının elden çıkarılmasını ele almak için kurulan bir devlet kurumu, menkul kıymetleştirilmiş ticari ipotek piyasasının gelişmesinde bir katalizör olduğunu iddia etmektedirler. Vaka bazında bir dava üzerinde özelliklerinin tatmin edici imhası yapılamıyorken, ÇVŞ'nin, nakitle onları geliştirerek başarısız olmuş tasarruf kurumlarının ipoteklerini başarılı bir

şekilde menkul kıymetleştirdiğinden söz etmektedirler. Bu yüksek oranlanmış menkul kıymetlerin, halk tarafından iyi kabul gördüğünü ve Wall Street firmaları tarafından daha fazla ticari kredi menkul kıymetleştirmelere yol açtığını ileri sürmektedirler. Üst düzey dilim TİDMK fiyatlarının, mülkiyet oynaklığı ve değer oranı için kredi gibi temerrüdün olasılığını yükselten açıklayıcı faktörlerle arttığını, buna karşın TİDMK fiyatlarının, amortisman gibi daha düşük temerrüt olasılığı olan değişkenlerle azaldığını ileri sürmektedirler.

İlk bakışta TİDMK'ler piyasasının, konut İDMK'ler piyasasına doğrudan benzer görüldüğünü iddia etmektedirler. Bununla birlikte iki önemli farklılığın olduğunu ileri sürmektedirler. İlk olarak çoğu ticari ipoteklerin, özellikle erken ön ödemeyi (kilitleme hükümlerini) yasakladıklarını veya ön ödeme seçimi için sıkı cezalar içerdiğini belirtmektedirler. Bu cezaların, genellikle yeniden finansman faydasının (verim bakım hükümleri) bugünkü değerine eşit ayarlandığını ve bu nedenle yeniden finansman için borçluların teşvikinin etkili bir şekilde olmadığını kanıtladığını ileri sürmektedirler. Bu nedenle konut İDMK'lerin, önemli ölçüde ön ödeme belirsizliğinden muzdaripken, TİDMK'lerin olmadığını ileri sürmektedirler. İkinci olarak konut İDMK piyasasının köşe taşının, FNMA, GNMA ve FHLMC gibi Hükümet Destekli Kuruluşlar (HDK:GSE) tarafından sağlanan bu menkul kıymetler için kurum piyasası olduğunu belirtmektedirler. Kurum garantilerinin, bu menkul kıymetlerden kredi riskini etkili bir şekilde ortadan kaldırdığını ileri sürmektedirler. Bazı kurum piyasalarının, çok aile sektörü için bulunmasına rağmen, TİDMK'ler olarak kategorize edilmiş kredilerin geri kalanının, bu tür kredi desteğini içermediğini iddia etmektedirler. Sonuç olarak kredi riskinin, TİDMK'lerin birincil fiyatlandırma karakteristiği olduğunu belirtmektedirler. TİDMK'lerin, borç ödemelerini desteklemek için yeterli gelir elde etmek için temel varlığın kabiliyetinden kendi değerini türeten düz şirket tahvillerine benzediklerini ileri sürmektedirler.

An, Deng ve Gabriel'in (2008: 6, 9, 12-13) dile getirdiklerine göre ticari ipotek kredisi şartları ve ipotek oranları, genellikle borçlu ve borç veren arasında müzakerenin bir sonucu olarak eş zamanlı belirlenmektedirler, örneğin, borç verenin, bir yüksek yayılma talep ederek yüksek bir kaldırıcı dengeleyebildiğini, düşük kaldırıcı özelliklerinin, düşük temerrüt riskine sahip olabildiğini ve böylece düşük bir

kredi yayılması elde edilebildiğini veya alternatif olarak eğer algılanan kredi riski yüksekse, düşük kaldıraç ve yüksek bir yayılmanın her ikisinin gerekebildiğini ileri sürmektedirler. Ticari ipoteklerin, kredi kartı alacakları, otomobil kredileri, kiralama ve konut özsermaye kredileri, vakıf dışında dilimlenmiş olan varlık havuzu nakit akışının farklı taleplerini temsil eden menkul kıymetlerin ayrı ayrı sınıflarının (dilimlerinin) olduğu daha karmaşık bir şekilde menkul kıymetleştirilmiş olduğundan söz etmektedirler.

İpotek menkul kıymetleştirmenin, 1980'lerde konut piyasalarının faaliyetlerinin ayrılmaz bir parçası haline geldiğini belirtmektedirler. Ancak ticari ipoteklerin büyük ölçekli menkul kıymetleştirmesinin, 1990'lara kadar yaygın hale gelmediğini beyan etmektedirler. O zamandan önce ticari ipotek kredilerinin, çoğunlukla ticari bankalar, tasarruf ve hayat sigortası şirketleri tarafından düzenlendiğini ileri sürmektedirler. TİDMK'ler ihracının, 1989 yılında sadece 2 milyar dolar olduğundan, bununla birlikte 1980'lerin sonunda, tasarrufçular ve bankalar tarafından zorluklarla karşılaşıldığından, gayrimenkul piyasalarında ciddi bir kriz sonrasında ve Çözüm Vakıf Şirketi (ÇVŞ:RTC (Resolution Trust Corporation)) tarafından ilgili varlığın elden çıkarılması çalışmalarının, ticari ipotek menkul kıymetleştirmenin hızlanmasıyla, hızlandırılmış olduğundan bahsetmektedirler. 1991 ile 1995 yılları arasında ÇVŞ'nin, menkul kıymetleştirme halinde gelir üreten özellikleri tarafından teminatlandırılmış kredilerin neredeyse 18 milyar dolarını ortaya koymuş olduğunu dile getirmektedirler. Ticari ipotek menkul kıymetleştirmesinin bu ilk yılları boyunca ticari ipoteklerin, çoğunlukla tasarrufçular ve hayat sigortası şirketleri tarafından yaratılan TİDMK'ler yapılarına satıldıklarını ifade etmektedirler. Bu varlıkların, kendi varlık portföylerinde yatırım için yeni kaynaklı kredileri tutmayı amaçladığını belirtmektedirler. Portföy kredilerinin daha sonraki satışlarının, yaklaşık iki neden için geldiğini: birisinin, takipteki kredilerin tasfiyesi için olduğunu ve diğerinin, kredilendirilebilir fonların desteklenmesi amacıyla doldurulan, yaratıcının bilançosundan takipteki kredilerin bir bölümünü kaldırmak için olduğunu ifade etmektedirler. Bu ilk TİDMK'ler satışları başarısının, yeni ihraççıların ve yeni yatırımcıların her ikisinin ilgisini çektiğini belirtmektedirler. Giderek daha fazla yatırım bankalarının, organizasyon ağları kurduklarından -genellikle ipotek bankacıları aracılığıyla- ve ticari kredilerinin, menkul

kıymetleştirilmiş olduğundan bahsetmektedirler.

Kanal kredilendirmenin, ticari ipotek piyasasında önemli bir güç olarak ortaya çıktığını ileri sürmektedirler. Kanal modelinde yaratıcının, genellikle bir yatırım bankası veya ipotek bankası, portföydeki krediyi korumak niyetinde olmaksızın bir krediyi oluşturduğunu beyan etmektedirler. Bunun yerine kredinin, menkul kıymet ihraççısına satıldığını ve sonuçta bir TİDMK yapısı içerisinde diğer benzer kredilerle birleştirildiklerini ifade etmektedirler. Kaynaklanan/Oluşturulan varlığın, genellikle ticari ipotekleri finanse etmek için Wall Street'den bir kredi hattına dayandığını ileri sürmektedirler. Buna göre adından da anlaşılacağı gibi kaynaklanan varlığın, sadece bir 'kanal' görevi gördüğünü ifade etmektedirler. İpotek Bankacıları Birliğine göre kanal kredilerinin, 1992 yılında TİDMK ihracının % 5'inden daha azken, 1998 yılında toplam TİDMK ihracının yaklaşık % 75'i büyüdüğünü belirtmektedirler. Son yıllarda TİDMK havuzlarında kanal kredilerinin payının, daha yüksek olduğunu ifade etmektedirler. Kanal kredilerinin, ikincil piyasada TİDMK yapılarına satılmak amacıyla özel olarak kaynaklandıklarını ifade etmektedirler. Kredi oluşturmada yaratıcıların, TİDMK ihraççılarına satılabilecek olan bu kredileri kesin olarak bildiklerini belirtmektedirler. Bu menkul kıymetleştirmenin, değer yarattığı ölçüde kazançlarının en azından bir kısmının, ipotek yaratıcılarına akması gerektiğinden söz etmektedirler. Sermayenin daha düşük maliyeti göz önüne alındığında yaratıcıların, daha sonra ticari ipotek faiz oranlarındaki bir azalmayla sonuçlanan birincil piyasada agresif bir şekilde fiyatlandırabileceklerinden söz etmektedirler. Buna karşılık portföy kredilerinin, oluşum sırasında ikincil piyasada TİDMK yapılarına gitmesinin amaçlanmadığını ziyade onların, yatırım için yaratıcı kurumlar tarafından düzenlendiklerini ileri sürmektedirler.

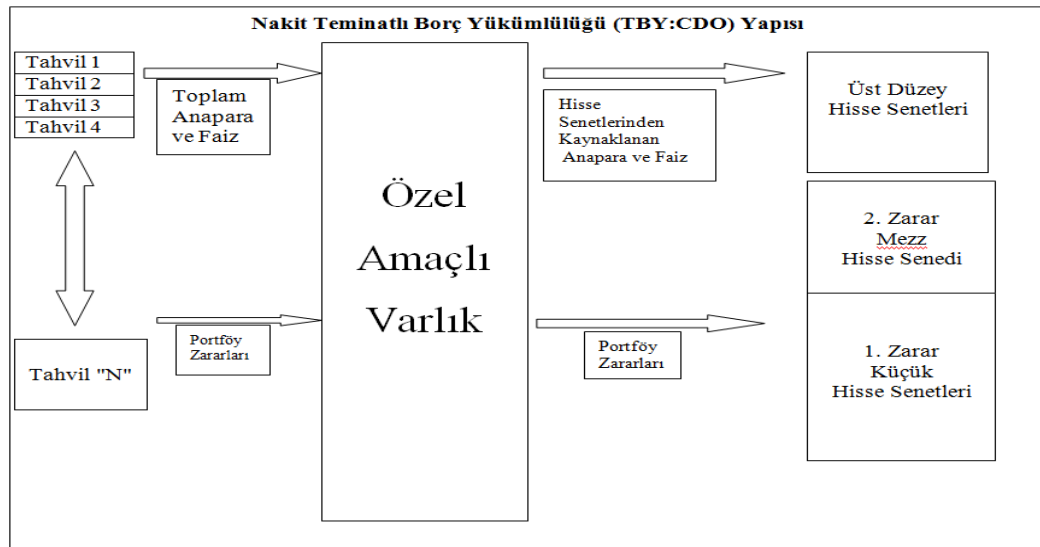
2.3. Teminatlı Borç Yükümlülükleri (TBY:CDO)

Hu'nun (2007: 5) ifade ettiğine göre TBY piyasası, yüksek verimli teminatlı tahvil yükümlülükleri (YV:HY TTY:CBOs) ve yüksek verimli teminatlı kredi yükümlülükleri (YV:HY TKY:CLOs) liderliğinde 1990'ların ortasından sonlarına doğru hızlı bir şekilde gelişti. Ancak 2000-2001 durgunluk sırasında yüksek verimli şirket tahvillerinin kötü performansının, YV TTY'nün performansını olumsuz bir

şekilde etkilediğini ve toplam TBY'leri ihracının azalmasına neden olduğunu ileri sürmektedirler. 2000 yılında 9 milyar dolardan daha azken, 2001 yılında 20 milyar dolara keskin bir şekilde yükseldiğini belirtmektedir. Sonuç olarak yapılandırılmış finans (YF:SF) TBY'lerine atfedilebilecek toplam TBY'leri ihracının payının, aynı dönem içinde % 10 dan % 31'e yükseldiğini belirtmektedir. YF TBY payının, o zamandan beri % 30 üzerinde kaldığını belirtmektedir. Aşağıda TBY'nün nakit ve sentetik olmak üzere iki farklı biçimi ele alınmaya çalışılmıştır.

2.3.1. Nakit Teminatlı Borç Yükümlülüğü (NTBY:CCDO)

Bank For International Settlements'a (2009: 4) göre yaratıcı, karşılaştırılmış kredileri elinde tutma niyetinde olduğu zaman, daha az sıkı kredi yüklenim sürecine tabi olabilen ÖAV'ları satabilmek için özellikle de nakit TBY varlıklarını satın almaktadırlar (ve geçici olarak depolamaktadırlar) veya önemli bir şekilde yaratılmaktadırlar. Devam eden risk yönetimi amaçları için birçok sponsor firmaların, hem bilanço risklerini hem de bilanço dışı (ÖAV) risklerini bir araya toplayan tek veri tabanını koruyacakları ileri sürülmektedir. Eğer onların, önemli ölçüde devredilmesi için bu riskleri yargırlarsa, firmaların, ancak bu birleştirilmiş risk analizinde bazı araçları hariç tutabileceği iddia edilmektedir. Daha büyük bir kol boyunda yapılması gereken düşüncenin, nakit TBY işlemlerinin, bu tür yönetim bilgisi ve modelleme gibi daha sık çıkarılmış olan araçların iki türü olduğu belirtilmektedir. Aşağıdaki şekilde, nakit TBY yapısının işleyişi verilmiştir.



Şekil - 6: Nakit Teminatlı Borç Yükümlülükleri Yapısı
Kaynak: Bank For International Settlements, 2009: 51

Buna karşılık bazı firmaların, ne ÖAV'ları dahil etmek için bir araya getirilmiş risk yönetimi analizini yerine getirdiklerinden ne de başka nedenle nadiren yaptıklarından bahsedilmektedir. Firmaların ayrıca, sürekli olarak bir ÖAV ile ilgili olarak onların oynayabildiği rollerin genişliğini dikkate almayabileceği ileri sürülmektedir. Örneğin bir bankanın, bir tek ÖAV'la bağlantılı bir likidite imkanına, takasına ve yedek akçeye sahip olabildiği ancak bu öğelerin her birinin, firma bu ÖAV'a onun tüm riskini yuvarlaması gerekmeksizin farklı iş birimleri tarafından ayrı ayrı analiz edilebildikleri belirtilmektedir.

Jobst'un (2005: 3-4) ifade ettiğine göre nakit TBY'lerinin, yapılandırılmış finansmanın en hızlı büyüyen alanı olmuştur. Genel olarak nakit TBY'lerinin, ticarete konu sermaye piyasası borçlanma araçları (dilimlerinin) nı maruziyetlerin büyük bir çeşitlendirilmiş havuzuna dönüştürülen VDMK'lerin bir biçimini temsil ettiğini belirtmektedir. Bir nakit TBY yapısında varlık yöneticilerinin, piyasa değeri dalgalanmalarından biraz korumayı kapsayan ve taahhüt edilmiş fonları kilitleme yönetimi kapsamında varlıkları arttırabildiğini ileri sürmektedir. Nakit TBY'lerinin, referans varlıkları olarak gerçek tahvillerin ve kredilerin bir teminatı tarafından desteklenmekteyken; yasal mülkiyet, alıcıya transfer edilmekteyken; sentetik TBY'lerinin ihraççıları, belirlenen kredi risklerinin performansı üzerinde kısmen finanse edilen ve yüksek kaldıraçlı yatırımı oluşturmak için kredi türevlerinin tomarlarcasına ve çeşitli üçüncü taraf garantilerine başvurdıklarından söz etmektedir. Nakit TBY'leri, hem beklenen anapara ve faiz ödemelerini hem de beklenen ticaret ve satış faaliyetlerini fonlamak için hem nakit akışını hem de arbitraj mekanizmalarını içerdiğini belirtmektedir. Nakit TBY'lerinin, varlık finansmanı ve likidite desteği için alternatif kaynaklara erişen ve asgari düzenleyici sermaye gereksinimlerini azaltan, menkul kıymetleştirilmiş risklerin bilanço dışı muamelesini içeren finansal hedeflerin geniş bir alanına ihraççıların ulaşmasını sağladıklarını ifade etmektedir. Nakit TBY'leri geleneksel menkul kıymet tasarımının, belirgin farklı risk profillerini görüntüleyen; daha büyük, daha üst düzey dilimler için en beklenmedik riski kaydıran; küçük bir nakit TBY'leri tarafından sık sık kapsanan ve kredi riskinin çoğunluğunu taşıyan; özkaynak talebi olarak küçük bir ilk kayıp pozisyonunda beklenen kayıplara yoğunlaşan; küçük, orta ve üst düzey dilimlerin tipik bir üç katmanlı menkul kıymetleştirme yapısını varsaydığından bahsetmektedir. Bu risk

paylaşım düzenlemesinin, belirli yatırım tercihlerine uygun olabilen farklı risk-getiri profillerinin olduğu kurucu dilimler üzerinde kaldıraç etkisine neden olduğunu ileri sürmektedir.

Bank For International Settlements'a (2009: 50) göre nakit TBY yapıları, varlıklardan bir havuz (tahvil veya borç veya bunların bir kombinasyonunu) elde eden bir ÖAV'ı içermektedir ve yatırımcılara menkul kıymet ihraç ederek fon edindirmektedir. Bir nakit TBY'ünün, varlık havuzlarının altında yatan nakit akışlarının yeniden önceliklendirilmesi yoluyla kuponların ve risk oranlarının bir dizisiyle sabit veya değişken faizli menkul kıymetleri oluşturduğu belirtilmektedir. Oranlarla menkul kıymetlerin ve dilimlerin ihracıyla sonuçlanan bir nakit TBY'ünde varlıkların altında yatan nakit akışlarının önceliklendirilmesinin, portföyün altında yatan varlıklarda toplam oranlardan hem daha çok yükselebildiği hem de daha çok düşebildiği belirtilmektedir. Nakit TBY'leri, KİDMK'leri, TİDMK'leri, kurumsal yatırım-dereceli veya yüksek verimli tahviller, gelişmekte olan piyasa tahvilleri, diğer varlığa dayalı menkul kıymetler, banka kredileri, tercih edilen güvenli menkul kıymetler (TGMK:SPS) veya diğer nakit TBY'leri tarafından desteklene bildikleri ifade edilmektedir.

Nakit TBY'lerinin, aynı vadeye sahip olan üç veya daha fazla dilimler içerisinde genel olarak gruplandırılmış olan kredi kalitesinin farklı seviyelerini sağladığı ifade edilmektedir. Üst düzey dilimlerin, en yüksek kredi kalitesine ve en düşük verime sahip oldukları belirtilmektedir; ara dilimlerin, daha yüksek bir verimle biraz daha düşük kredi kalitesine sahip oldukları belirtilmektedir; ikinci sınıf, küçük ve özkaynak dilimlerinin, daha üst düzey dilimler ödendikten sonra kalan artık ödemeleri genellikle aldıkları belirtilmektedir. Özkaynak dilimlerinin, en yüksek getirile ödendiğini ama ayrıca en yüksek riske sahip oldukları dile getirilmektedir. Bu dilimlerin, hiçbir kredi derecelendirmesi almadıkları ve kayıplara katlanılacak ilk dilimler oldukları dile getirilmektedir. Nakit TBY özkaynağının, nakit TBY profilinde temel varlık sınıflarında etkili bir kaldıraçlı yatırım olduğu ifade edilmektedir. Bununla birlikte nakit TBY özkaynağının, benzer risk profilleriyle diğer varlık sınıflarına göre rekabetçi getirileri sunabildiklerinden söz edilmektedir. Özellikle özkaynak piyasalarının, daha düşük getiriler ürettikleri zaman, yatırımcıların, nakit TBY özkaynağı gibi alternatif yatırımlara maruz kalan kendi

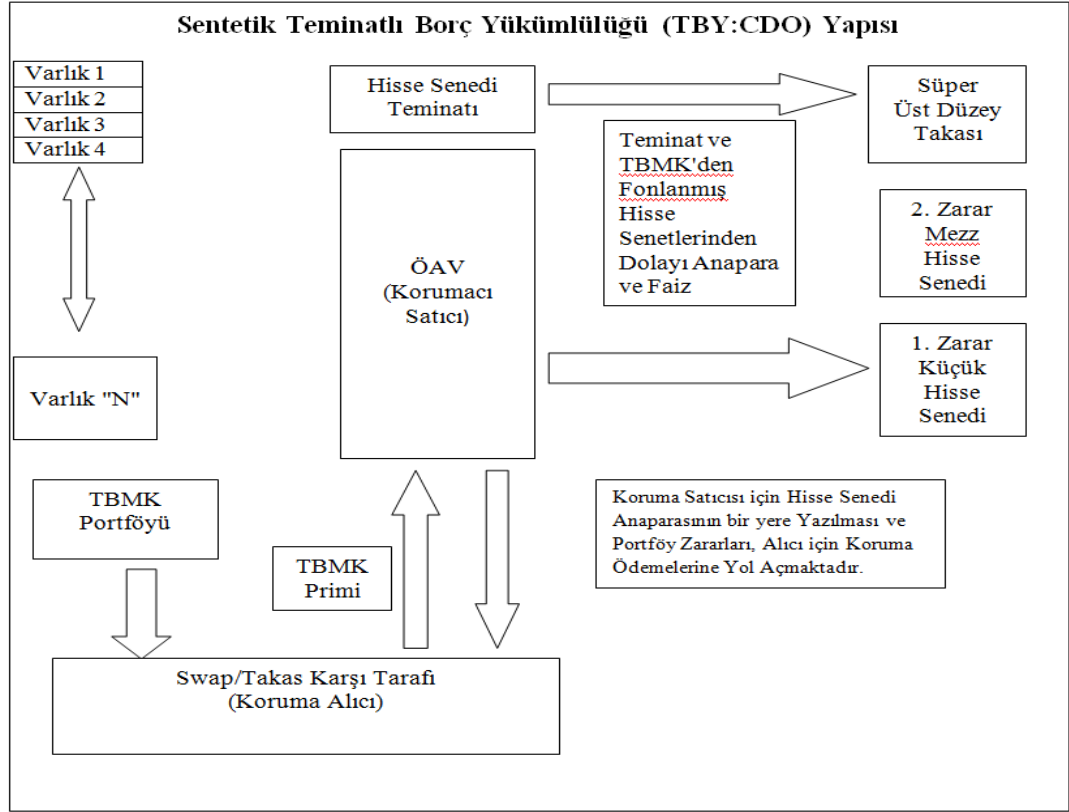
özkaynağının parçasını yönetmek isteyebildiğinden bahsedilmektedir. Üst düzey ve ara dilimlerin, aşırı etrafçı ve bağlı oldukları, bunun yanı sıra kredi ya da garanti mektubu şeklinde dış krediyi geliştirme gibi iç kredi geliştirmenin kullanımı yoluyla elde edilen bir yatırım-dereceli kredi oranına sahip olduğu ifade edilmektedir.

Hu'nun (2007: 10) dile getirdiğine göre önemli derecelendirme kuruluşlarından Moody's, nakit TBY'leri nitel derecelendirme analizinde iki ana bileşeni kullanmaktadır: ilk olarak Moody's'un, nakit TBY'leri için tüm önemli yasal belgeleri gözden geçirdiğini belirtmektedir. Nakit akışı ve melez TBY'leri için bunun, genellikle bir sözleşme, teminatlı yönetim anlaşması ve takas belgesini içerdiğini ifade etmektedir. Moody's'un analistlerinin, nakit TBY'ü modelinin, herhangi bir önemli yasal ya da yapısal sorunlarını işaretlemeye yardımcı olmak için ve teminatlı yönetici olarak tarafların teşviklerini değerlendirmeye yardımcı olmak için belgelerde açıklandığı gibi işlemin gerçek yapısına uygun olup olmadığını belirlemeye yardımcı olacak belgeleri gözden geçirdiğini iddia etmektedir. İkinci olarak ne olursa olsun bir işlemin, ticarete izin verdiğini, Moody's'un, uzmanlığı, yargıyı ve teminatlı yöneticinin motiflerini değerlendirdiğini -işletmenin, başlangıç portföyünü seçtiğini ileri sürmektedir. Moody's'un aradığı özelliklerin bazılarının, önceki nakit TBY'leri deneyiminin, temel teminatın derin bir bilgisini, yeterli personeli, güçlü bir risk yönetim sistemini, teknolojik altyapıyı ve finansal kaynakları içerdiğini ileri sürmektedir. Yönetilen bir işlemin daha tipik durumda Moody's'un, mümkün olduğunca erken sorunlu teminatın belirlenmesi de dahil olmak üzere, varlıkların ticareti için teminatlı yöneticinin yeteneğini değerlendirdiğini ifade etmektedir. Moody's'un, teminatlı yönetim anlaşma şartlarına bağlı kalacak ve nakit TBY'lerini yöneten yasal belgeleri tam olarak anlamak için uzmanlığa sahip olan yöneticinin, rahat olmasını da gerektirdiğini dile getirmektedir.

2.3.2. Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülüğü (STBY:SCDO)

Bank For International Settlements'a (2009: 52) göre sentetik bir TBY'ünde yatırımcıların kredi riski hasarının, 'sentetiksel bir şekilde' oluşturulmaktadır. Doğrudan varlıkları satın alan ÖAV'lar yerine, ÖAV'ların (korumalı satıcının), korumalı alıcıyla (genellikle düzenleyici veya yaratıcı bankayla) varlıkların bir referans portföyünde bir kredi tahmini takası içerisine girdiği ifade edilmektedir.

Amacın, türevlerin kullanımı yoluyla nakit anlaşma gibi referans portföyü satın almanın kredi riskini oluşturmak olduğu belirtilmektedir.



Şekil - 7: Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri Yapısı

Kaynak: Bank For International Settlements, 2009: 51

Yatırımcılara ÖAV'ların hisse senedi ihraç etmesinin gelirleri, kredi tahmini takası ve hisse senetleri kapsamında ÖAV'ların yükümlülüklerini karşılayacak teminatı satın almak için genellikle kullanıldıkları ileri sürülmektedir. Bu teminatın, genellikle yüksek kaliteli menkul kıymetlerden, yüksek likiditeden oluştuğu iddia edilmektedir. Kredi tahmini takasında korumalı alıcının, satın alınan daha riskli teminatı alan gelir ve yatırımcılara ihraç edilen hisse senetleri kuponu arasındaki farklılığın ve ÖAV'ların giderlerini kapsayan ÖAV'lar için bir primi genellikle ödedikleri dile getirilmektedir.

Eğer bir kredi olayının, referans havuzunda bir varlığı etkilemesi durumunda, referans işletmenin varlığından oluşan kaybın bağlandığı bir miktarın, korumalı alıcısına ödediği belirtilmektedir. Bu kaybın, ilk kayıp küçük hisse senetleriyle başlayan, üst düzeyliğin tersten eşit miktarı tarafından hisse senetlerinin alt alta yazılmasıyla yatırımcılara aktarıldıkları ileri sürülmektedir. ÖAV'lar tarafından

koruma ödeme miktarının, ÖAV'lar tarafından düzenlenen teminata karşılık gelen bir satış gerçekleştirdiği belirtilmektedir. Vadeye kalan teminata ulaşan işlemin, tasfiye edildiği zaman ve gelirlerin, kendi öncelik iddiasına dayanan yatırımcılara anapara ödemek için kullanıldıkları ileri sürülmektedir.

TBY yapılarının, 'statik' veya 'yönetilen' olabildiği ifade edilmektedir. Varlıkların seçilen havuzunun, işlemin ömrü boyunca yapılandırılmış ve sabit tutulmuşken, birinci TBY'lerinin, statik (veya 'pasif') bir yapıda oldukları iddia edilmektedir. Bu ilk işlemlerin, onların basitliği, şeffaflığı, nispeten geniş yayılması ve daha kısa vadeleri nedeniyle yatırımcılar için cazip oldukları ileri sürülmektedir. Yüksek likiditeli TBMK isimlerinin evreni göz önüne alındığında, sınırlandırılmış olduğu, tek bir isim kredinin çöküşünün, diğer varlık sınıflarının portföylerinden daha çok sentetik TBY'leri yapısı üzerinde daha zararlı bir etkiye sahip olabileceği ileri sürülmektedir. Sentetik TBY'lerinden potansiyel zararın etkilerine yanıtın, yönetilen (veya 'dinamik') yapı oluşturulması olduğu iddia edilmektedir. Eğer kredi kalitesinde bozulmaya karşı koruma için havuz içinde kredilerin ticareti için gerekliyse, bu yapıda bir yöneticinin, izlemesi için uğraşıldığı ifade edilmektedir.

Sentetik TBY'leri içinde referans portföylerinin, defansif bir yönetim stratejisi kapsamında bazılarının ikamesine izin veren 'hafifçe' yönetilen olabildiği veya önceden belirlenmiş kriterler içinde faaliyet gösteren kredilerin temel havuzlarının aktif yönetimi olan 'tamamen' yönetilen olabildikleri ileri sürülmektedir.

2.4. Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri (TİY:CMO)

Fermanian'ın (2010: 2) ifade ettiğine göre 80'lerin başında yatırım bankacıların, İDMK'lerinin farklı bir türünü yarattılar. Orantılı olarak ipotek kredilerinin havuzundan nakit akışını dağıtmak yerine, şimdi yapısında farklı tahvil sınıfları (dilimleri) için anapara (amortismanın ve ön ödemenin her ikisi) ve faiz kurallarının uygun olarak dağıtıldığını belirtmektedir. İDMK'lerin bu türünün, TİY'leri olarak adlandırıldıklarını ifade etmektedir. Tipik olarak sıralı ödemeleriyle tipik bir tahvil sınıfıyla yatırımcıların, sermaye yapısında daha düşük tahvil sınıfları tarafından ön ödemeden ve temerrütten korunduklarını dile getirmektedir. Dilimleme süreciyle yatırımcıların, onların istediği risk/getiri profiline bağlı olarak, bazı kredi geliştirmelerinden yararlanabilen bir tahvil gibi satın alındıklarını ileri sürmektedir.

Gabaix, Krishnamurthy ve Vigneron'un (2005: 4) ifade ettiklerine göre tek bir TİY dilimi, genellikle yatırımcıya, önceden belirlenmiş bir şekilde, kredilerin temel havuzunun faizin ve ana para ödemelerinin her ikisini geçmektedir. Genellikle bir menkul kıymetin, yatırımcıya sadece anapara geri ödemeleri (AGÖ:PO) veya sadece faiz ödemeleri (FÖ:IO) geçerek oluşturulduklarını belirtmektedirler. Böyle bir menkul kıymetin, bir ipotekten kaldırılan ayrı bir dilim veya bir türevi olabildiğini ileri sürmektedirler.

Lou'nun (2009: 6) ifade ettiğine göre TİY'leri, kendi sahip olduğu anapara geri ödeme penceresiyle, vadeyle ve doğrudan geçiş oranıyla menkul kıymetleştirmenin her bir dilimine tekabül eden tahvil sahiplerinin farklı sınıflarını oluşturmak için Fannie Mae tarafından ilk 1983 yılında ihraç edildi. 1986 yılında Kongre'de, ipotek kredisinin ve İDMK patlamasının sürekli bir dönemi için temelini atan TİY'leri için standart bir şablon sağlamak için Gayrimenkul İpotek Yatırım Kanalını (REMİC) geçirdiğini beyan etmektedir. Doğrudan geçiş ovalarının, ön ödeme riskini paylaşırlarken, TİY'lerinin, hedeflenmiş ön ödeme dilimini etkili bir şekilde sağladığını ileri sürmektedir.

2.5. Varlığa Dayalı Ticari Senet Programları (VDTSP:ABCP)

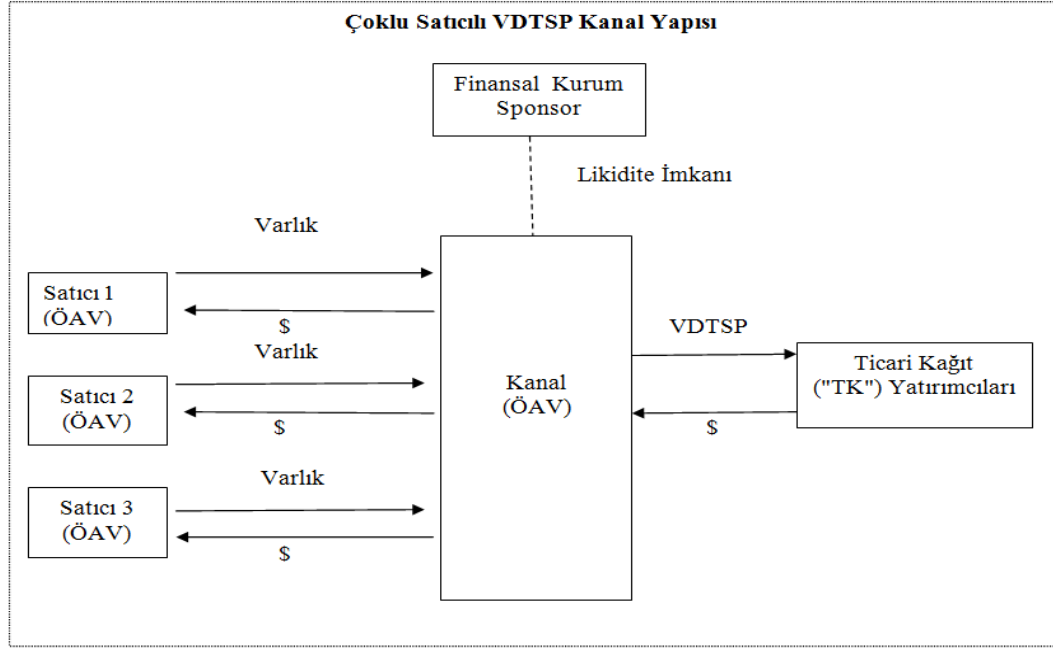
Bank For International Settlements'a (2009: 13, 53-54) göre çoklu-satıcı VDTSP kanalları, ÖAV'lara başka bir örnektir. Kanal içerisinde varlıkların satıcılarının, ticari alacaklar ile genellikle finansal olmayan firmalar oldukları ifade edilmektedir. Onların, likidite kazanmanın etkili bir yolu olması için kanal yapılar buldukları ileri sürülmektedir. Benzer şekilde daha küçük finansal kuruluşların, seküritizasyon piyasalarına erişebilen ve kanallar içerisinde satılabilen bir işlemi piyasaya almak için varlıklarının yeterli bir hacmine sahip olmayabildikleri iddia edilmektedir. Hatta onların, ayrı bir bağımsız seküritizasyon yürütmek için yeterli hacme sahip olana kadar, daha büyük finansal kuruluşların, belirli risklerin depolanması için bu gibi kanallardan yararlanabildiklerinden söz edilmektedir. Bir VDTSP programına, genellikle VDTSP kanalı denildiği ifade edilmektedir. Varlıkların finansmanının, yatırımcılara ticari kağıdın ihracı yoluyla büyük ölçüde gerçekleştirilebilirken, daha önce açıklanan temel seküritizasyon çerçevesini kullanan varlıkları satın alan ve fonlayan bir ÖAV oluşturulduğu iddia edilmektedir.

Ticari kağıdın, ticari kağıdı destekleyen teminat nedeniyle varlığa dayalı ticari kağıt olarak adlandırıldığından söz edilmektedir. Bunun, firması hakkında genel bir iddiayı temsil eden firmalar tarafından ihraç edilen ticari kağıdın aksine olduğundan bahsedilmektedir. VDTSP'lerinin, kredi derecelendirme kuruluşlarının bir veya daha fazlası tarafından ihraç edilen yüksek kaliteli kısa vadeli oranlamayı taşıdıkları ifade edilmektedir. Yapısına bağlı olarak VDTSP'lerinin, sponsorun bilançosunda yansıtılmış olabildiği veya bilançonun dışında olabildiği ifade edilmektedir.

'Dönem' menkul kıymetleştirmelerinin (sabit bir yaşama sahip olanın) aksine, VDTSP'lerinin, genellikle vadeye sahip olmayan ve esasen sürekli (ya da 'yaprak dökmeyen') olmak üzere tasarlandıkları beyan edilmektedir. Ayrıca programın varlıklarının ortalama yaşamının, ihraç edilen VDTSP'lerinin vadesinden daha uzun olabildiği ve sonuç olarak kanalın, 'yuvarlanma kağıt' olarak anılan vadeli VDTSP'ları hisse senetlerini ödemek için yeni VDTSP'ları satışlarının gelirlerini kullanacağı ileri sürülmektedir. Bir programın olduğu durumu kapsamanın, nakit mevcutları veya yeni ihraç yoluyla vadeli VDTSP'larına çekilmenin mümkün olmayabildiğinden, programların büyük çoğunluğunun, genellikle büyük bir ticari banka tarafından sağlanan yedek bir likidite imkanı sağlamak için kredi derecelendirme kuruluşlarının kriterleri tarafından gerekli olduklarından, fonları sağlamak için vade sonunda yatırımcılara yeniden ödemek için kullanılabileceğinden bahsedilmektedir. VDTSP'lerinin, tek satıcılı kanalları, çoklu satıcılı kanalları ve menkul kıymetler arbitraj kanalları dahil birden çok türleri olduğundan bahsedilmektedir.

Tek satıcılı kanalların, birincil iş yararı için aracın içine sahip olduğu varlıkları satan ve bir ÖAV'ı kuran bir banka veya finans şirketi tarafından genellikle yönetildiği ileri sürülmektedir. Çoğu kredi kartı, ipotek ve diğer finansal hizmetler firmalarının, sahip oldukları tek satıcı araçları yönettikleri iddia edilmektedir. Çok satıcılı kanalların, birden fazla banka müşterileri için finansman sağlayan aracı kullanan genellikle büyük bir ticari banka tarafından yönetildiği ileri sürülmektedir. Kanalın bu türünde her bir işlemin, bağımsız yapılandırıldığından ve yatırım dereceli seviyeye taşınan kredi olduğundan söz edilmektedir. Tipik çoklu satıcılı varlıkların, kredi kartı alacaklarını, otomobil kredilerini ve kiralamalarını, ticari kredileri, ticari alacakları ve ekipman kiralamalarını içerdiğinden bahsedilmektedir. Bazı çoklu

satıcılı kanalların, yatırım amaçları oranlanmış menkul kıymetleri satın alabildiği ve sonuç olarak melez programlar olarak adlandırıldıkları ileri sürülmektedir. Jenerik çok satıcılı kanal yapısının bir diyagramı, aşağıda gösterilmektedir.



Şekil - 8: Çoklu Satıcılı VDTSP Kanal Yapısı

Kaynak: Bank For International Settlements, 2009: 54

Faiz oranından ve kredinin dönem yapısından yararlanan, kısa vadeli borçlanmayı kullanan uzun vadeli varlıkların satın almasını fonlamayla yayılmaktayken menkul kıymetler arbitraj kanallarının, bilanço içi ve dışı esasına göre, yüksek oranlı menkul kıymetleri fonlamak için genellikle ticari bankalar veya varlık yöneticileri olan sponsorlara olanak verdikleri ileri sürülmektedir. Tekli ve çoklu satıcı kanallarının, programların bu türleri, yeni ticari senetleri ihraç etmesi mümkün olmayan ihraççı olayında ödenebilen ticari senet yatırımcılarını sağlamak için likidite imkanlarının varlığına güvendikleri iddia edilmektedir.

2.6. Yapılandırılmış Yatırım Araçları (YYA:SIV)

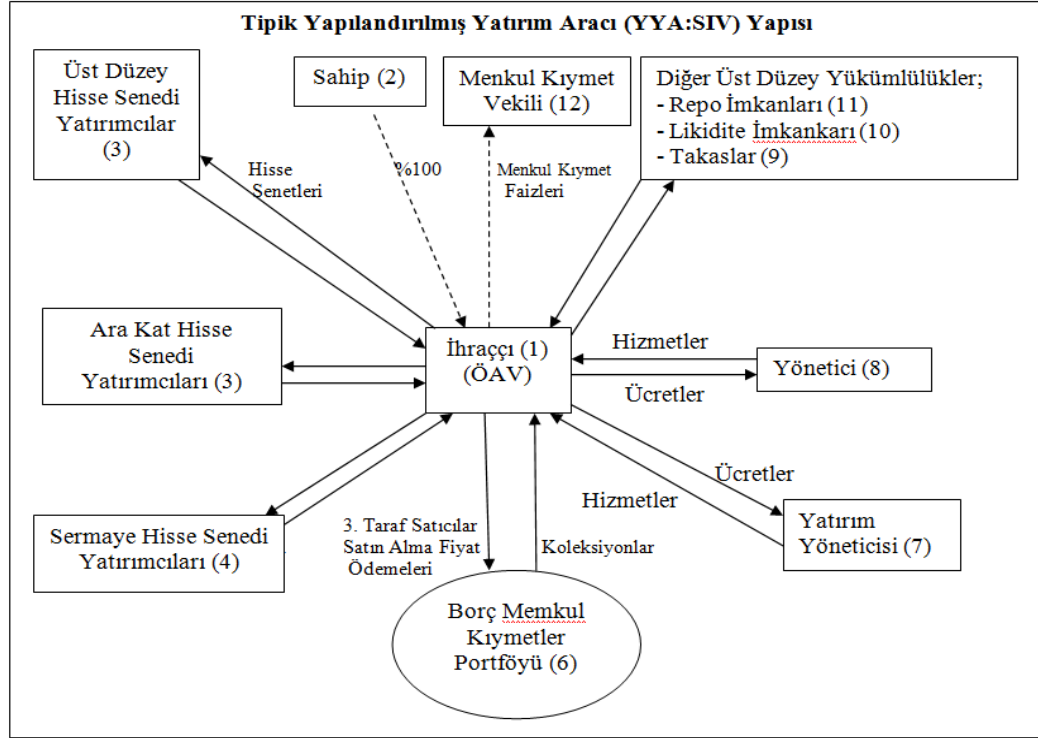
Bank For International Settlements'a (2009: 3) göre yaratıcı firmalar ayrıca, transfer riskini kendilerinden en verimli bir şekilde uzak tutmak için bir anlaşma yapılandırmaya potansiyel izin verebilen yatırımcılardan, riskler hakkında daha çok bilgi edinmede asimetrik bilgilendirme avantajına sahiptirler. Bir başka önemli risk unsurunun, erken itfanın döner seküritizasyon yapılarını tetiklemesi ve piyasa

değerinin YYA'larını tetiklemesi gibi birçok yapılandırılmış finans işlemlerinde tetikleyicilerin varlığıyla ilgili olduğu ileri sürülmektedir. Tetikleyicilerin, potansiyel olarak birbirleriyle ilgili olabildikleri (tetikleyicilerin iki katıyla sonuçlanması, yeniden menkulleştirmelerinin durumunda olabildiği gibi) veya başka yüksek korelasyonlu olabildikleri (devresel etkilere yol açan) ileri sürülmektedir.

Gorton ve Metrick'in (2011: 11) ifade ettiklerine göre menkul kıymetleştirmede, VDTSP kanallarında ve YYA'larında kullanılan ÖAA'lar arasında bazı önemli farklılıklar vardır. İlk olarak menkul kıymetleştirme ÖAA'larının, yönetilmediklerini, onların, piyasa yapıcısı olmayan robot şirketler olduklarını belirtmektedirler. Kredilerin yeni portföylerinin, bu ÖAA'lar içerisine satılabildiklerini ama onların, sadece önceden belirlenmiş kurallar kümesini takip ettiklerini ifade etmektedirler. Menkul kıymetleştirme araçlarından farklı olarak VDTSP kanallarının ve YYA'larının, yönetildiklerini, onların kararlarını düzenleyen sıkı kriterlerin var olmasına rağmen, portföy yöneticilerinin, aktif kararlar aldıklarını belirtmektedirler. İkinci olarak onların, piyasa değerli araçlar olduklarından söz etmektedirler. Yani onların, sık sık bir temelde (günlük veya haftalık) piyasa için portföyleri işaretleyen derecelendirme kuruluşları tarafından gerekli olduklarını ve işaretlerine göre onlara, kolunu için daha fazla veya gerektiği kadar kaldıraca izin verildiğini ileri sürmektedirler.

Bank For International Settlements'a (2009: 54-56) göre YYA'ları, onların satın aldığı hayli yüksek menkul kıymetlerde menkul kıymetler arbitraj kanallarına benzemektedirler ama onların yapısı, önemli ölçüde farklıdır. YYA'larının, bir faaliyet şirketinin bazı özelliklerine sahip olan kaldıraçlı yatırım şirketleri oldukları ileri sürülmektedir. Tipik menkul kıymetler arbitraj kanallarının aksine, YYA'larının, ticari senet ve orta vadeli hisse senedi (OVHS) piyasalarının her ikisinde de borç ihraç edilmesiyle üçüncü taraf sermayesini ve kaldıraç sermayesini genellikle yükselttiği ileri sürülmektedir. Sadece VDTSP'lar konusunda YYA'larının, YYA-Lites olarak adlandırıldıkları belirtilmektedir. YYA'larının başka bir yapısal farklılığının, vadeli borç için bir durak olarak sadece banka likidite imkanları üzerine güvenmemesi olduğu iddia edilmektedir. Aksine YYA'larının, varlıkların ve yükümlülüklerin programlanmış vadelerine dayanan dinamik bir likidite yönetim sürecini içerdiği ileri sürülmektedir. Genellikle sürekli olarak bir YYA'larının,

kümülatif net nakit çıkışlarının iki ila üç haftasına eşit olan likit varlıkların ve banka likiditesinin bir kombinasyonunu korumaya ihtiyaç duyabildiği ifade edilmektedir. YYA'larının, kendi derecelendirmelerini korumak için sermaye yeterliliğini ve diğer testleri karşılamak için ve düzenli olarak piyasada kendi portföylerini işaretlemek için kredi derecelendirme kuruluşlarının bir kriteri tarafından ayrıca gerektikleri ileri sürülmektedir. Eğer bu testlerde hataları düzeltmeye gidilmezse, YYA'larının, ikiye ayrılmasının gerekebildiği, hatta kurulmamış bile olabildiği iddia edilmektedir. YYA'larının, yapılandırılmış finans düzenlemelerinin daha karmaşık olanları arasında yer aldığı ifade edilmektedir. Tipik bir YYA yapısının bir diyagramı ve tartışması, aşağıda verilmiştir.



Şekil - 9: Tipik Yapılandırılmış Yatırım Aracı (YYA:SIV) Yapısı

Kaynak: Bank For International Settlements, 2009: 55

Yukarıdaki şekilde, işlemin açıklaması aşağıdaki gibi şöyledir;

1) İhraççı, Jersey, Cayman Adaları veya İrlanda gibi kıyı yargılarında/ bölgelerinde düzenlenen tipik bir ÖAV'tır. Birçok yapılar, ayrı bir ABD hisse senedi eş-ihraççısı var. 'YYA-Lives' sorunu sadece VDTSP'ları ve üst düzey orta vadeli hisse senetleri (ÜDOVHS:SSMT) değildir.

2) Özkaynak sahibi, genellikle başka bir ÖAV veya nominal olan hayırsever güvenli özkaynak yatırımdır.

3) Üst düzey orta vadeli hisse senetleri (ÜDOVHS:SSMT) (AAA/Aaa oranlanmış), genellikle bir borsada kote edilirler, oysaki kısa dönem VDTSP'ları (A-1/P-1/F-1 veya daha yüksek oranlanmış), genellikle kote edilmemiştir.

4) Ara kat orta vadeli hisse senetleri (AKOVHS:MMTS), genellikle bir borsada kote edilirler ve yatırım derecesinde oranlanmıştır; birden fazla sınıf var olabilir.

5) Bazı yapılarda sermaye hisse senetleri, varlık portföyünün farklı bölümleri tarafından desteklenen alt sınıflarına ayrılmaktadırlar. 'YYA-Live' yapılar, sermaye hisse senetlerinin (devam eden bir ihraç programının kullanılmasından daha çok) genellikle sadece bir dizisini ihraç etmektedir.

6) YYA'larını, VDMK'leri, İDMK'leri ve TBY'lerini dahil eden borç senetlerinin bir havuzunda, genellikle hisse senedi gelirlerine yatırım yapmaktadır.

7) Yatırım yöneticisi, yatırımları seçer, kabul edilmiş parametreler içerisinde portföyü yönetir ve performansa dayalı ücretleri, kazanmaktadır. Yatırım yöneticisi, bir banka, kurulmuş olan bankanın bir iştiraki ve program sponsorları olabilir.

8) Yatırım yöneticisi veya YYA'ları, performans testlerini çalıştırmak ve raporları hazırlamak için üçüncü taraf bir yöneticiyi yürütmektedir.

9) YYA'ları, faiz oranı ve döviz kuru riskini en aza indirmek için gereken faiz ve para swapları/takasları veya diğer korunma sözleşmeleri gibi yatırım içerisine girerler.

10) Likidite imkanları, gelecek 12 ay içinde her bir haftada en yüksek net nakit çıkışına (NNÇ:NCO) dayanma miktarıyla genellikle 364 günlük taahhütlerdir. 'Geleneksel' VDTSP kanallarının aksine, likidite imkanları, tüm ödenmemiş üst düzey hisse senetlerini kapsamamaktadır. Likidite imkanları, sponsor banka tarafından tamamen veya kısmen temin edilebilir.

11) Repo imkanları, genellikle kararlı değildirler ama geçici likidite fonlamanın önemli bir kaynağını sağlayabilirler.

12) İhraççı, yatırımcılar, imkan sağlayıcıları ve program servis sağlayıcıları için yükümlülüklerini güvence altına almak için önemli ölçüde tüm varlıkları üzerinden teminat vermektedir.

BÖLÜM 3

ENRON VE ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARI

Enron krizinin, temel sebeplerinden biride hiç şüphesiz kendi finansal tablolarına konsolide etmeyerek kullandığı binlerce ÖAV'larının bulunmasıydı. Kural dışı, olumsuz finansal durumlarını gizlemek için kullandığı bu ÖAV'lar, kendisini iflasa götürmekle beraber, kendisinin oluşturduğu bu kriz ÖAV'ların statülerini ve özelliklerini yeniden ele almayı gerektirdi. Yani burada ÖAV'ların Enron krizine sebep olmalarının yanı sıra bu krizden sonra ÖAV'ların özelliklerinin ve konsolidasyon durumlarının yeniden ele alınması zorunluluğunun ortaya çıktığı görülmektedir. Bu bölümde Enron'un kullandığı ÖAV'lar ve iflasa sürüklenme süreci ele alınmaya çalışılmaktadır. Artunç (2002: 32-33), ÖAV kullanımını konu alan işlemlerin, 1970'lerden itibaren başladığını ve 1990'larda yaygınlaşmalarına rağmen, ancak 2001 yılının sonlarında gündeme geldiğini ve ÖAV'ların bilanço makyajlama amacıyla yoğun olarak kullanıldığını, Enron olayı sonrasında kamuoyunun dikkatini üzerinde topladığından bahsetmektedir. Enron olayının dikkatle incelenmesinin, ortaklıkların ÖAV kullanımına yönelme nedenlerinin, ÖAV'ların usulsüz olarak kullanımları sonucunda ortaya çıkabilecek sonuçların ve ÖAV'lara ilişkin özel düzenlemeler yapmanın gerekliliğini ortaya koyması bakımından faydalı olacağını düşündüğünü belirtmektedir.

3. ENRON VE ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARI

3.1. Enron Şirketi Hakkında Genel Bilgi

Oran (2002), Enron'un 1985 senesinde ABD enerji piyasasının serbestleştirilmesi sırasında Houston Natural Gas ve Internorth adındaki iki şirketin birleşmesi sonucunda ortaya çıktığını ifade etmektedir. Zaman içerisinde doğalgaz boru hattı işletmeciliğinden çeşitli alanlara yayıldığını dile getirmektedir. Örneğin enerji bağlantılı opsiyon satışları, su kaynakları yönetimi, enerji santral yapımı ve işletimi (Türkiye'de Marmara Power adlı bir enerji santralinin %50'si dahil olmak üzere) gibi birçok alanda faaliyet gösterdiğinden bahsetmektedir. Enron'un yaygın olarak uyguladığı bir taktiğin, tekellerin kaldırılarak serbestleştirilmekte olan çeşitli piyasalara ilk giren olmak için ciddi gayretler sarf eden ve gerekirse serbestleştirme

kararlarının alınmasına 'yardımcı' olduğundan bahsetmektedir. Healy ve Palepu'nun belirttiklerine (2003: 5) göre bu Birleştirilmiş Şirket, üretici ve kamu arasında doğal gaz taşınması için eyaletler içi ve eyaletler arası boru hatlarının 37.000 kilometresine sahipti. 1980'lerin başında doğal gaz üreticileri ve boru hatları (dağıtıcıları) arasında çoğu sözleşmelerin, 'al ya da öde' sözleşmeleri olduğunu, boru hatlarının, ya belirli bir fiyattan önceden belirlenmiş bir miktarını satın almak ya da bu sözleşmeyi onurlandırmak için arıza durumunda eşdeğer miktarı ödemeyle yükümlü olduğunu belirtmektedirler. Bu sözleşmelerin fiyatlarının, genellikle sözleşme ömrü boyunca sabit kaldığını veya enflasyon ile arttığını ifade etmektedirler. Dağıtıcıların da, onlardan gaz satın almak için yerel gaz dağıtım şirketleriyle veya elektrikli araçlarla benzer uzun vadeli sözleşmelere sahip olduğunu dile getirmektedirler. Bu sözleşmelerin, doğal gaz arzında ve fiyatlarında uzun vadeli güvence verdiğinden bahsetmektedirler.

Ancak üreticiler ve dağıtıcılar arasında daha esnek düzenlemelere izin verildiği ve fiyatların serbestleştiği 1980'lerin ortaları boyunca doğal gaz piyasasının düzenlenmesindeki değişikliklerin, spot piyasa işlemlerinin artarak kullanılmasına yol açtığını belirtmektedirler. 1990'da gaz satışlarının yüzde 75'inin, uzun vadeli sözleşmeler yerine spot fiyatlarla işlem yapıldığını belirtmektedirler. Boru hatlarının en büyük eyaletler arası ağına sahip olan Enron'un, düzenleyici değişikliklerden kaynaklanan esneklikten ve artan gaz beslemesinden yararlandığından bahsetmektedirler. Öncelikle bir boru hattı işinin, sırasıyla yüzde 14.2, 13.0, 15.9 ve 13,1 idi, yaklaşık yüzde 13 sermayenin tahmini sermaye maliyetiyle karşılaştırıldığında, onun getirilerinin, 1987-1990 yıllarında başlayan özsermaye üzerindeki getiriler olduğunu dile getirmektedirler. Artunç'a (2002: 33) göre bir enerji şirketi olarak kurulan Enron'un, ABD'de devletin enerji piyasasına müdahalesini azaltmasıyla hızla büyümüş ve faaliyet alanını, enerji tedarikçiliğinden enerji kaynaklarına dayalı türev araçlar üzerine komisyonculuk hizmetine doğru hızla genişlettiğini belirtmektedir.

Healy ve Palepu'ya (2003: 6) göre daha fazla büyüme elde etmek için bir girişimde Enron'un, bir çeşitlendirme stratejisi takip ettiğini ifade etmektedirler. Buna, doğal gaz ticaretine dahil olmuş olan kendi boru hattı işinin ötesine ulaşarak başladığını belirtmektedirler. Elektrik gücünde, kömürde, çelikte, kağıtta ve kağıt

hamurunda, suda ve geniş bant fiber optik kablo kapasitesinde finansal bir tüccar ve piyasa yapıcı olmak için doğal gaz modelini genişlettiğinden bahsetmektedirler. Enerji tesislerinin inşasını ve yönetimini içeren uluslararası projeler üstlendiğini ifade etmektedirler. 2001'de Enron'un, aynı ürünler ve hizmetler için finansal piyasalarda uluslararası alanda ve yaygın olarak işlem gören sahip olduğu ve işlettiği gaz boru hatlarının, elektrik tesislerinin, kağıt hamurunun ve kağıt tesislerinin, geniş bant varlıklarının ve su tesislerinin bir çakıl taşı haline geldiğini belirtmektedirler. Şirket için segment⁸ sonuçlarının bir özetinin, 1990'ların sonları boyunca yurt içi ticaretin ve uluslararası işletmelerin nasıl önemli ölçüde büyüdüğünü gösterdiğinden bahsetmektedirler. Bu büyümenin, sermaye piyasalarını etkilediğini ve şirketin iş stratejisi hakkında birkaç temel soru sormayı gerektirdiğini dile getirmektedirler. Enerji varlıklarına sahip olmada ve yönetmede Enron'un uzmanlığının, sonra enerji yönetim risklerini alanlara ve satanlara yardım etmek için bir ticaret modelini geliştirebilmesinin, bu tür yeni işletmelerin geniş bir dizisine kadar uzatılabileceğinden bahsetmektedirler. Ayrıca Enron'un performansının, onun başarısını taklit etmeyi dileyen diğer firmalar tarafından sınırlı giriş engellerine sürdürülebilirlik verdiğini ifade etmektedirler. Enron'un iş modelinin nasıl geliştiğine sahip olmanın bir anlamda, onun operasyonlarını nasıl genişlettiğini daha ayrıntılı olarak dikkate almak için yararlı olacağını dile getirmektedirler.

Enron'un (bilgedenetim.com) bir diğer özelliği de kendisini denetleyen özel denetim firmasıyla ve kamu kurumları ile olan sıkı eleman değiştirme ilişkisi olduğundan bahsedilmektedir. Enron'un çok uzun süredir denetim ve danışmanlık işlerini yürüten Arthur Andersen'in bir çok çalışanının zaman içerisinde Enron'a geçtiği belirtilmektedir. Ayrıca, Enron'u doğrudan etkileyen kararları almakla yükümlü bazı kamu görevlilerinin bu görevlerinden ayrılır ayrılmaz Enron'da iş bulabildiklerinden bahsedilmektedir. Bunların en göze batanlarının Wendy Gram, Lord John Wakeham ve bu ikisinin zıt yönünde giden Max Yzaguirre olduğu belirtilmektedir. Wendy Gram'ın, 1992 senesinde Emtia Vadeli İşlemleri Komisyonu başkanı iken, komisyondan Enron'un gerçekleştirdiği enerji bağlantılı vadeli işlemlerin devlet gözetiminden serbest bırakılması kararı çıktığı ifade edilmektedir.

⁸ Bölmek, parçalara ayırmak, kesilmiş parça, parça, bölüm, kısım, dilim.

Ardından kendisinin bu görevden ayrılmış ve Enron'un yönetim ve denetim kurullarına girdiği belirtilmektedir. John Wakeham'ın ise İngiltere'de Enerjiden sorumlu bakan olarak görev yaparken İngiltere de gerçekleştirilen ilk özel enerji santrali izninin Enron'a verildiği belirtilmektedir. Wakeham'ın görevden ayrıldıktan sonra kendisinin de Enron yönetim kuruluna girdiği ifade edilmektedir. Max Yzaguirre'nin ise diğerlerinin aksine hareket ederek Enron'da yöneticilikten Teksas eyaletinin elektrik su gibi kamu hizmetlerini düzenleyen komisyonun başına getirilmiş olduğunu ve bu komisyon'un Enron açısından çok önemli olan elektrik sektörünün serbestleştirilmesi kararı aldığı dile getirilmektedir.

Sonuçta (riskonomi.com) 1980'li yılların küçük çapta bir boru hattı şirketi olan Enron'un, kısa bir sürede (2000 yılı) toplam geliri 100 milyar doları bulan dünyanın sayılı en büyük enerji şirketlerinden biri haline geldiğinden bahsedilmektedir. Aynı yıl itibarıyla temel verilerine bakıldığında toplam aktiflerinin 65.5 milyar dolar ve toplam çalışan sayısının 19.000'e yaklaştığı belirtilmektedir. 2000 yılı gelirleri 100 milyar doları aşan Enron'un, enerji üretimi ve dağıtımı ile başlayıp, daha sonra enerji ticareti üzerinde yoğunlaşmış bir şirket olduğundan bahsedilmektedir. Şirket'in, zaman içerisinde, kendi başına adeta bir enerji borsası haline geldiğinden ve ABD ile Avrupa'da enerji ticaretinin yüzde 20'sini gerçekleştirdiği ifade edilmektedir. Bunun yanı sıra, şirketin birçok yeni alana da girdiği dile getirilmektedir. Enron'un, bir yandan ABD'de enerji piyasasının liberalleştirilmesi için var gücüyle çabaladığından, diğer yandan da bu piyasada önemli bir oyuncu haline geldiğinden bahsedilmektedir.

3.2. Enron Şirketi'nin İş Stratejisindeki Genişlemeli Değişimi

Healy ve Palepu'nun (2003: 6-7) belirttiklerine göre Jeff Skilling, Enron'da 1988 McKinsey görevi sırasında Enron'un ticaret modelini öngören kişidir, daha sonra Ağustos 2001'de Enron'un Yönetim Kurulu Başkanı (CEO) oldu. Deregülasyon'un,⁹ genellikle daha düşük fiyatlara yol açtığı anda aynı zamanda gaz fiyatlarında volatilitiyi de arttırdığını dile getirmektedirler. Dahası bu piyasadaki

⁹ **Deregülasyon**, belirli bir iş alanı ya da kesimde devlet kısıtlamalarının azaltılması ya da tamamen kaldırılması durumudur. Deregülasyonun mantığı daha az sayıdaki ve daha basit hukuki düzenlemelerin, daha verimli düzenlemeler olacağı; sektörlerde verimliliği de artıracığı, hizmet veya ürünün kalitesini artırırken fiyatını da düşüreceği tezinde yatar.

standart sözleşmenin, yasal cezalar olmadan gaz teminini kesmek için tedarikçilere izin verdiğini belirtmektedirler. Bir doğal gaz 'bankası' oluşturularak Skilling'in, Enron'un, bu riskleri etkili bir şekilde yönetecek alıcılarının ve satıcılarının her ikisine yardım edebileceğini dile getirmektedirler. 'Gaz bankası' nın, doğal gazın tedarikçileri ve alıcıları arasında aracılık edebilmesi dışında, sadece finansal bir bankacılık kurumu gibi hareket ettiğini ifade etmektedirler. Enron'un, spot fiyatlarda uzun vadeli düşüşleri varsayan fiyatlarda, doğal gaz için kamu uzun vadeli sabit fiyatlı sözleşmelerini sunmaya başladığını belirtmektedir.

Bu sözleşmelerin teslimini sağlamak ve spot fiyatlarda dalgalanmalara maruz kalmayı azaltmak için Enron'un, üreticilerle uzun vadeli sabit fiyatlı düzenlemeler içerisine girdiğinden ve swaplar, forward ve future sözleşmeleri dahil olmak üzere finansal türevleri kullandığından bahsetmektedirler. Ayrıca bu işlemlerin çoğunu finanse etmek için, ÖAV'lar olarak bilinen, bilanço dışı finansman araçlarını kullanmaya başladığını ifade etmektedirler. Tüm hesaplar olarak gaz ticaret işinin, büyük bir başarı olduğunu dile getirmektedirler. 1992'de Enron'un, Kuzey Amerika'da doğal gazın en büyük tüccarı olduğunu ve gaz ticaret işinin, vergi ve faiz öncesi 122 milyon dolar karla Enron'un net gelirine büyük bir katkı yaptığını ifade etmektedirler. On-line ticaret modeli oluşturulmasının, EnronOnline, Kasım 1999'da bu finansal sözleşmeleri müzakere etmek ve yönetmek için şirketi daha da geliştirmek ve onun yeteneklerini genişletmek için etkinleştirildiğinden bahsetmektedirler. 2000 yılının dördüncü çeyreğinde EnronOnline'ın, Enron'un iş birimlerinin tümü için işlem hacminin yaklaşık yarısını oluşturduğundan ve 1999 yılında kişi başı ticari işlemlerinin 672'den 3.084'e yükseldiğini ifade etmektedirler. 1990'ların sonlarında Skilling'in, ticaret modelini yeniden daha fazla cezaya çarptırdığını dile getirmektedirler. O, boru hatları gibi 'ağır' varlıkların, Enron'a ekonomik kiralari kazandırmayı sağlayacak rekabet avantajının bir kaynağı olmadığını belirtmektedirler. Skilling'in, ticaret pazarına hakim olmanın anahtarının bilgi olduğunu savunduğunu; onların eğer bilgi üretmek için yararlı olsaydı bu nedenle Enron'un, sadece 'ağır' varlıkları tutması gerektiğini ifade etmektedirler. Şirketin, 'ağır' varlıkları elden çıkarmaya ve bir 'varlık hafifliği' stratejisini takip etmeye başladığını belirtmektedirler. Bu stratejinin bir sonucu olarak 2000 sonlarında Enron'un, şirketin 1985 yılında kurulduğu zamandan daha çok doğal gaz

boru hattının 5.000 milinin daha azına sahip olduğunu - ancak onun doğal gaz finansal işlemlerinin, onun boru hattı kapasitesinin 20 katını temsil ettiğini belirtmektedirler.

Boru hatlarının geniş ağı sayesinde Enron'un, üreticiler ve kamu arasındaki aracılık için başlangıçta iyi konumlanmış olduğunu ifade etmektedirler. Şirketin, kendi boru hatları aracılığıyla müşterilerine gaz teslim etmenin fiziksel lojistiğini yönetmede uzman olduğunu dile getirmektedirler. Ticari iş risklerini yönetmedeki uzmanlığının hızlı bir şekilde geliştiğini belirtmektedirler. Bu risklerin, genel gaz spot piyasa oynaklığına maruz kalmayı, özellikle üretim ve dağıtım yerlerindeki (gaz, bir yerden başka bir yere maliyetsiz taşına bilemediğinden beri) gaz fiyatı dalgalanmalarına maruz kalmayı, rezerv risklere (Enron, kamu için kendi taahhütlerini karşılayabilmek için yeterli gaz rezervlerine sahip olabilmeyi sağlamak zorunda olmasından beri) maruz kalmayı ve onun varsayılabilen türev işlemlerinde karşı tarafta bulunan riski içerdiğinden bahsetmektedirler. Ancak şirketin, belirsiz gaz ticaretinden yüksek getiri kazanmaya devam etmeyi umabildiğini dile getirmektedirler. Skilling'in, gaz ticaretine girmenin önemli engelinin, piyasa konumuna hakim olması sebebiyle Enron'un elde ettiği piyasa bilgisinin olduğuna inandığını ifade etmektedirler. Ancak diğer birçok firmaların, Mobil gibi büyük gaz üreticilerinin, Coastal ve Clearinghouse gibi gaz pazarlamacılarının ve Phibro, AIG, Chase ve Citibank gibi finans firmaları da dahil olmak üzere Enron'un hakimiyetine meydan okumak için iyi yerleştirilmiş olduklarından bahsetmektedirler. Karşılaştırılabilir piyasalarda ilk taşıma işlemleri için erken kiralardan, girmiş olan rakipler gibi hızlı bir şekilde dağıtıldığını belirtmektedirler. Örneğin faiz oranı swap piyasasında kar marjlarının, 1990'lar boyunca on kat azaldığını ifade etmektedirler. İnternetin, EnronOnline'la rekabet edebilecek enerji pazarlarını geliştirmek için mevcut veya potansiyel rakiplere düşük maliyetli bir platform sağladığını dile getirmektedirler. Aşağıda 1993-2000 dönemi boyunca Enron'a ilişkin çeşitli ve karşılaştırmalı bilgiler, tablo halinde verilmiştir.

Milyon Dolar	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Yurtiçi: Boru Hatları								
Gelirler	1.466	976	831	806	1.416	1.849	2.032	2.955
Kazançlar	382	403	359	570	580	637	685	732

Yurtiçi: Ticaret ve Diğerleri								
Gelirler	6.624	6.977	7.269	10.858	16.659	23.668	28.684	77.031
Kazançlar	316	359	344	332	766	403	592	2.014
Uluslararası								
Gelirler	914	1.380	1.334	2.027	2.945	6.013	9.936	22.898
Kazançlar	134	189	196	300	(36)	574	722	351
Hisse Senedi Performansı								
Enron	% 25	% 5	% 25	% 13	- % 4	% 37	% 56	% 87
S&P 500	% 7	- % 2	% 34	% 20	% 31	% 27	% 20	- % 10
Büyük İş Olayları	Boru tarafları açılır	Elektrik ticareti başlıyor		Dabhol tesisinin inşası başlıyor	Portland General Corporation satın alınıyor	İngiltere'de Wessex Water satın alınıyor	Enron Online yaratılıyor	Çift özellikli sözleşmelerin ticareti, enerji krizi

Tablo - 2: 1993'den 2000'e Enron Segmenti ve Borsa Performansı

Kaynak : Healy ve Palepu, The Fall of Enron, 2003: 6; Enron 10-Ks

Artunç'a (2002: 33-34) göre bu strateji çerçevesinde, önce boru hattı, enerji santralleri gibi varlıklar ediniliyor, daha sonra bu varlıklar toptan veya perakende satış organizasyonları ile birleştirilerek büyütülüyordu. 1996 ve 1998 yılları arasında, Enron'un gelirlerinin yaklaşık % 60'ının 10 yıl önce faaliyet alanına girmeyen işlerden, % 30-40 arasındaki bir kısmın ise 5 yıl önce faaliyet alanına girmeyen işlerden oluştuğunu ve kuruluş yıllarında faaliyet alanının enerji, emtia ve hizmet sağlamak olan şirketin, temel faaliyet alanını hızla mali hizmetlere yönlendirdiğini belirtmektedir. Healy ve Palepu'ya (2003: 8-9) göre 1990'ların ortalarında Enron, diğer pazarlara onun doğal gaz ticaret modelini genişletmeye başladı. Enron'un, belirli özelliklere sahip pazarları aradığını: piyasaların, karmaşık dağıtım sistemleriyle parçalanmış olduğunu, emtianın karşılanabildiğini ve fiyatlandırmanın donuk olduğunu ifade etmektedirler. Pazarların, elektrik gücü, kömür, çelik, kağıt ve kağıt hamuru, su ve geniş bant kablo kapasitesini içeren hedefler olarak tanımlandığını belirtmektedirler. Enron'un modelinin, her bir pazarda fiziksel kapasiteyi elde etmek olduğundan ve sonra risklerini yönetmenin bir yolu olarak finansal türevleri kullanarak, piyasa katılımcılarına daha fazla esnek fiyatlandırma yapılarının oluşturulması aracılığıyla bu yatırımdan yararlandığından bahsetmektedirler. Enron'un, sistemleri savunduğunu ve gaz ticaretinde edinmiş olduğu uzmanlığının, yeni pazarlar için kaldıraçlı olabileceğini dile getirmektedirler. Bu nedenle ticaret modelinin, bir saf enerji firmasından geniş tabanlı bir finansal hizmetler şirketine çeşitlendirilmiş olarak olağanüstü bir şekilde büyümeye devam

eden Enron için bir yol olarak lanse edildiğinden bahsetmektedirler.

Geliştirilecek ilk pazarın, elektrik gücü olduğunu ifade etmektedirler. Bu pazarda kendi modelini uygulamak için Enron'un, yoğun dönemlerde enerji sağlayan taahhütlerin karşılanmasından emin olmak için şekillendirmek zorunda kaldığından bahsetmektedirler. Doğal gazın aksine elektriğin, gaz pazarından daha yüksek fiyat oynaklığına bile yol açan yoğun talebi karşılamak için depolana bilemediğini dile getirmektedirler. Enron'un, talepteki kısa vadeli yoğunluğu karşılamak için tasarlanmış 'yoğunluk tesisleri'ni inşa ederek buna meydan okumaya yanıt verdiğini belirtmektedirler. Enron'un, elektrik için gaz bankası ticaret modelini uygulamada bazı başarıları olduğunu ama genişleme için seçilen diğer bazı ürünler için modelin canlılığının, belirsiz olduğunu dile getirmektedirler. Ek sözleşmenin, gaz ve elektrik piyasalarında popüler olduğu gibi yeni pazarlarda da Enron tarafından esnek bir şekilde sunulabilir miydi sorusunun akla geldiğini ifade etmektedirler. Ayrıca her yeni pazarın, benzersiz zorluklara yol açtığını belirtmektedirler.

Enron'un, doğal gaz boru hattı işinin ötesine genişlediğinde aynı zamanda ABD sınırları ötesine ulaştığını ifade etmektedirler. Enron Uluslararası'nın, Enron'un sahip olduğu bir iştirakinin, özellikle enerjinin serbestleştirildiği pazarlarda, ABD dışında enerji varlıklarını inşa etmek ve yönetmek için oluşturulmuş olduğunu dile getirmektedirler. Birimin ilk büyük projesinin, 1993 yılında faaliyete başlayan İngiltere'deki Teesside elektrik santrali inşası olduğunu belirtmektedirler. Enron'un, daha sonra Doğu Avrupa, Afrika, Orta Doğu, Hindistan, Çin ve Orta ve Güney Amerika projelerini inşa etmek ve yönetmek için sözleşmeye girdiğinden bahsetmektedirler. Bu projelerin, bu ekonomilerde önemli yatırımları temsil ettiğini dile getirmektedirler. Enerji üreticilerinin özelleştirilmesinin ve enerji piyasalarının deregülasyonunun, ABD dışındaki enerji varlıklarının yönetimi için talep oluştururken, Enron'un, bu yeni pazarlara girmede bazı belirgin risklerle karşı karşıya kaldığını ifade etmektedirler. Enron'un, temel bir yetkinliğe sahipken ama diğerleri değilken, uluslararası projelerin bazılarının, boru hatlarının inşası ve yönetimi için olduğundan bahsetmektedirler. Şirketin ana uzmanlığının, bu tür enerji tesisleri gibi enerji varlıklarının diğer türlerine uzatılabilir mi? sorusunu dile getirmektedirler. Ayrıca uluslararası çeşitlendirmenin, özellikle gelişmekte olan Hindistan ve Çin gibi ekonomilerde, Enron'u politik risklere maruz bıraktığından bahsetmektedirler.

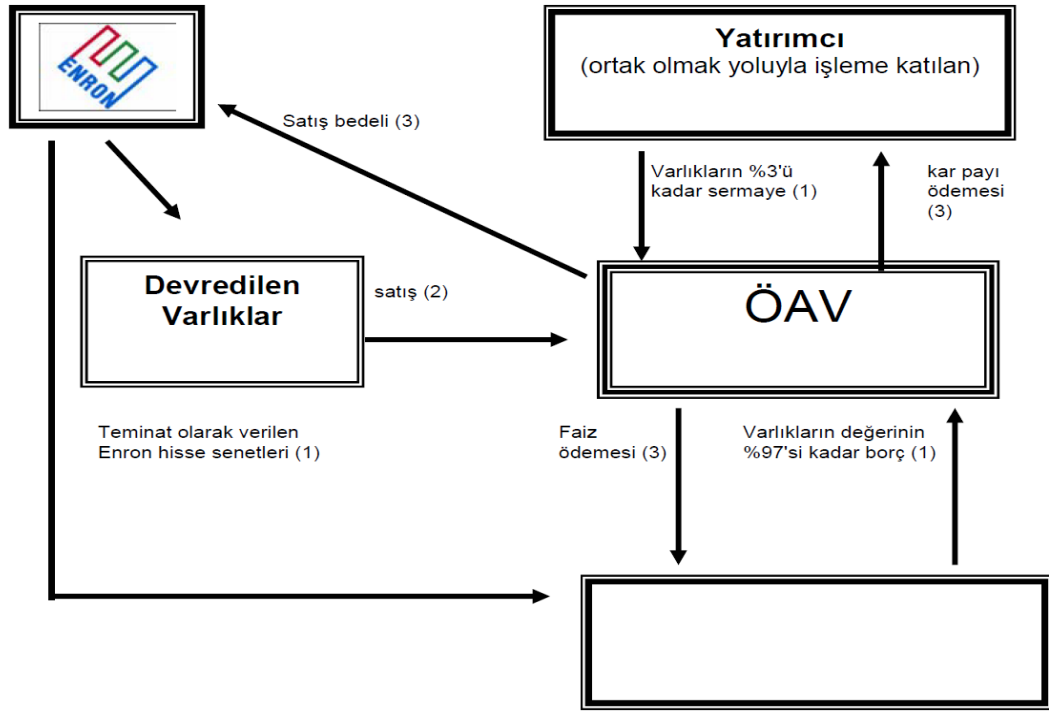
Örneğin Hindistan'daki enerji projesi Dabhol'un, Hindistan'da o zamana kadar tek en büyük doğrudan yabancı yatırımı temsil ettiğini ve önemli siyasi muhalefet ve tartışma çektiğini ifade etmektedirler. Gelişmekte olan ekonomilerde sınırlı iş tecrübesi göz önüne alındığında Enron'un, tesis yapıldıktan sonra onun varlığının istimlak edilebileceği veya her bir getirinin vergilendirilebilir olduğu riski yönetmede uzmanlığa sahip miydi? sorusunu dile getirmektedirler. Enron'un, uluslararası enerji piyasasında başarılı olsa bile şirketin, daha sonra pazara girmesi beklenen rakipler karşısında sürdürülebilir bir avantaj oluşturabilip oluşturamadığı hakkında sorular ortaya atıldığından bahsetmekteler. Birçok mevcut oyuncuların, enerji santrallerinin inşa edilmesi ve faaliyetlerini yönetmede uzman olduğunu ifade etmektedirler.

3.3. Enron Şirketi'nin Kullandığı Özel Amaçlı Varlıklar

Enron ekonomik yaşamı boyunca çok değişik çeşitte ve değişik amaçlar için bir çok ÖAV'lar kullanmıştır. Bu varlıkların bazıları sadece bir işlem yapmak için oluşturulurken, bazıları ise önemli meblağlardaki işlemleri yerine getirmek için oluşturulmuşlardır. The Special Investigative Committee Report'unda (2002), finansal tablo amaçları için varlıkların Enron muamelesi, varlığın, Enron'un bilançosu içine kendi bütünlüğünü (kendi aktiflerinin ve pasiflerinin tümü dahil) konsolide edip etmemesini veya bunun yerine Enron tarafından bir yatırım olarak muamele edilip edilmemesini belirleyen muhasebe kurallarına tabi olduğu ifade edilmektedir. Enron yönetiminin, '-bilanço dışı' olarak bilinen- muameleyi tercih ettiğini çünkü Wall Street analistleri ve derecelendirme kuruluşları tarafından tercih edilmiş oranlar ile ölçülmüş gibi Enron'un kendisini daha çekici bir şekilde sunmasını sağlayabileceğinden bahsedilmektedir. Enron'un, bilanço dışı muameleyle sonuçlanmış şekilde yapılandırılmış çok sayıda işlemlerle meşgul olduğundan bahsedilmektedir. Bazısının, ortak girişimler olduğu ifade edilmektedir. Diğerlerinin, 'özel amaçlı işletme' veya 'özel amaçlı araç' olarak bilinen bir araç olarak yapılandırılmış olduğu belirtilmektedir. Bazen, her ikisini de içerdiği ifade edilmektedir. Thomas'a (2002: 3) göre Enron, Moody's ve Standard & Poor's gibi kredi derecelendirme kuruluşlarını tatmin etmek için, şirketin kaldıraç oranlarının kabul edilebilir sınırlar içerisinde olduğundan emin olmak zorundaydı. Fastow'un, görünüşte boşuna olan, Enron'un kredi notunu yükseltmek için derecelendirme

kuruluşlarına sürekli bir şekilde kulis/lobi yaptığını ifade etmektedir. Bununla birlikte Şirketin borç oranını daha da düşürmek için başka yollar olduğundan bahsetmektedir. Artan kağıt karlar kazanmanın, Enron'un aktif kârlılık oranını (ROA) arttırdığını ve onun borç toplam aktif oranını azaltma görevini yaparken, zor varlıkları azalttığını, kredi derecelendirme kuruluşları ve yatırımcılar için şirketi daha cazip hale getirdiğini ifade etmektedir.

Artunç'a (2002: 34) göre Enron'un büyüme stratejisi çerçevesinde yaptığı yatırımların büyük bir kısmı, kısa vadede yeterli kar ve nakit akımı sağlamayacak nitelikte projelerdi. Ancak, gelecek dönemlerde karlılığa katkısının olacağı düşünülen bu yatırımların, bilanço ve gelir tablosu üzerinde kısa vadede büyük bir yük oluşturduğunu ifade etmektedir. Sektördeki yerini muhafaza edebilmesi ve büyümesini sürdürebilmesi yeni yatırımlara bağlı olan Enron'un planladığı yeni yatırımların yabancı kaynaklarla finanse edilmesi ise zaten büyük bir borç stokuna sahip olunması nedeniyle, cazip bir seçeneği oluşturmadığını belirtmektedir. Ayrıca, borç yükünün artmasının, şirketin kredi derecesi için muhtemel bir indirim anlamına gelirdi ki, bu da Enron gibi yabancı kaynak kullanımına bağımlılığı yüksek bir şirket için hiç de istenmeyen bir durum olduğunu ifade etmektedir. Yabancı kaynak kullanımına alternatif olabilecek özkaynak kullanımının ise sadece yapılacak yeni sermaye artırımları yoluyla gerçekleştirilebildiğinden bahsetmektedir. Ancak, bu seçeneğin de sermaye artırımları hisse başına düşecek kar tutarını sulandıracağından, yatırımcılar ve menkul kıymet analistleri için cazip bulunmadığını ifade etmektedir. Enron yöneticilerinin de, hizmetleri karşılığında şirketten elde ettikleri parasal menfaatlerinin büyük ölçüde hisse senetlerinin fiyat performansına bağlı olması ve ellerinde yüklü miktarda hisse senedi opsiyonu bulunması nedenleriyle, bilanço dışı muhasebeleştirmeye olanak vereceğini ve hisse senetlerinin fiyatını olumsuz yönde etkilemeyeceğini düşündükleri ÖAV kullanımına yöneldiklerinden bahsetmektedir. Yukarıda belirtilen sebeplerden dolayı ÖAV kullanması gerekli olan Enron'un, kullandığı ÖAV'lara ilişkin genel bir şekil ve anlatımı aşağıda verilmiştir. Belirli durumlara ve koşullara göre ÖAV yapısı ve oluşturulma biçimi değişebilmesine rağmen Enron'un kullandığı binlerce ÖAV'ın yapısı genel anlamda aşağıdaki gibidir.



Şekil - 10: Enron Olayında Kullanılan Özel Amaçlı Varlık Örneği

Kaynak : Artunç, Burak, Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, 2002: EK/6.

- 1) İşlemden yararlanmak üzere bir ÖAV tasarlanır; Enron'la ilişkili olmayan üçüncü taraflar sermaye koymak ve borç vermek yoluyla ÖAV'ı finanse ederler.
- 2) Enron, iştirak ettiği şirketlerin hisse senetleri, sahip olduğu üretim tesisleri vb. varlıkları ÖAV'a satar.
- 3) ÖAV, kar payı ve faiz ödemesi karşılığında dışarıdan temin ettiği finansman yoluyla Enron'a satış bedelini öder. ÖAV'ın hak ve yükümlülükleri Enron'un bilançosuna katılmaz.

1990'ların başından 2001 yılı başına kadar birçok ÖAV kuran Enron'un, söz konusu ÖAV'ları sentetik kiralama (Enron'un Houston'daki merkez binası), finansal varlıkların satışı ve menkul kıymetleştirilmesi (Enron'un sahip olduğu ortaklık hakları veya alacakları), korunma amaçlı işlemler (Rhythms ve Raptor işlemleri) ve maddi duran varlıklarının satışı işlemlerinde yoğun olarak kullandığını belirtmektedir. Enron'un, ÖAV'ları, finansal mühendislik alanında büyük bir esneklikle kullanılabilme, gerektiği anda kar yaratma, gerektiği anda zarar saklama ve gerektiği anda problemleri ortadan kaldırabilme özelliklerinden etkilenecek, söz konusu varlıkları sınırları zorlayarak kullandığını belirtmektedir.

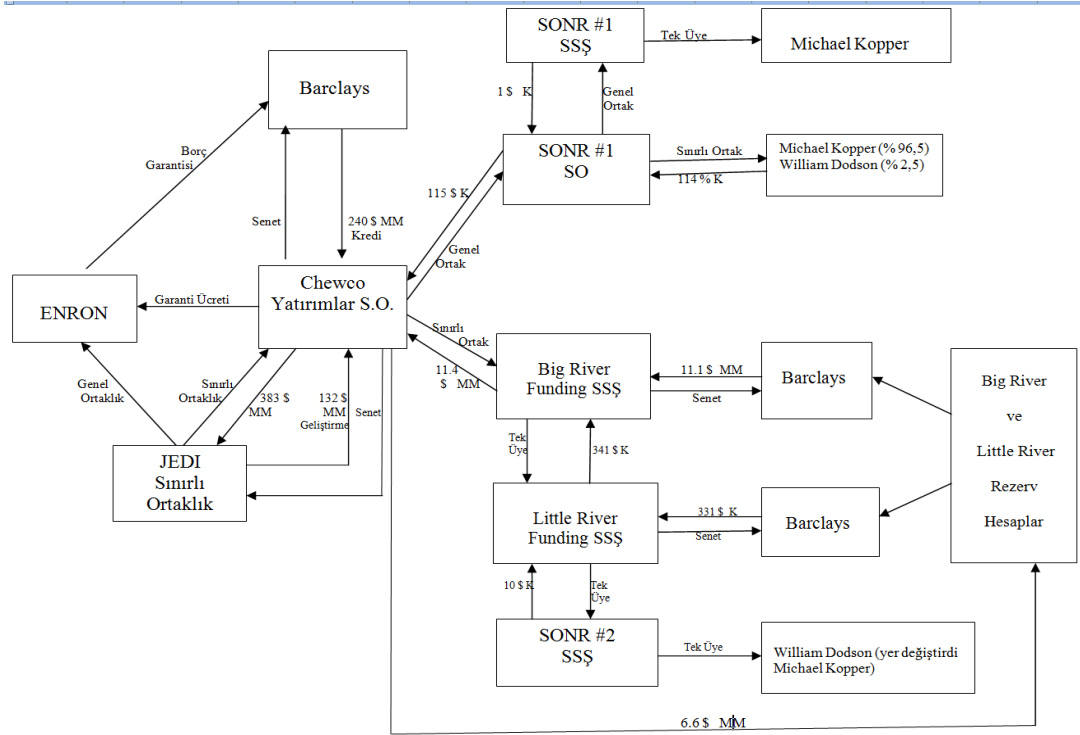
3.3.1. Chewco Investments, L.P. ile Olan İlişkiler

Enron'un kullandığı çok sayıda ÖAV'ların içerisinde en önemli işlem yaptığı ÖAV'tan biri Chewco Investments L.P.'dir. Healy ve Palepu'nun (2003: 25) belirttiğine göre 1993 yılında Enron ve Kaliforniya Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi (KKÇES:CalPERS), bir ortak girişim olarak JEDI'yi oluşturdular. Enron'un, ortak girişim içindeki kendi hissesine 250 milyon dolar yatırım yaptığını belirtmektedirler. Enron'un, özkaynak yöntemini kullanarak bu yatırımı oluşturduğunu ifade etmektedirler. Bir firmanın, başka bir 'ortak' şirkette hisse senedinin yüzde 20'sini veya daha fazlasını satın aldığı zaman özkaynak yönteminin, sermaye yatırımlarını kaydetmek için kullanıldığını dile getirmektedirler. Özkaynak yöntemi kapsamında yatırım değerinin, ortak firma tarafından yeniden yatırılan herhangi bir sonraki birikmiş karların/zararların payı artı iktisap edenin başlangıç maliyetini bildirmek/rapor etmek olduğunu belirtmektedirler. Buna ek olarak iktisap için yatırım gelirinin, ortaklardan alınan sadece herhangi bir temettü geliri yerine (iki firma arasında her bir işlemler için ayarlanan) yıl/çeyrek için iştirakin kazançlarının kendi payı olduğunu ifade etmektedirler. Sonuç olarak Enron'un, sermaye geliri olarak JEDI kazançlarının kendi payını kaydederken, JEDI borcunun Enron payı, Enron'un bilançosu dışında tutulduğunu belirtmektedirler.

JEDI ortak girişiminden ortaya çıkan bir muhasebe usulsüzlüğünün, piyasa değeri işaretlenmiş JEDI'ye ait Enron hisse senedinin değerindeki değer kazanmanın JEDI'den gelen gelir içinde hatalı olarak dahil edildiğini ifade etmektedirler. Bunun, bir gözetim olabildiğini dile getirmektedirler. Ancak Enron hisse senedi fiyatının, azalmaya başladığı zaman Enron'un, özellikle sermaye gelirinden gerçekleşmemiş zararlarından kendi payını hariç tuttuğunu belirtmektedirler. 1997 yılında Enron'un, JEDI'deki CalPERS çıkarını dışarı satın almak istediğinden bahsetmektedirler. Bununla birlikte Enron'un, kendi içerisine JEDI'yi birleştirmek zorunda kalmak istemediğini çünkü bunu yaparken, Enron'un bildirilmiş kaldıracını arttırabildiğini dile getirmektedirler. Bu nedenle Chewco adlı bir özel amaçlı işletmenin, CalPERS yatırımını elde etmek için oluşturulduğundan bahsetmektedirler.

Benston ve Hartgraves, (2002: 109) Fastow'un, yönetici olarak hareket etmeyi önerdiğini ama Enron'un şirket içi ve uzun süredir devam eden dış danışmanı,

Vinson ve Elkins ('V&E')'nin, tavsiye etmediklerini çünkü Fastow'un, Enron'un üst düzey bir görevlisi olduğunu, Chewco'ya onun katılımının, Enron'un vekil ifadesinde açıklanması gerektirdiğini dile getirmektedirler. Açıklamayı önlemek için Michael J. Kopper'un, Fastow'a bildirilmişti ama Enron'un üst düzey bir görevlisi değildi (ve bu nedenle ilişkili taraf düzenlemelerine teknik bir şekilde tabi ola bilememişti), yönetici yapıldığını dile getirmektedirler. Barclays için Enron tarafından rezerv hesaplarının ve garantilerinin karmaşık bir dizi sayesinde bankanın, hemen hemen tümünü Kopper'a kredilendirdiğini belirtmektedirler ama Chewco'daki onun özsermaye yatırımının 125.000 dolarını. Böylece Enron'un, Chewco'nun finansmanının hemen hemen tümünü garanti ettiğini dile getirmektedirler.



Şekil - 11: Enron'un Chewco İşlemi

Kaynak : Report Of Investigation By The Special Investigative Committee Of The Board Of Directors Of Enron Corp., 2002:51.

Healy ve Palepu'nun (2003: 25) belirttiğine göre Chewco'nun, belirtilen 383 milyon dolarlık satın alma fiyatını finanse ettiğini: a) Barclays Bankasından gelen 240 milyon dolar borcun, Enron tarafından garanti edildiğini, b) 132 milyon doların, bir dönen kredi düzenlemesi kapsamında JEDI tarafından geliştirilmiş olduğunu, c) 0,1 milyon dolar sermayenin, Enron'un CEO'su Andrew Fastow'a rapor veren bir Enron çalışanı, Michael Kopper, tarafından yatırıldığını ve d) Barclays Bankası

tarafından 11.4 milyon dolar 'öz kaynak kredisi'nin, Barclays'ın kayıtlarında bir kredi olarak ve Chewco tarafından sermaye olarak kaydedilecek gibi bir şekilde yapılandırılmış olduğundan bahsetmektedirler. Barclays'ın da, 11.4 milyon dolar sermaye kredisinin geri ödemesini güvence altına almak için söz verdiği tam olarak 6,6 milyon dolar 'nakit rezervleri' kurmak için sermaye yatırımcılarını gerektirdiğini ifade etmektedirler. Bu rezervi fonlamak için JEDI'nin, varlıklarını sattığını ve Chewco için 16.6 milyon dolar özel bir dağıtım yaptığını belirtmektedirler. Nakit rezervlere gereksinimin sonucu, Chewco'un ve JEDI'nin, Kasım 1997'den başlayarak konsolide edile bilsin diye Enron'un, konsolide dışılık için kuralları tatmin etmede başarısız olduğundan bahsetmektedirler. Buna ek olarak temel sermaye yatırımcılarından birinin, Enron'un bir çalışanı olduğundan ve bu nedenle belki şirketten bağımsız olmadığından beri işlemin, potansiyel olarak ÖAK'ları düzenleyen kuralların ruhunu ihlal ettiğini ifade etmektedirler.

Artunç'a (2002: 36) göre işlem tarihinde mevcut olan muhasebe düzenlemeleri uyarınca, JEDI'nin Enron tarafından konsolidasyona tabi tutulmaması, Chewco'nun Enron'la ilişkili olmayan kişilerden/kuruluşlardan toplam varlıklarının % 3'ü oranında sermaye bulmasına bağlıydı. Chewco'un, söz konusu sermayeyi temin edemediğinden, CALPERS'in JEDI'deki paylarını öz sermaye yerine borçlanmak suretiyle finansman sağlayarak devraldığını ifade etmektedir. Enron'un ise söz konusu işlemde konsolidasyona tabi tutulmama şartlarının sağlanmamasına rağmen, Chewco'yu ve dolaylı olarak da JEDI'yi konsolide mali tablolarına dahil etmediğini belirtmektedir. 2001 yılında Andersen'la beraber yapılan gözden geçirmede Chewco'nun ve JEDI'nin durumlarının ÖAV'lara ilişkin muhasebe düzenlemelerine uygun olmadığını; Chewco ile JEDI'nin konsolide mali tablolara dahil edilmesi gerektiğinin tespit edildiğini ifade etmektedir. Enron'un, söz konusu tespitin neticesinde, 2001 yılı Kasım ayında yaptığı açıklamada, söz konusu ortaklıkların 1997'ye geriye dönük olarak konsolide mali tablolara dahil edileceğini bildirdiğini dile getirmektedir. Söz konusu işlem neticesinde, Enron'un geçmiş dönem karlarında büyük düşüşler (814 milyon dolar) yaşanırken, bilançosunun sermaye ve borçlar hesaplarında da büyük artışlar (628 milyon dolar) ortaya çıktığını belirtmektedir.

3.3.2. LJM Cayman, L.P. (LJM1) ve LJM2 Co-Investment, L.P. ile Olan İlişkiler

Thomas'ın (2002: 3) belirttiğine göre Enron, ÖAV'ların binlercesi aracılığıyla iş yaptı. Bunlardan en tartışılmasının, Fastow'un kendisi tarafından işletilen LJM Cayman L.P. ve LJM2 Co-Yatırım L.P. olduğunu dile getirmektedir. 1999'dan Temmuz 2001 tarihine kadar bu varlıkların, Enron'un yönetim kurulu ve üst yönetimin onayıyla Fastow'a yönetim ücreti olarak 30 milyon dolardan daha fazla ödediğini, onun Enron maaşından çok daha fazla olduğunu ifade etmektedir. Artunç'a (2002: 37) göre Haziran 1999'dan Haziran 2001'e kadar geçen iki yıllık sürede, LJM ortaklıkları ile Enron arasında yirmiden fazla ticari işlem gerçekleştirildi. Söz konusu işlemlerin, genel özellikleri dikkate alınarak sınıflandırılacak olursa, iki temel işlem kalıbının ortaya çıktığını dile getirmektedir: varlık satışları ve riskten korunma amaçlı gibi görünen işlemler. Her iki işlem kalıbının da Enron'un zararına gerçekleştirilmesine rağmen, riskten korunma amaçlı işlemlerin verdiği zararın, diğerinden çok daha ciddi boyutlarda olduğunu belirtmektedir.

Varlık satışların da Enron'un, bilançosunun aktifinde taşımak istemediği varlıkları, çoğu zaman mali dönemlerin sonuna yakın tarihlere rastlamak üzere, LJM ortaklıklarına devrettiğini ifade etmektedir. Normal şartlar altında mülkiyetle beraber, mülkiyetin beraberinde getirdiği risklerin de nakledilmesi halinde sıradan işlemler olarak nitelenebilecek varlık devirlerinin, risklerin nakledilmesi hususunda soru işaretleri olduğundan, sorgulanmaya açık olarak değerlendirildiğini belirtmektedir. Benston ve Hartgraves'e (2002: 113) göre Enron, sabit bir fiyatla Enron hisse senedini satın almak için bir yatırım bankası ile forward sözleşmeleri içine girmişti. Haziran 1999'da kullanım fiyatının, önemli ölçüde piyasanın altında kaldığını belirtmektedirler. GKGMİ:GAAP kapsamında değerdeki artışın, gelir gibi kaydedilemediği çünkü kazancın, Enron'un kendi hisse senedindeki bir artış nedeniyle olduğundan bahsetmektedirler. Enron'un, sponsor olduğu ÖAV'da kendi yatırımını finanse etmek için bu sözleşmelerdeki kazancı kullandığını belirtmektedirler.

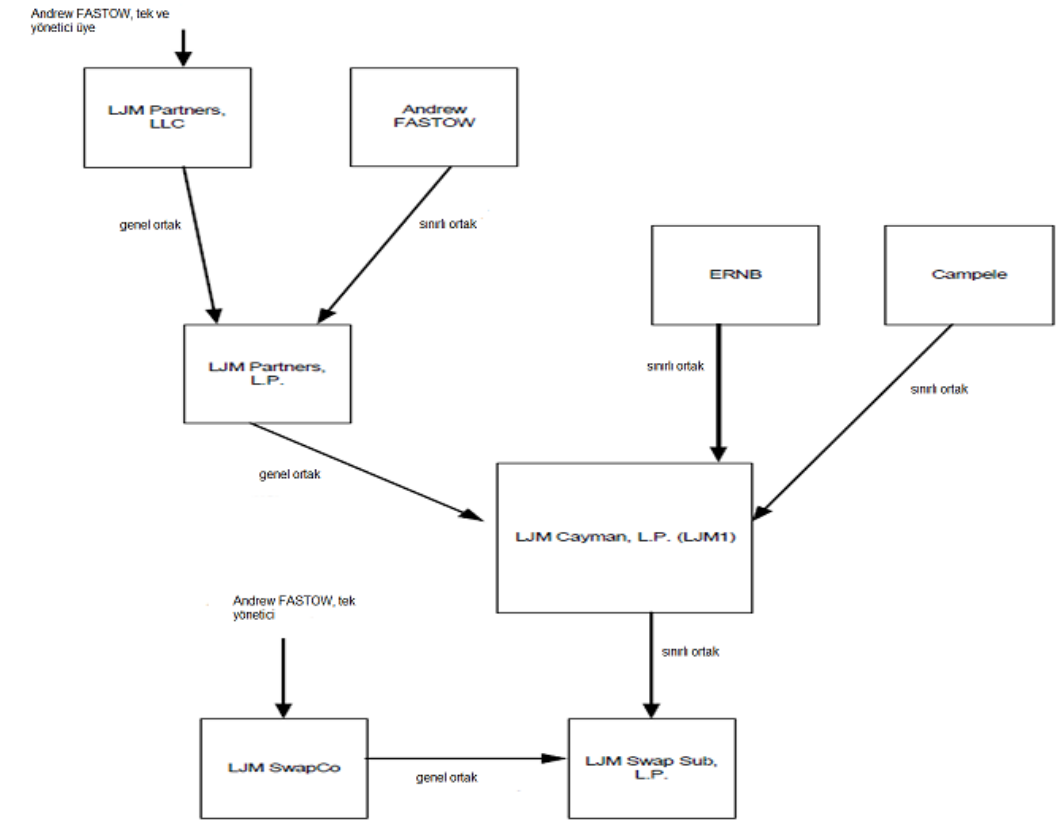
Artunç'un (2002: 39) belirttiğine göre Enron, 1999 yılı üçüncü ve dördüncü çeyreklerinin sonlarına yakın tarihlerde, LJM1 ve LJM2'ye yedi adet varlığını sattı ve söz konusu satışlar, Enron'a işlemlere konu varlıkları bilançosundan çıkarma ve

oluşan satış karını gelir tablosuna ekleme imkanını verdi. Ancak, satışlardan sonra gerçekleşen olayların; özellikle de bu varlıklardan beşinin satış işlemlerinin gerçekleştirildiği mali dönemlerin bitmesinin hemen ertesinde Enron tarafından geri alınmasının ve LJM ortaklıklarının her işlemde önemli tutarlarda kar etmelerinin, söz konusu işlemlerin meşruluğu hususunda tereddütler uyandırdığını dile getirmektedir. Benston ve Hartgraves'e (2002: 113) göre ise Eylül 1999'da Enron, Brezilya - Cuiaba'da bir elektrik santrali inşa şirketine % 13 faizle 11.3 milyon dolara LJM1'i sattı. Bu satışın, ilgili bir gaz tedarik sözleşmesinin Enron'un muhasebe muamelesindeki değişiklikler nedeniyle 1999 yılında 65 milyon dolarlık bir piyasa yapıcı kazancı Enron'un kaydetmesine neden olduğunu belirtmektedirler. Ağustos 2001'de projenin, ciddi teknik ve çevresel sorunlarla karşılaşmış olmasına rağmen, 14.4 milyon dolar faizle onu geri satın aldığını ifade etmektedir. 65 milyon dolar kaydedilmiş kazancın tersine dönmediğini dile getirmektedirler.

Ayrıca Eylül 1999'da Enron'un, bazı itfa edilebilir hisse senetlerinin ve kontrol hakları ile birlikte başka bir Brezilyalı şirketin, Empresa Productora de Energia (EPE), kendi % 65 sahipliğinin yüzde 13'lük puanla LJM1'i sattığını belirtmektedir. Bu satışa dayanarak Güçler Raporunun şunu ifade ettiğini belirtmektedirler; 'Enron'un, onun mülkiyet çıkarındaki azalmanın bir sonucu olarak bu konumu aldığını, artık EPE'yi kontrol etmediğini ve kendi bilançosuna EPE'yi konsolide etmesi gerekmediği'. % 65, % 13 daha az % 52'ye eşit olduğu göz önüne alındığında, Andersen'in, Enron'un EPE'yi niçin konsolide etmediğini açıklayamadığını ve EPE'yle bir gaz tedarik sözleşmesinin bir kısmını pazarlamak için imzalayarak 65 milyon doların ek kazancını kaydetmek için ona izin verdiğinden bahsetmektedirler.

Artunç'un (2002: 39) belirttiğine göre LJM ortaklıklarına varlık satışı yapıp, daha sonra geri alındığı işlemlerin üçünde, Enron'un daha sonra geri satın alacağı varlıklar için LJM ortaklıklarına zarar etmeme garantisi vermiş olması da tespit edilen hususlardan bir diğeridir. Enron'un LJM ortaklıklarına böyle bir taahhüt vermiş olmasının ve satışa konu varlıkların Enron tarafından daha sonra geri alınmasının, bu işlemlerin usulüne uygun gerçekleştirilmiş ekonomik amaçlı satış işlemleri olarak nitelendirilebilmesine olanak vermediğini dile getirmektedir. Bu çerçevede, LJM ortaklıkları ile yapılan işlemlerin Enron'un mali tablolarında

makyajlamaya imkan vermek üzere tasarlanmış oldukları sonucuna varmanın mümkün olduğunu ifade etmektedir. Riskten korunma amaçlı işlemlerde, LJM ortaklıkları ile Enron arasında yapılan riskten korunma amaçlı ilk işlemin, yönetim kurulunun da onayı ile 1999 yılı Haziran ayında gerçekleştiğini belirtmektedir. Normal şartlar altında yapılan riskten korunma amaçlı işlemlerde temel amacın, işletmeyle ilişkili olmayan üçüncü bir tarafla yapılan sözleşme neticesinde, sözleşmede belirlenmiş bir bedeli ödeyerek, yapılan yatırımlarda karşılaşılabilecek muhtemel zararlar için korunma sağladığından bahsetmektedir. Sözleşme yapılan tarafın, yatırımın değeri düştüğü takdirde, oluşan zararı sözleşme hükümlerine uygun bir şekilde karşıladığını belirtmektedir. Ancak, Enron ve LJM ortaklıkları arasında yapılan korunma amaçlı işlemlerin, verilen bu tarife uymadığını dile getirmektedir. Aşağıda LJM Cayman, L.P. (LJM1) ortaklık yapısını gösteren şekil verilmiştir.

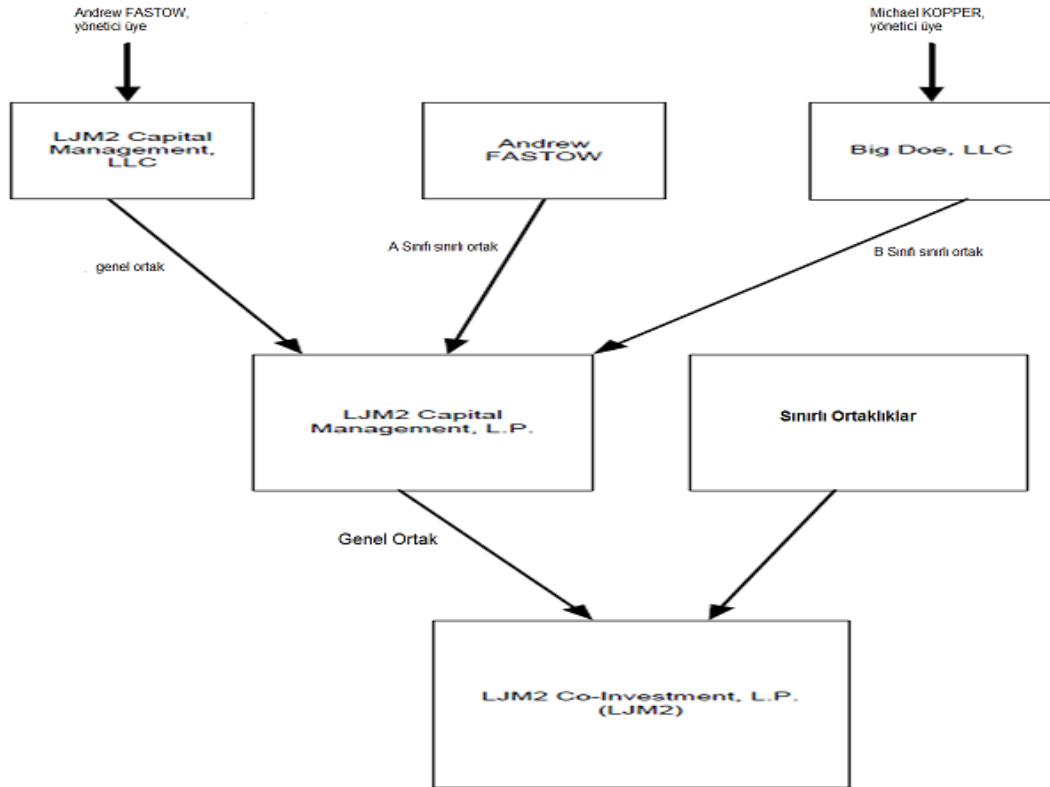


Şekil - 12: LJM Cayman, L.P. (LJM1) Ortaklık Yapıları

Kaynak : Artunç, Burak, Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, 2002: EK/8-a.

İlk olarak Enron'un, Rhythms adlı teknoloji şirketine yapmış olduğu yatırımı korumak amacıyla tasarlanan bu işlemlerde, kendi hisse senetlerini bu işlem için kurulmuş olan 'LJM Swap Sub, L.P.' ticaret unvanlı ÖAV'a iskontolu fiyattan dolayı

olarak devrettiğini, LJM1 de kurulan ÖAV'nin konsolidasyon dışı kalması için gerekli olan sermayeyi sağladığından bahsetmektedir. Enron'un sahip olduğu Rhythms hisse senetlerinin değeri düştüğü takdirde karşılaşılabilecek zararın, ÖAV'tan opsiyon kullanımı yoluyla tahsil edileceğini, söz konusu ödemenin kaynağının da ÖAV'nin sahip olduğu Enron hisse senetleri olacağını belirtmektedir. Enron ve Andersen tarafından 2001 yılında yapılan gözden geçirme sırasında, ÖAV'nin konsolidasyon dışı kalması için dışarıdan sermaye sağlama şartının yerine getirilmediğini ve bu nedenle de konsolide mali tablolara dahil edilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Kasım 2001'de Enron'un konsolide mali tablolarına geriye dönük olarak dahil edilen ÖAV'nin, 1999 yılı net dönem gelirinin 95 milyon dolar, 2000 yılı net dönem gelirinin ise 8 milyon dolar azaltılmasına sebep olduğunu belirtmektedir. Aşağıda LJM2 Co-Investment, L.P. (LJM2) ortaklık yapısını gösteren şekil verilmiştir.



Şekil - 13: LJM2 Co-Investment, L.P. (LJM2) Ortaklık Yapıları

Kaynak : Artunç, Burak, Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, 2002: EK/8-b.

Enron'un riskten korunma amaçlı işlemlerine danışmanlık hizmeti veren Andersen'in, söz konusu işlemlere onay vermesine rağmen; ekonomik amaçlı olmaktan çok muhasebe amaçlı olan bu işlemlerin, genel kabul görmüş muhasebe

ilkelerinin etrafından dolandığını, Enron'un yapmış olduğu yatırımların karşılaştığı zarar için ÖAV'ların yapacağı ödemelerin kaynağının yine Enron olduğundan, riskten korunma sağlamadığından söz etmektedir. Söz konusu işlemlerde, muhasebenin temel ilkelerinden birisi olan, ortaklığın kendi hisse senetlerinin değerinde meydana gelen artışı/düşüşü gelir tablosuna yansıtamaması ilkesinin de ihlal edildiğini dile getirmektedir. Benston ve Hartgraves'in (2002: 114) belirttiklerine göre Aralık 1999'da Enron, sermaye yatırımının bir parçası ve bir kredi şeklinde bunun bir parçası, 30 milyon dolara Polonya'da yapım aşamasında bir elektrik santraline sahip olan bir şirkete % 75 faizle LJM2'yi sattı.

3.3.3. Raptor I - Talon, Raptor II - Timberwolf, Raptor IV - Bobcat ÖAV'lar İle Olan İlişkiler

Artunç'un (2002: 39) belirttiğine göre Enron'un, 2000 ve 2001 yıllarında yaptığı riskten korunma amaçlı işlemlerde, topluca 'Raptor' adı verilen dört ÖAV (Talon LLC, Timberwolf LLC, Porcupine LLC ve Bobcat LLC) kullanıldı. Şirketin daha önce gerçekleştirdiği Rhythms işlemi örnek alınarak kurulan Raptor'ların, önceki işlemlerden çok daha karmaşık olarak tasarlandığından bahsetmektedir. Ancak bu işlemlerde de temel amacın, Enron'un piyasa değerine göre dolaylı yollarla iskontolu değerden devrettiği kendi hisse senetleri veya hisse senedi devir sözleşmeleri aracılığıyla finanse edilmiş olan ÖAV'ların, Enron'un yapmış olduğu bir dizi yatırımı, olası zararlara karşı koruması olarak öne çıktığını belirtmektedir. Söz konusu işlemlerde kullanılan ÖAV'lar için konsolidasyon zorunluluğunu bertaraf etmek amacıyla dışarıdan sermaye sağlama görevini ise LJM2'nin yerine getirdiğinden söz etmektedir. Benston ve Hartgraves'in (2002: 111) belirttiklerine göre 2000 yılında Enron, kendi finansal tabloları üzerinde görünen ticari yatırım portföyündeki kayıpları korumanın etkisine sahip, diğer ÖAV'ların kendi sponsorluğu aracılığıyla ÖAV'lara sponsor oldu. Bu ÖAV'ların, kendi çeşitli yatırımlarında Enron satış opsiyonlarını sattığını belirtmektedirler. Bunun, yatırımların değeri düştüğünde Enron'a kayıplarını göstermeyi önlemeye izin verdiğini çünkü kayıpların, ÖAV'ların satım opsiyon yükümlülükleri tarafından telafi edildiğini belirtmektedirler. Bununla birlikte Enron'un, muhtemelen yatırımların değer düşüklüğünü karşılayan, ÖAV'lara Enron'a ödemek için kullanılabilen hemen

hemen tüm fonları sağladığından bahsetmektedirler. Sonuç olarak Enron'un hissedarlarının, yatırımlardaki kayıpları emmeyi önleye bilemediğini ama Enron'un, bu kayıpları göstermeyi önleyebildiğini ifade etmektedirler.

Raptor I'in, Talon ÖAV'ını oluşturduğunu; LJM2'nin, 'dışarıdan' sahip olduğunu belirtmektedirler. Fastow'un, Enron'un CFO, LJM2'nin genel ortağı olduğunu belirtmektedirler. LJM2'nin, Talon'un varlıklarının (% 7, dolayısıyla % 3 gereksinimi üzerinde) 30 milyon dolarına katkıda bulunduğunu ve Enron'un, bir emre yazılı senet ve kısıtlı Enron hisse senedi şeklinde 400 milyon dolar katkıda bulunduğundan bahsetmektedirler. Bununla birlikte Talon'un, altı ay (Fastow ve onun menfaatleri için 11 milyon dolar kesin bir kazanç) için LJM2'ye en az 41 milyon dolar sözleşmeli ödeme yapmak zorunda olduğunu dile getirmektedirler. Bu ödemenin kaynağının, Enron tarafından Talon'a ödenen Enron hisse senetleriyle ilgili altı aylık satma opsiyonu için 41 milyon dolarlık ücret olduğu; eğer ücret gelmeyecekse Enron'un, Talon'daki LJM2'nin çıkarını satın alması gerektiğini belirtmektedirler. Böylece Raptor I'deki LJM2 yatırımının, asla riskli olmadığı - gerçekten Enron'un, karmaşık ve dolambaçlı bir süreç aracılığıyla onu sağladığından beri onun, gerçekten hiç olmadığını dile getirmektedirler.

LJM2'nin 41 milyon dolar şeklindeki yatırımının geri dönmesinin ardından Talon'un, gelecekteki kazanç veya kayıplar için taleplerini veya sorumluluklarını verebilen 734 milyon dolar nominal bir değerle Enron'un ticari yatırımlarındaki türev işlemleri yürüttüğünü ifade etmektedirler. Bu işlemlerin birisinin, Avici hisse senetleri olduğunu belirtmektedirler. Görünüşe göre belgelerin, 3 Ağustos 2000 için geriye dönük olarak tarihlenmiş olduğunu, böylece Enron'un, bu tarihten sonra ortaya çıkmış bu hisse senetlerindeki 75 milyon dolar zararı göstermeyi önleyebildiğinden söz etmektedirler. Ticari yatırımların ve Enron hisse senedinin her ikisinin piyasa değerleri azaldığı zaman, Enron'un hisse senedindeki zararlar için Talon'a ödeme yapmakla yükümlü Enron'un, Talon'a 'maliyetsiz bir bilezik' verdiğini böylece Talon'un, Enron nedeniyle söz konusu türevlerdeki yükümlülükleri karşılamaının mümkün olabileceğinden bahsetmektedirler. Böylece Talon'un, Enron hisse senedinin piyasa fiyatının azalması nedeniyle Enron'a kendi yükümlülüğünü ödemek için artık yeterli kaynağa sahip olmadığı zaman Enron'un, gerekli kaynakları sağlamak zorunda kaldığından bahsetmektedirler. Bu manevranın amacının, onun

korumalı ticari yatırımlarındaki muhtemel zararları kaydetmek zorunluluğundan Enron'u sorumlu tutmak için olduğunu, en azından Enron'un hisse senedi fiyatı mümkün olduğunca uzun süre, Talon'un yükümlülüğünü karşılamak için yeterli olduğunu belirtmektedirler. Aslında Enron'un hissedarlarının korumalı olmasa da, Talon'un varlıklarının Enron hisse senedi olduğu ve Enron'dan gelmesi nedeniyle bir senet olduğunu ifade etmektedirler. Eğer Enron'un hisse senedinin piyasa fiyatı (en azından kısmen kendi ticari yatırımlarının değerindeki düşüşün bir sonucu olarak kısmen) azalırsa, zararın, kapsama alınamaya bildiğinden söz etmektedirler. Eğer Enron'un hisse senedinin değerinin, Talon'un yükümlülüğünü kapsamak için yeterince artmış olsaydı kendi ticari yatırımlarındaki zararı, gizlenebildiğini ama hissedarların, kendi piyasa fiyatından daha az verilen hisse senedi şeklindeki maliyeti, karşılayabildiğinden bahsetmektedirler. Eğer Enron'un hisse senedi değeri, artmasaydı, Enron'un Talon'daki yatırımının, Enron'a Talon tarafından ödenen miktarı yansıtacak şekilde değeri azaltabildiğini ifade etmektedirler.

Eylül 2000'de Enron'un, Talon için kullanılabilecek benzer bir prosedür kullanarak iki ek ÖAV'a Timberwolf (Raptor II tarafından desteklendi) ve Bobcat (Raptor IV tarafından desteklendi) sponsor olduğunu belirtmektedirler. LJM2 de, Enron'un satma opsiyonlu ücretlerinden kısa sürede geri aldığı 30 milyon dolarla katkıda bulunduğunu dile getirmektedirler. Yani Talon için benzer bir yapılanmanın Timberwolf ve Bobcat ÖAV'ları için oluşturulduğundan ve bu yapılarda benzer bir şekilde işleyiş sürdürüldüğünden söz etmektedirler.

Artunç'un (2002: 39) belirttiğine göre 2000 yılının ikinci yarısında yapmış olduğu yatırımlarda büyük tutarlı zararlarla karşılaşan Enron'un, Raptor'larla yapılan türev araçlara dayalı riskten korunma işlemleri neticesinde, 532 milyon dolarlık bir gelir elde ettiğinden söz etmektedir. Aynı dönemde Enron'un vergi öncesi karının 650 milyon dolar olduğu düşünülecek olursa, işlemlerin şirketin karlılığına olan etkisi daha iyi değerlendirilebildiğini dile getirmektedir. Yapılan yatırımlarda karşılaşılabilecek risklerden, dolaylı olarak kendi hisse senetlerini kullanarak korunma fikri, ekonomik anlamda çok önemli sakıncaları da beraberinde getirdiğinden söz etmektedir. Yatırımların ve Enron hisse senetlerinin değerinin aynı anda düşmeyeceği varsayılarak tasarlanan bu sistemde, yatırımların değeri düşerken ÖAV'ın piyasa değerine göre iskontolu olarak edindiği Enron hisse senetlerinin

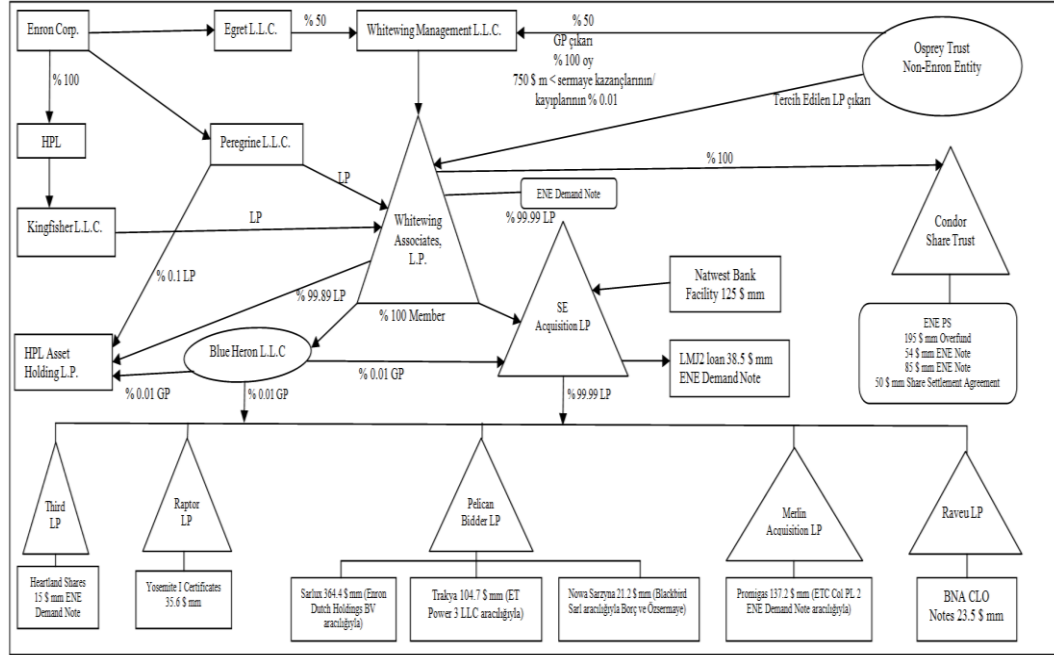
değerleri de düşerse, belli bir fiyat düşüşünden sonra ÖAV'ın ödeme yapma yükümlülüğünü yerine getirme kabiliyetinin kalmayacağı ve bu yüzden de riskten korunma işlemi gerçekleşmeyeceğinden bahsetmektedir. Enron'un Raptor işlemlerinde 2000 yılı sonu ve 2001 yılı başında karşılaştığı durumun tam olarak bu kalıba uyduğunu ifade etmektedir. Enron'un kurmuş olduğu Raptor'lardan ikisi, sözleşme gereği Enron'a yapmaları gereken ödemeyi gerçekleştirecek kaynağa sahip olmadığını belirtmektedir. Söz konusu durum yüzünden yaklaşık 500 milyon dolar tutarında bir zararla karşılaşma riskine giren Enron'un, bunun yerine Raptor'ları yeniden yapılandırma yoluna giderek, 2001 yılının ilk çeyreği bitmek üzereyken, söz konusu ÖAV'lara 800 milyon dolar tutarında Enron hisse senedi devir sözleşmesi aktardığından bahsetmektedir. Ancak, Enron hisse senetlerinin piyasa değerinin 2001 yılında düşmeye devam etmesinin, Raptor'ların ödeme yapma imkanını tamamen ortadan kaldırdığını ve Eylül 2001'de ÖAV'lar ile yapılan riskten korunma işlemlerinin iptal edildiğini belirtmektedir. Bunun sonucunda ise 16 Ekim 2001'de kamuya açıklanan yüzlerce milyon dolarlık vergi sonrası zararın ortaya çıktığını beyan etmektedir.

3.3.4. Raptor III - Porcupine ÖAV İle Olan İlişkiler

Benston ve Hartgraves'in (2002: 112) belirttiklerine göre dördüncü bir ÖAV, Raptor III de, başka bir ÖAV'ı oluşturdu, Porcupine, Talon'dan, Timberwolf'dan ve Bobcat'dan farklı bir şekilde yapılandırıldı. Enron'un, ayrı bir varlık olarak yaratmış olduğu bir konut ve ticari güç dağıtım şirketi olan Yeni Güç Şirketinin (YGŞ:TNPC) hisse senetleri ile ilgili bir satış opsiyonunu yazmak için oluşturulduğunu belirtmektedirler. Enron'un, bir dış yatırımcı ile oluşturulan başka bir ÖAV için YGŞ kendi hisselerinin bazısına garantiler sattığını ifade etmektedirler. Enron'un, Porcupine için YGŞ'nin 24 milyon adet hissesiyle katkıda bulunduğunu belirtmektedirler. Hisse senedinin, Porcupine'nun Enron'a 259 milyon dolar vermesi karşılığında bir pay 10.75 dolar değerinde olduğundan söz etmektedirler. LJM2 de, 30 milyon dolar katkıda bulunduğundan bahsetmektedirler. YGŞ hisse senedinin, bir hafta sonra satışa sunulduğu zaman onun fiyatının, bir gün sonra bir pay 27 dolara yaklaştığını belirtmektedirler. Enron'un, hemen 21 dolarlık bir hissede YGŞ'nin 18 milyon hissesinde toplam getirilerin takasını yürüttüğünü beyan etmektedirler.

Porcupine'den gelen satım opsiyonuna göre Enron'un, 350 milyon dolarlık bir kazancı kaydettiğini belirtmektedirler. Ancak daha sonraki ticari YGŞ'nin hisse fiyatının, hızlı bir şekilde 10 doların altına düştüğünü ifade etmektedirler. Bunun, Enron'un 350 milyon dolarlık gelirini kaydetmesine bağlı olarak YGŞ hisselerinde kendi satma yükümlülüğünü yerine getirmek için Porcupine'in kapasitesini azalttığını ileri sürmektedirler. Bu miktarı azaltmak zorunda kalmamak için Aralık 2000'de Enron'un, aslında dört Raptor'un tümünün kredi kapasitesini birleştiren 45 günlük bir çapraz garanti anlaşması yürüttüğünü iddia etmektedirler.

Kasım 2000 tarihinde Enron'un, 500 milyon dolar kazanca sahip olan 1.5 milyar dolarlık nominal değerle Raptor I, II ve III'le türev sözleşmelerine girdiğini belirtmektedirler. Ancak Raptor'ların temel varlığının, Enron'un hisse senedinin veya yükümlülüklerinin ya da YGŞ:TNPC hisse senedinin oluşturduğu bu miktarı ödeyebildiğini beyan etmektedirler. Daha sonra Mart 2001'de Enron'un hisselerinin fiyatı azaldığında Raptor'ların kredi kapasitesinin de azaldığını ifade etmektedirler. Kazançlara karşı 500 milyon dolarlık vergi öncesi gideri rapor etmek zorunda kalmamak için Enron'un, Raptorlar arasında çapraz bir teminatlandırma yürüttüğü, ek Enron hisse senedi sözleşmelerine 'yatırım yaptığı' ve Raptorlarla karmaşık ve şüpheli riskten korunmanın bir serisiyle uğraştığını ileri sürmektedirler. Görüldüğü gibi Enron'un bu karmaşık ilişkiler yapısı tamamen zararları örtbas etmeye ve gerçekte olmayan hayali gelirlerle mali tabloları şişirmeye yönelik yapılmıştır. Zaman akışı açısından bakıldığında Enron bu karmaşık işlemleri dönemsel mali tabloları boyamak için yaptığı görülmektedir. Bu hamleye (Andersen'in görünüşte onayladığı) dayanarak sadece 36.6 milyon dolarlık bir kaybın, 2001 yılının ilk çeyreği için kaydedilmek zorunda olduğunu belirtmektedirler. Enron'un bu karmaşık ilişkilerini, kendi bütünsel yapısı içerisinde gösteren, diğer bir değişle çöküşünün iç taraf ilişkilerini betimleyen şekil aşağıda verilmiştir.



Şekil - 14: Enron Çöküşünün İç Hikayesi

Kaynak : Jensen, Bob, What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs, January, 2003.

Onların, onların kombine edilmiş varlıklarının yaklaşık 2,5 milyar dolar ve kombine edilmiş yükümlülüklerinin 3.2 milyar dolar olduğunu tahmin etmelerine rağmen, Eylül 2001'de Enron'un, yaklaşık 35 milyon dolar için LJM2'yi dışarıdan satın alarak Raptorları sonlandırdığını beyan etmektedirler. Bunun, Enron'un 2001 üçüncü çeyrek mali tablolarında vergi sonrası yaklaşık 710 milyon dolarlık bir ücretle sonuçlandığını ifade etmektedirler.

Finansal Rapor	Bildirilmiş Kazançlar (Kayıplar)	Raptorlarsız Kazançlar (Kayıplar)	Bildirilmiş Kazançlardaki Azalma
2000 3. Çeyrek	364	295	69
2000 4. Çeyrek	286	(176)	462
2001 1. Çeyrek	536	281	255
2001 2. Çeyrek	530	490	40
2001 3. Çeyrek	(210)	(461)	251
Toplam	1506	426	1077

Tablo - 3: Konsolide Edilmemiş ÖAV Kazançları

Kaynak : Benston ve Hartgraves, 'Enron: what happened and what we can learn from it', Journal of Accounting and Public Policy, 2002: 113.

Böylece hissedarlar için çok önemli bir maliyetle Enron yöneticilerinin, geçici olarak önemli kayıpları gizlemeyi başardığını ileri sürmektedirler.

Artunç'un (2002: 35) belirttiğine göre Enron'un Chewco, LJM1 ve LJM2 ile olan işlemlerinin bir kısmı finansal tablolarının daha iyi görünmesini sağlamak üzere yapılmışken; bir kısmı da şirketin yatırımlarından etmiş olduğu zararın, finansal tablolara yansımaları önlemek için yapılmıştı. Zarar gizleme amaçlı işlemlerde, Enron'un bir takım yatırımlarında karşılaştığı zararların geri planında yine Enron'un bulunduğu üçüncü taraflarca Enron'a ödenecek şekilde düzenlenen riskten korunma işlemleri yoluyla garantiye alınmış izlenimi verildiği belirtilmektedir. 2000 yılı üçüncü çeyreğinden 2001 yılı üçüncü çeyreğine kadar geçen sürede, bu işlemler yoluyla, şirket gelirlerinin yaklaşık 1 milyar dolar daha fazla gösterildiğini tahmin etmektedir. Chewco ve LJM1 ile yapılan işlemler neticesinde 2001 yılı Ekim ayında yapılan bilanço düzeltmelerinin, söz konusu işlemlerin açık şekilde yanlış muhasebeleştirilmesi ya da yanlış tasarlanmış olması sonucunda yapılmışken; şirketin mali tablo düzeltmelerine neden olan diğer işlemlerinde, mevcut muhasebe ilkelerinin etrafından dolanabilmek üzere kurulan karmaşık yapılara rağmen, hatalı olarak yorumlanabilecek muhasebeleştirme işlemlerinin yapıldığını beyan etmektedir. Enron'un, bu işlemlerin hemen hemen tamamında, şirketin aynı zamanda bağımsız denetçisi olan Andersen'dan danışmanlık hizmeti aldığını belirtmektedir. Söz konusu düzeltmelerin Enron'un mali tablolarına etkisi aşağıda yer alan tabloda özetlenmektedir.

	1997 (milyon \$)	1998 (milyon \$)	1999 (milyon \$)	2000 (milyon \$)
Net dönem karındaki düşüş	28	133	248	99
Net dönem karı	105	703	893	979
Sermaye azaltımı	258	391	710	754
Borç artışı	711	561	685	628

Tablo - 4: Mali Tablo Düzeltmelerinin Enron'a Etkileri

Kaynak : Artunç, Burak, Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, 2002: EK/7.

Benston ve Hartgraves'in (2002: 106) belirttiklerine göre 1997-2000 yılları için daha önce rapor edilmiş tutarlardaki eksilmeyi ifade eden yukarıdaki tablo şu

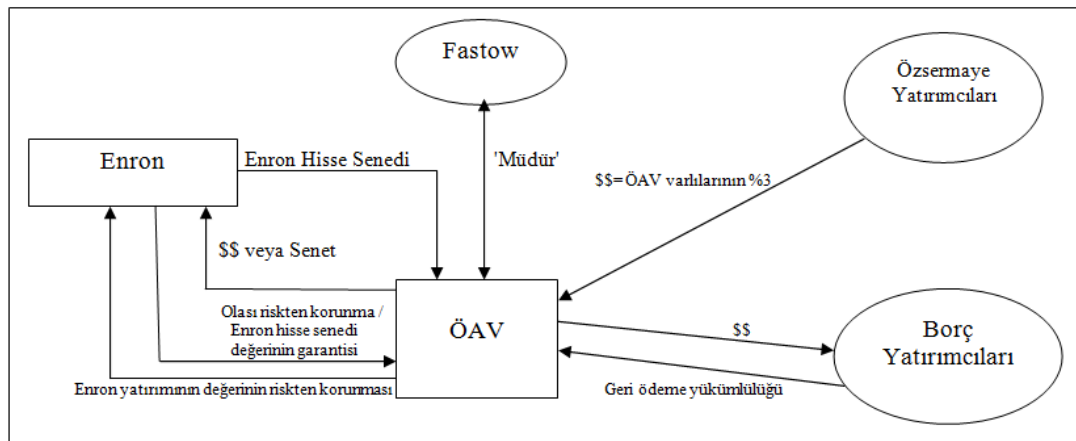
şekilde de ifade edilebilir. 1997'de eksiltelen 28 milyon dolar daha önce rapor edilen 105 milyon doların % 27'sini; 1998'de eksiltelen 133 milyon dolar daha önce bildirilen 703 milyon doların % 19'unu; 1999'da eksiltelen 248 milyon dolar daha önce bildirilen 893 milyon doların % 28'ini ve 2000'de eksiltelen 99 milyon dolar daha önce bildirilen 979 doların % 10'unu temsil ettiğini belirtmektedirler. Bu değişikliklerin, Enron'un kendi hissedarlarının sermayesini 508 milyon dolar azalttığını ifade etmektedirler. Böylece bir ay içinde Enron'un hissedarlarının sermayesinin, 30 Eylül 2001 itibarıyla 1.7 milyar dolar eksilerek daha önce bildirilen 9,6 milyar doların % 18'ini temsil ettiğini beyan etmektedirler. 634 milyar dolar varlıklarla, ABD'nin en büyük kurumsal iflası olduğunu dile getirmektedirler.

3.3.5. Rhythms NetConnections İle Olan İlişkiler

Schwarcz'ın (2002: 1310-1312) ifade ettiğine göre Enron'un, faaliyet sonuçlarından daha çok muhasebeyi elde etmek için tasarlanmış, karmaşık işlemlerin bir dizisiyle meşgul olduğu görünüyor. Birincil sebebin, Enron'un kredi notuna zarar verebilen ve böylece enerji ticaret işinde kendi itibarına zarar verebilen, kendi bilançosuna borç eklemeyi önleyerek, finansal tablo kayıplarını ve dalgalanmayı hızlandırılan karları en aza indirmek için olduğunu ifade etmektedir. Bu işlemlerin çoğundaki ortak bir faktörün, belirli Enron yatırımlarını riskten korumak için, konsolide olmayan Özel Amaçlı Kuruluş (ÖAK)'ların, veya ÖAV'ların, kullanımı olduğundan söz etmektedir. Tipik bir işlemde Enron'un, ÖAV'nin değerini doğrudan ya da dolaylı olarak güvence altına alacak ve bir senet veya nakit karşılığında bir ÖAV'a kendi sahip olduğu hisse senedini transfer edebildiğini ileri sürmektedir. ÖAV'nin, sırayla ödemenin başlıca kaynağı olarak transfer edilen Enron hisse senedini kullanarak, Enron bilançosundaki belirli bir yatırımın değerini riskten koruyabildiğini dile getirmektedir. Tarihsel olarak yükselen hisse senedi fiyatından dolayı Enron'un, uzaktan kumanda gibi kendi garantilerinde ödemek zorunda kalabileceği riski görünüşte değerlendirdiğinden söz etmektedir.

Enron hisse senedi fiyatı daha sonra düştüğü zaman, ÖAV'nin değeri de Enron garantilerini tetikleyerek düştüğünü; bu garanti ödemelerinin, sırayla Enron hisse senedi değerini görünüşte daha çok azalttığını, ek teminatları/garantileri tetiklediğini belirtmektedir. Enron'un yatırımının değeri ve Enron'un hisse senedi fiyatı, aynı anda

düşüğünde, ÖAV'nin, kendi riskten korunmasını gerçekleştirmek için yeterli varlığı eksiltebildiğini ifade etmektedir. Ayrıca değerdeki bu düşüşlerin ya da bazı durumlarda yeterli ÖAV üçüncü taraf özsermayesinin başlangıç eksikliği, böylece Enron bilançosunun üzerine ÖAV'nin borcunu getirerek, konsolide olmayan için % 3 bağımsız sermaye şartını ihlal eden ÖAV'lara neden olduğundan söz etmektedir. 'Rhythms' işleminin, biraz açıklayıcı olduğundan bahsetmektedir. Enron'un, bir senet karşılığında bir ÖAV'a kendi sahip olduğu hisse senedini transfer ettiğini dile getirmektedir. ÖAV da, Rhythms NetConnections'daki, bir internet servis sağlayıcısının, düşüş olabilir diye Enron'un önemli bir yatırımını riskten koruduğunu iddia etmektedir. Eğer Rhythms'in hisse senedinin ve Enron'un hisse senedinin fiyatı, aynı anda düşerse, ÖAV'nin, kendi riskten korunma yükümlülüğünü karşılaması mümkün ola bilemeyeceğinden söz etmektedir.



Şekil - 15: Enron'un Rhythms NetConnections İle İlişkisi

Kaynak : Schwarcz, Steven L., Enron and The Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures, 2002: 1311.

Muhasebe sonuçlarını elde etmek için ÖAV işlemlerini kullanarak yapılan bu vurgunun, çıkar çatışmasının karışık bir ağından dolayı kısmen büyüdüğünü; üst düzey Enron yöneticilerinin, en önemlisi de Andrew Fastow'un, ÖAV'lar lehinde onların sadakatlerini potansiyel bir şekilde çarpıtmak için tazminat ve iadelerin büyük miktarı gibi karşılanan, ÖAV'ların müdürleri gibi hizmet sunduklarını ifade etmektedir. Bu ve diğer üst düzey Enron yöneticileri de, Enron'un Etik Kanunu'na uyumluluğuna yönelik biraz rahat bir yaklaşıma sahip görünüyor olduklarından bahsetmektedir. Çatışmaların bu tür gerekli onaylarının, her zaman elde edilmediğini belirtmektedir. Ayrıca onay elde edilse bile, onayın bir koşulu olarak gereken

izlemenin, her zaman düzgün bir şekilde uygulanmadığından söz etmektedir.

Bu ihlallerin, zahmetli ve kafa karıştırıcı bir dizi konulara yol açtığını dile getirmektedir. Merkezi muhasebe konusunun, ekonomik riski önemli ölçüde transfer edip etmediğinden bahsetmektedir, böylece bilanço dışı finansmanı haklı kıldığını belirtmektedir. Kendi sahip olduğu hisse senedinin 'gömülü' değerini kullanmak için Enron girişiminin, -artışlar, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri kapsamında kendi bilançosuna yansıtılabilememektedir- ustaca olduğunu çünkü hisse senetlerinin, varlıkları riskten korumak için gerçek değer yaratmayı yapmadıklarını ifade etmektedir. Gerçekten de Enron'un, hatta bu işlemlerin en azından bazısında bağımsız adil seçenekleri elde ettiğini belirtmektedir. Bu nedenle, bu perspektiften Enron'un ve onun muhasebecilerinin, zarif ince yargı aramaları (birçok durumda) yaptıklarını belirtmektedir. Geçmişe bakıldığında Enron'un, yanlış değerlendirmiş olabilmesine rağmen, kendi eylemlerinin suçluluğunu, harcama öncesi değerlendirilmek zorunda olduğunu, harcama sonrası olmadığını belirtmektedir.

3.4. Enron Şirketi'nin İflasını İlan Etmesi

ABD'nin en büyük şirketlerinden biri olan Enron'un, 2001 yılında etkileri tüm dünyada hissedilecek finansal bir skandalla iflas ettiği belirtilmektedir. Enron'un yaklaşık olarak 67 milyar dolar zararla hayatına son verdiği belirtilmektedir. Enron'un yaptığı bu büyük hataların, yönetim kurulu üyeleri, ekonomi analistleri, politikacılar ve borsa analiz uzmanlarınca gizliden gizliye desteklendiği dile getirilmektedir. Bunun nedeninin tüm bu insanların Enron'la ciddi parasal ilişkilerinin bulunması olduğu ileri sürülmektedir. Bu skandalla birlikte dünya kamuoyunun ilk defa muhasebede çifte kayıt yolsuzluğunu duyduğu dile getirilmektedir (bilgedenetim.com). Bununla birlikte Enron'u diğerlerinden farklı kılan şeyin onun, siyasi zümre ile yakın ilişkileri ve medyadaki birçok insanın olayı, Bush'un Whitewater skandalı¹⁰ olarak değerlendirme isteği olduğunu ileri sürmektedir. Enron'un hikayesinin, piyasanın bir başarısızlığı olmadığı, siyasete çok fazla yatırım yapan şirketlerin, piyasa koşullarının değişmesi durumunda kolayca bu duruma bigane/ilgisiz kalabildiklerinden söz etmektedir. İktisatta bunun, hükümet

¹⁰ ABD'de Clinton ailesinin 1978 yılında bankacı arkadaşları ile kurduğu ve soruşturması uzun yıllar devam eden emlak şirketi yolsuzluk olayı.

başarısızlığı olarak adlandırıldığı, firmaların, getirilen artan yükümlülükleri suçlayabildiklerinden söz etmektedir. Bu yükümlülüklerin, Washington'a daha fazla yağ çekmek için kaynakların yanlış yerlere yönlendirilmesine sebep olduğunu ileri sürmektedir. Bütün bu yükümlülüklerin, adeta Enron benzeri olayların olması için zorunlu yatırımlar gibi olduğunu dile getirmektedir (Westley, 2002). Şirket'in batışına giden yoldaki en önemli kilometre taşlarının, yasal ve/veya yasadışı olarak uygulanan bazı muhasebe kurallarının ve Enron dışında kurulmuş birçok ÖAV şirket kanalıyla risklerin ve zararların bilanço dışına çıkarılarak gizlenmesi olduğundan bahsedilmektedir. Bu işlemlerle ve diğer bazı ilişkiler sayesinde karlı ve parlak bir görüntü yaratılarak şirketin hisse senedi fiyatlarının yükseltildiği ifade edilmektedir. Enron'un, Ekim 2001'de zarar açıklaması ve Kasım 2001'de geçmişe dönük olarak gelirlerini düzeltmesiyle başlayan sürecin, Aralık başında şirketin iflasını istemesiyle korkunç sona ulaştığı beyan edilmektedir (riskonomi.com).

Artunç'un (2002: 33) belirttiğine göre Enron, ÖAV'lar ile olan ilişkilerinin sonuçları hakkında ilk açıklamayı, 16 Ekim 2001'de yapmış; 2001 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin kar rakamında, varlıklarının değerinde meydana gelen düşüşler, yeniden yapılandırma işlemleri ve çeşitli yatırımlarda edilen zararlardan ötürü 1,01 milyar dolar tutarında vergi sonrası düzeltme yapıldığını; LJM2 adlı ortaklık ve kurmuş olduğu ÖAV'larla yaptığı işlemlerde ihraç ettiği hisse senetlerinin geri alınması nedeniyle sermayesinin 1,2 milyar dolar azalmıştır. Enron'un 19 Kasım 2001 tarihinde 30.09.2001 ara mali dönemine ilişkin olarak SEC'a sunduğu bilgi formunda, daha önce kamuoyuna açıklanan hususlara ek açıklamalar yapıldığı ve şirketin karlılığının düzeltilmesi için yeniden yapılandırmaya gidileceğini ifade etmektedir. Aynı bildirimde, şirketin kredi derecesinin düşürülmesi neticesinde, daha önce kurulmuş olan bir ÖAV ile ilgili olarak yapılması gereken 690 milyon dolar tutarındaki ödemenin vadesinin öne çekildiği ve şirketin kredi derecesinin 'yatırım yapılabilir' derecesinin altına düşürülmesi halinde başka borçların vadelerinin de öne çekilebileceğini kamuoyuna açıklandığından söz etmektedir.

2 Aralık 2001'de, ABD hukuki düzenlemeleri uyarınca Bölüm 11 (Chapter 11) isimli düzenleme çerçevesinde gönüllü iflas başvurusunda bulunduğunu kamuoyuna duyuran Enron'un, yapmış olduğu bu açıklama ile ABD sermaye piyasalarını derinden etkilediğini beyan etmektedir. Dünyanın önde gelen enerji,

emtia ve hizmet sağlayıcı firmalardan biri olan ve söz konusu açıklamayı yaptığı sırada bile en büyük ABD şirketlerinin yer aldığı 'Fortune 500' listesinde ilk on firma arasında yer alan Enron'un açıklamasının, yatırımcıların ABD sermaye piyasalarına ve özellikle ortaklıkların kamuoyuna açıkladıkları finansal tablolara olan güvenini sarsmış olduğunu, ABD sermaye piyasalarında büyük fiyat dalgalanmalarının yaşanmasına neden olduğundan bahsetmektedir. 1 Ocak 2001'de fiyatı 83,12 dolar olan Enron hisse senetlerinin, şirketin Bölüm 11 başvurusunu yapmasını zorunlu kılan olaylar zinciri sırasında sürekli değer kaybettiğini; aynı yılın Kasım ayı sonunda, derecelendirme kuruluşlarının şirketin yatırım derecesini 'yatırım yapılabilir' derecesinin altına düşürmesi sonrasında, 11 ay önceki değerinin % 0,3'üne düşerek 0,26 dolara kadar gerilediğini belirtmektedir. Enron hisse senetlerinin son üç yıllık fiyat hareketleri aşağıdaki grafikte verilmektedir.



Grafik - 1: Enron'un Son Üç Yıllık Hisse Senesi Fiyat Değişimleri

Kaynak : Artunç, Burak, Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, 2002: EK/5.

Enron'un çöküşü olarak adlandırılabilen bu süreçte üç önemli hususun etkili olduğundan bahsetmektedir:

- Şirketin yoğun olarak kullandığı ÖAV'ların muhasebeleştirilmelerindeki hatalar.
- Şirketin şarta bağlı yükümlülüklerin değerlemesindeki ve muhasebe kayıtlarına yansıtılmasındaki hatalar.
- Şirketin faaliyetinin son yıllarında yoğun olarak kullandığı türev araçlar ile enerji satış sözleşmelerinin makul değerlerinin tespitinde ve muhasebe

kayıtlarına yansıtılmasında yapılan hatalar.

Süer'in (2003: 3) belirttiğine göre Enron'un 1 Ocak-31 Aralık 2000 dönemi yıllık raporunda, bazı kayıtların hileli olduğu açıkça görülebilmektedir. Enron'un cirosunun hızla arttığını, bunun nedeninin ise Enron'un yıl içinde işini ciddi anlamda değiştirmiş olmasından kaynaklandığını ileri sürmektedir. 1999 yılı cirosunun 40 milyar dolar iken, 2000 yılı cirosunun 101 milyar dolara çıkmakla kalmayıp, sadece 2000 yılı son çeyreğinde cirosunun 41 milyar doların, yani bir önceki yılın toplam cirosunun üzerine çıktığını beyan etmektedir. Enron'un yıl içinde enerji sektöründe piyasa yapıcılığına girerek, türevler dahil olmak üzere, toptan alım-satım kontratlarına başladığını dile getirmektedir. Toptan hizmetler olarak adlandırdığı bu tür işlemler sayesinde Enron'un astronomik ciro rakamlarına ulaştığını iddia etmektedir. Bu da sadece ciro rakamlarına göre değerlendirildiğinde Enron'un boyutu ve büyümesi konusunda yanıltıcı bilgi verilmesine neden olduğunu ileri sürmektedir. Cirodaki olağanüstü artışa rağmen firma çalışma sermayesini 1.8 milyar dolar azaldığını ifade etmektedir. Nakit akım tablosunda, fiyat riski yönetimi faaliyetlerinden elde ettiği net varlıklar olarak adlandırılan ve negatif (-) olarak yer alan 763 milyon dolarlık tutara dikkat çekmektedir. Bu tutarın, kontratların piyasa değerine göre fiyatlanması sonucu Enron'un hesaplarında oluşmuş olduğunu ileri sürmektedir. Dolayısıyla nakit olmadığını, sadece bir yeniden değerlendirme miktarı olduğunu dile getirmektedir. Enron'un 979 milyon dolarlık karının 763 milyon dolarının, kontratların bu şekilde yeniden değerlendirilmesi sonucu ortaya çıktığını ileri sürmektedir. Piyasa değerine göre fiyatlamamanın Enron'un kararları üzerindeki önemine dikkat çekmektedir.

Healy ve Palepu'nun (2003: 9) belirttiklerine göre 2001 yılı sonunda Enron'un muhasebe sorunlarının, beklendiği kadar iyi performans göstermeyen birkaç yeni işin olduğu kendi tanımı tarafından birleştirildiğini belirtmektedir. Ekim 2001'de şirketin, Azurix için 287 milyon dolar vergi giderleri sonrası, 1998 yılında satın alınan su işi, geniş bant yatırımlar için 180 milyon dolar ve diğer yatırımlar için 544 milyon dolar da dahil olmak üzere, varlık kayıplarının bir serisini ilan ettiğinden söz etmektedirler. Toplamda, bu masrafların, 1998'den 2000'e üç yıl için Enron'un sermaye harcamalarının yüzde 22'sini temsil ettiğini beyan etmektedirler. Buna ek olarak 5 Ekim 2001 tarihinde Enron'un, alış fiyatı üzerinden 1.1 milyar dolar bir kayıpla, 1.9

milyar dolara, 1997 yılında elde ettiği elektrik güç santrali Portland Genel Corp'u satmayı kabul ettiğini dile getirmektedirler. Bu kayıt dışılıkların ve kayıpların, diğer pazarlarda kendi gaz ticaret modelini takip eden Enron'un stratejisinin canlılığıyla ilgili soru işaretleri ortaya koyduğunu iddia etmektedirler. İyi işleyen bir sermaye piyasasının, yöneticiler ve yatırımcılar arasında bilgilerin, teşviklerin ve yönetimin uygun bağlantılarını oluşturduğunu belirtmektedirler. Bu sürecin, bankalar, yatırım fonları, sigorta ve girişim sermayesi şirketleri gibi profesyonel yatırımcıların; finansal analistler ve derecelendirme kuruluşları gibi bilgi analizcilerinin; dış denetçiler gibi güvence uzmanları ve kurumsal kurullar gibi iç yönetim birimleri dahil araçların bir ağı üzerinden yürütülmesinin beklendiğini beyan etmektedirler. Bu tarafların, teşvik ve yönetim sorunlarına sebep olan kendilerinin, çok çeşitli kurumlar tarafından düzenlendiğini ifade etmektedirler: Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, Finansal Muhasebe Standartları Kurulu ve Amerikan Sertifikalı Mali Müşavirler Odası ve borsalar gibi banka düzenleyicileri ve özel sektör kuruluşları. Aşağıda iflasa yakın zamanda Enron'da meydana gelen ayrıntılı gelişmeler kronolojik olarak tablo halinde verilmiştir.

Tarih	Olay
14 Ağustos 2001	Jeff Skilling, kişisel nedenlerden ötürü CEO olarak istifa etti. O, Kenneth Lay'la değiştirildi.
Ortasından Sonuna Ağustos	Sherron Watkins, bir Enron başkan yardımcısı, firmanın muhasebesi hakkında kaygıları Kenneth Lay'a ifade eden isimsiz bir mektup yazdı. O, daha sonra Enron denetim ekibiyle temasa geçen Andersen'da eski bir meslektaş ve denetim ortağı James Hecker'la kendi endişelerini tartıştı.
12 Ekim 2001	Arthur Andersen'in bir avukatı, belgelerin parçalanmasını isteyen, artık gerekli olmayan belgeleri muhafaza etmeyen şirket politikasını ona hatırlatmak için Houston'da bir kıdemli ortakla temasa geçti.
16 Ekim 2001	Enron, su ve geniş bant işletmelerin faaliyetlerinde kullanılmış varlık defter değerlerini yansıtan vergi sonrası üç aylık 393 milyon dolar kazanç ve 1,01 milyar dolar tekrar etmeyen ücretleri ilan etti.
22 Ekim 2001	Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), Enron'un yöneticileri ve özel ortaklıkları arasındaki potansiyel bir çıkar çatışması hakkında soruşturma açtı.
8 Kasım 2001	Enron, geriye dönük ortaklık düzenlemelerini pekiştiren önceki dört yıl boyunca kendi finansallarını yeniden ifade etti. 1997'den 2000'e kazançlar, 591 milyon dolar geriledi ve 2000 yılı için

	borç, 658 milyon dolar arttı.
9 Kasım 2001	Enron, Dynegy ile birleşme anlaşmasına girdi.
28 Kasım 2001	Büyük kredi derecelendirme kuruluşları, onun 13 milyar dolar borcun 4 milyar dolarını ödemek için firmayı sorumlu hale getiren, çürük tahvil statüsü için Enron'un borcunu düşük derecelendirdi. Dynegy, önerilen birleşmenin dışına çıktı.
2 Aralık 2001	Enron, New York'ta iflas başvurusunda bulundu ve aynı anda sözleşmenin ihlali için Dynegy'e dava açtı.

Tablo -5 : Ağustos 2001'den Aralık 2001 Dönemine Enron İçin Kritik Olaylar Zaman Çizelgesi

Kaynak : Healy ve Palepu, The Fall of Enron, 2003: 4

Bu ayrıntılı kurumsal yönetim ağına rağmen Enron'un, sürdürülemez düzeylerdeki kendi hisse senetlerini yutturarak ve muhasebe ve finansman manevralarının bir dizisi aracılığıyla kendi gerçek performansını gizleyerek, şüpheli bir iş modelini finanse etmek için büyük miktarda sermayeyi çekmeyi başardığını dile getirmektedirler. Enron'un, uç bir örnek sunarken aynı zamanda ABD sermaye piyasası sisteminde potansiyel zayıflıklar durumu için yararlı bir test olduğunu ileri sürmektedirler. Oran'ın (2002) belirttiğine göre Enron'un iflasında kesin olarak yapıldığı tespit edilen işlemleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz;

- 1997-2000 yılları arasında Enron'un karının en az 586 Milyon USD (yaklaşık ortalama % 20) fazla gösterildiği,
- Çok sayıda ÖAŞ'in kurulduğunu ve bunların en az bir kısmının yasal olmayan/muhasebe standartlarına uymayan şekillerde kullanıldığı (fiktif¹¹ kar elde etmek, fiktif sermaye elde etmek ve borç yükünü düşük göstermek),
- Vergi muafiyetinden yararlanabilmek için 900'den fazla off-shore şirket kurulduğu,
- Yukarıda yazılanların en az bir kısmının Arthur Andersen LLP'nin bilgisi ve zaman zaman tavsiyeleri üzerine yapıldığı,
- Arthur Andersen LLP'nin 2000 yılında Enron'dan, çoğunluğu danışmanlık hizmetlerinden olmak üzere, 52 Milyon USD kazandığını (haftada 1 Milyon USD).
- Arthur Andersen LLP çalışanlarının bir kısmının, Enron ile ilgili çok sayıda belgeyi, bunların bir mahkeme tarafından talep edilebileceği bilinmesine

¹¹ Gerçek olmayan, sanal, kurmaca, öyle olmadığı halde öyle kabul edilen.

rağmen, yok ettiğini tespit edildiği ileri sürülmektedir.

Sonuç olarak (riskonomi.com) Enron skandalının ortaya koyduğu gerçekler şöyle belirtilmektedir: Şirket yöneticilerinin, büyük ölçüde, maaş, prim veya hisse senedi opsiyonları yoluyla, kendi servetlerini artırmak için yasa dışı ve/veya ahlak dışı davranışlara girdiğini; bu şirketleri, yatırımcılar adına denetlemekle veya izlemekle yükümlü olan bağımsız denetim şirketlerinin, derecelendirme şirketlerinin ve hisse senedi analistlerinin görevlerini yapmadıklarını; bütün bu sistemi düzenleyen ve gözeten kamu kurumlarının ise çaresiz kaldıkları belirtilmektedir. ABD’de muhasebe ve denetim kuruluşları ve bunlarla ilgili düzenlemeler başta olmak üzere sosyal güvenlik mevzuatının, hisse senedi ve bono piyasalarının (kamu oyunun bilgilendirilmesi), resmi federal kuruluşların, Amerikan siyaseti ve finansmanının, kurumsal bankacılık gibi çok değişik alanların Enron sayesinde sorgulanır olduğu dile getirilmektedir. Bunların yeniden gözden geçirilme veya tamamen kaldırılarak yeniden yapılandırılma ihtiyacının ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Ancak Amerikan kurumsal kültürünü derinden etkileyen bu olayın, dünyanın geriye kalanında özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından hiç de yabancı olmadığı dile getirilmektedir. Ancak bu defa sahne ve oyuncuların yer değiştirerek oyunun dünyanın en gelişmiş ülkesinde sergilenir olduğundan söz edilmektedir. Değeri 60 dolarlardan birkaç sente gerileyen 'Enron'un, bu tip olayların sadece az gelişmiş ya da gelişmekte olan hukuk ve ekonomi sistemlerine özgü olmadığını göstermesi bakımından da önemli olduğu iddia edilmektedir.

3.5. Özel Amaçlı Varlıklar İle İlgili Sorunlar

Healy ve Palepu'nun (2003: 9) belirttiklerine göre Enron'un karmaşık iş modeli, -fiziksel varlıklar ve ticaret işlemleri ve ulusal sınırları geçiş de dahil olmak üzere, pek çok ürün arasına ulaşan- muhasebe sınırlarını gerginleştirdi. Enron'un, onun performansının pembe bir tablosunu tasvir etmek için kazançları ve bilançoğu yönetmede muhasebe sınırlamalarının tüm avantajlarından yararlandığını dile getirmektedirler. Enron'un, ÖAK'ları kurmayı içeren yapılandırılmış finansman işlemlerine yaygın olarak dayandığını belirtmektedirler. Bu işlemlerin, dış yatırımcılar ve kredi kuruluşlarıyla belirli nakit akışlarının ve risklerin mülkiyetini paylaştığını ileri sürmektedirler. Bağımsız kuruluşlar arasındaki emsallerine uygun

işlemlerine odaklanan geleneksel muhasebenin, bu tür işlemlerle ilgili zorluklarla karşılaştığını dile getirmektedirler. Muhasebe kural yapıcılarının, birkaç yıldır bu işlemler için uygun muhasebe kurallarını tartıştığından söz etmektedirler. Bununla birlikte mekanik sözleşmelerin, ekonomik gerçeklik ve muhasebe rakamları arasında bir sapma oluşturduğunu, bu işlemleri kaydetmek için kullanıldığını iddia etmektedirler.

Süer'in (2003: 4) belirttiğine göre şirketin elinde bulundurduğu nakit, hisse senedi, türev ürün gibi varlıklarıyla, tröst, sınırlı sorumlu şirket veya diğer şirket formlarında, bu ortaklıkları oluşturur. ÖAV'ların, şirketin kredi oranlarının korunması amacıyla, bilançoda kayıtlı bulunan borç seviyesinin düşürülmesi için de kullanıldığını dile getirmektedir. ÖAV'ların, bilanço dışı olarak ayrı hesaplarda izlenen bağımsız ortaklıklar olduğunu beyan etmektedir. Bu hususta yapılan yanlışlığın, gerçekte Enron tarafından özel amaçlarla kurulmuş olan ve yine Enron tarafından yönetilen küçük işletmelerle olan ilişkilerinin, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre finansal tablolara dahil edilmesi gereken sonuçlarının bu tablolarda yer almaması olduğunu dile getirmektedir. Enron'un, yaptığı yatırımların değer kaybetmesinden kaynaklanan büyük zararlarını küçük ortaklıklarına aktardığını belirtmektedir. Daha sonra da bu işletmelerin finansal sonuçlarını, konsolide finansal tabloların kapsamına almayarak zararları yatırımcılarından gizlediğini ifade etmektedir.

Enron'un tahminen 40 milyar dolarlık bir yükümlülüğü bu bağımsız varlıklarda sakladığını tahmin etmektedir. Enron'un, büyük bankaları, özel amaçlı varlıklarına para yatırmaya ikna ettiğini ifade etmektedir. Bankaların, bu girişimlere koydukları parayı güvence altına almak istediklerini ve Enron'un bankalara teminat olarak kendi aşırı değerlenmiş hisselerinden verdiğinden söz etmektedirler. Enron'dan yüz milyonlarca dolar ücret kazanan bankaların, başkalarını da firmaya yatırım yapmaya teşvik ederek, hisse fiyatlarını yüksek tutmaya çalışan analistler istihdam ettiğini ileri sürmektedir. Yüksek hisse fiyatlarının, Enron yöneticileri için, bir diğer gelir kaynağını teşkil ettiğini beyan etmektedir. Mayıs 2000- Ağustos 2001 tarihleri arasında Enron Yönetim Kurulu Başkanı (CEO) Kenneth Lay 36 milyon dolarlık, diğer CEO Jeffrey Skilling 15 milyon dolarlık hisse satışı gerçekleştirdiğini dile getirmektedir.

Healy ve Palepu'nun (2003: 11-12) belirttiklerine göre Enron, 2001'de ÖAV'ların yüzlercesini kullanmıştı. Bunların çoğunun, uzun vadeli sabit sözleşmeler kapsamında araçlara gaz tedarik etmek için gaz üreticileriyle forward sözleşmelerinin satın alımını finanse etmek için kullanıldıklarını dile getirmektedirler. Ancak bazı tartışmalı ÖAV'ların, finansal raporlama hedeflerine ulaşmak için öncelikle tasarlanmış olduklarını beyan etmektedirler. Muhasebe hatalarına ek olarak Enron'un, onun ÖAV'larla ilişkilerinde çok az açıklama sağladığını ileri sürmektedirler. Şirketin, ÖAV'larla işlemler aracılığıyla kendisine ait likit olmayan yatırımlarda aşağı yönlü riski korumuş olan yatırımcıları temsil ettiğini dile getirmektedirler. Ancak Enron'un, aslında aşağı yönlü riskten korunmasın diye yatırımcılar, aslında bu riskten korunmaları yürütmek için Enron'un kendi hisse senedinin finansal garantilerini kullanıyor olan bu ÖAV'lardan habersiz olduklarını iddia etmektedirler. Dahası Enron'un, ÖAV'larla ortak olması için, kendi finansal işler görevlisi Andrew Fastow'da dahil olmak üzere, birçok kilit çalışanlarına izin verdiğini belirtmektedirler. ÖAV'lar ve Enron arasında daha sonraki işlemlerde bu çalışanların, onların, Enron'un hissedarları için onların güvene dayalı sorumluluğunun/yükümlülüğünün tam olup olmadığı hakkında sorular ortaya koyarak, büyük yararlar sağladığını ileri sürmektedirler.

Enron'un gaz ticareti fikrinin, deregülasyondan dolayı ortaya çıkan fırsatlara muhtemelen makul bir cevap olduğunu ifade etmektedirler. Ancak diğer pazarlara ve uluslararası genişlemeye bu fikrin uzantılarının, başarısız olduğunu dile getirmektedirler. Muhasebe oyunlarının, şirketin, bu gerçeği birkaç yıl için gizlemesine izin verdiğinden söz etmektedirler. Sermaye piyasalarının, Enron'un muhteşem bildirilmiş performansı ile ilgili kırmızı bayrakları göz ardı ettiğini ve son derece düşük maliyetli sermaye sağlayarak şirketin kusurlu genişleme stratejisinin peşinden desteklediklerini beyan etmektedirler. Böyle bir projeksiyon için çok az ekonomik temele rağmen yatırımcıların, uzak gelecekte de sağlanamayacak Enron'un bildirdiği büyüme ve karlılığı üstlenmeye istekli görünüyor olduklarından bahsetmektedirler.

BÖLÜM 4

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN KONSOLİDASYONU

Bu bölümde ÖAV'ların konsolidasyonuna ilişkin dünya piyasasında ilgili ve yetkili kurumların yapmış oldu düzenlemeler ele alınmaktadır. Enron skandalından sonra bu kurumlar kendi bünyelerinde ÖAV'larla ilgili düzenlemeleri ele almış, kimi daha önce nitelenen kavramların ve gerekliliklerin bir kısmını kaldırmış, kimi tamamını kaldırmış ve kimi de bu gereklilikleri daha da arttırmış, kimi de yeni kavram ve gereklilikler ortaya koymuşlardır. Kimi kurumlar ise bu konuda tavsiyede bulunmuş, öneriler sıralamışlardır. Bu bölümde, Enron skandalı öncesinde mevcut olan ve skandal sonrasında değişikliğe uğrayan ÖAV konsolidasyonu ile ilgili ilkeler, standartlar ele alınarak, skandalın bu ilkeler, standartlar üzerinde nasıl bir değişikliğe neden olduğu karşılaştırmalı bir bakış açısı sağlayacak şekilde ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

4. ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN KONSOLİDASYONU

Artunç'un (2002: 14) ifade ettiğine göre ÖAV'ların yapılandırılmış finansman aracı olarak kullanılmaya başlanması ile beraber, bu işlemlerin muhasebesi konusunda karmaşık bir takım sorunlar da ortaya çıkmıştır. Ortaklıkların, ÖAV kullanımı ile ulaşmayı hedefledikleri mali oranlarda iyileştirme sağlama, risk yönetimi ve daha iyi koşullarda finansman sağlama amaçlarının tamamının, ÖAV'ın varlıklarının ve yükümlülüklerinin sponsorun konsolide finansal tablolarına yansıtılıp yansıtılmayacağı hususuna bağlı olması, söz konusu işlemlerin muhasebeleştirilmelerinde konsolidasyona ilişkin düzenlemeleri ön plana çıkardığını belirtmektedir. Bu kapsamda, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde, düzenleyici otoritelerin, bilanço dışı muhasebeleştirme yöntemi olarak kullanımları çerçevesinde ÖAV'ların konsolidasyonuna ilişkin düzenlemelerine ağırlık verilecektir. Finansal mühendislik aracı olarak ortaya çıkmalarının ardından, önceleri muhasebeleştirilmeleri konusunda özel bir düzenleme yapılmasının gerekmediği düşünülen ÖAV konulu işlemlerin, söz konusu işlemlerin yüz milyarlarca dolarlık hacme ulaşmasından sonra, düzenleme yapmaya yetkili otoriteler tarafından dikkatle takip edilmeye başlandığını dile getirmektedir.

4.1. Enron Skandalı Öncesi Özel Amaçlı Varlıklara İlişkin Düzenlemeler

Artunç'un (2002: 15) belirttiğine göre ÖAV konulu işlemlere ilişkin uluslararası düzenlemeler incelendiğinde, özellikleri itibariyle birbirinden farklı iki temel düzenleme ile karşılaşılmaktadır:

- Avrupa Birliği (AB)'nde mevcut durum itibariyle çoğu ülkede uygulanmakla birlikte, üye ülkelerin herhangi birinde teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören ortaklıkların 2005'te uygulamakla mükellef oldukları UMSK düzenlemeleri,
- ABD'de halka açık ortaklıkların uygulamakla mükellef oldukları FMSK düzenlemeleri,

Kurallara dayalı olan FMSK yaklaşımının tersine, yorumlamaya dayalı yaklaşımıyla dikkat çeken UMSK düzenlemelerinin ise FMSK düzenlemeleri gibi detaycı bir yaklaşım yerine, kullanıcının yorumuna da yer bırakan genel prensipler verilmesi yoluna gidildiğini iddia etmektedir. UMSK ve FMSK düzenlemeleri arasındaki bu temel yaklaşım farklılığının, ÖAV konulu işlemlere ilişkin düzenlemelerde de hemen göze çarptığını ileri sürmektedir.

4.1.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS:IFRS)

Kapsamında ÖAV Düzenlemeleri

4.1.1.1. Daimi Yorumlama Komitesi (DYK:SIC)-12 ve Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS:IAS) 27

Artunç'un (2002: 15) dile getirdiğine göre UMS:IAS'larında, tek başına ÖAV'ları konu alan bir standart bulunmamaktadır. Buna karşın konsolidasyon, finansal kiralama gibi işlemlere ilişkin olarak getirilmiş olan standartlarda, ÖAV'lara değinilen çeşitli hükümler bulunduğunu beyan etmektedir. UMSK bünyesinde çalışmalarını sürdüren DYK tarafından yapılan yorumlamaların, uluslararası muhasebe standartları ile aynı konumda bulunmasalar da UMS 1 uyarınca, ortaklıkların finansal tabloları için ilgili tüm muhasebe standartlarına ve DYK'nin yapmış olduğu ilgili tüm yorumlara uyulmadıkça, 'uluslararası muhasebe standartları ile uyumludur' nitelemesi yapılamayacağını ileri sürmektedir. Bu çerçevede, UMSK'nun ÖAV'lara ilişkin düzenlemelerinin sadece uluslararası muhasebe

standartları ile sınırlı tutulmaması, DYK yorumlamalarının da dikkate alınması gerektiğini dile getirmektedir.

DYK-12'de ÖAV tanımının, dar kapsamlı ve iyi tanımlanmış amaçları gerçekleştirmek üzere sponsor olarak tanımlanan ortaklıklar tarafından tesis edilmiş varlık olarak ifade edildiğini belirtmektedir. Aynı tanımlama uyarınca sponsorun, çoğu zaman kendi varlıklarının bir kısmını sermayesinde hiç payının bulunmadığı ÖAV'a devrettiğini ve bunun karşılığında da borçlanma/ortaklık aracının, ÖAV'ın gelecekteki faaliyetleri sonucunda oluşacak faydaya katılım hakkı, kiralama hakkı gibi faydalar edindiğini dile getirmektedir. Bank For International Settlements'ın (2009: 76) belirttiğine göre muhasebe standartları ve düzenleyici sermaye gereksinimleri, ÖAV'ların kullanımının motivasyonlarında önemli bir rol oynamaktadırlar. UFRS kapsamında bir ÖAV için bilanço dışı muamele edinmenin, iki aşamada belirlendiği belirtilmektedir. Öncelikle bir sponsor hususunda yapılması gereken bir değerlendirmenin, bir ÖAV'ı birleştirmek/konsolide etmek olduğu dile getirilmektedir. İkinci değerlendirmenin, ÖAV'a transfer edilmiş ipotek kredilerinin bir havuzu gibi, devredilen varlık olup olmadığı beyan edilmektedir. Bir ÖAV'ın, sponsoru tarafından kontrol edildiğini gösteren ÖAV ve sponsor arasındaki ilişkinin maddesi, konsolide edilmesi gerektiği belirtilmektedir. DYK-12'nin, UFRS kapsamında bu değerlendirmeyi yönettiğini ifade etmektedir. Kamu Gözetimi Kurumu'nun (2007) belirttiğine göre aşağıda belirtilen durumların, işletmenin ÖAI'yi kontrol ettiğini ve bunun sonucu olarak ilgili ÖAI'nin konsolide edilmesi gerektiğini dile getirmektedir:

- ÖAI'nin faaliyetleri, esas itibariyle, işletmenin belirli ihtiyaçları çerçevesinde işletme adına yürütülmekte, böylelikle işletme ÖAI'nin faaliyetlerinden fayda sağlamaktadır,
- İşletme, esas itibariyle ÖAI'nin faaliyetlerine ilişkin faydanın çoğunluğunu elde etmesine imkan veren karar verme gücüne sahiptir ya da bir 'oto-pilot' mekanizması oluşturulmak suretiyle karar verme yetkilerini devretmiştir,
- İşletme, esas itibariyle ÖAI'ye ait faydaların çoğunluğunu elde etme hakkına sahiptir ve bu nedenle ÖAI'nin faaliyetlerinden kaynaklanan risklere de maruz kalabilmektedir,

- İşletme, esas itibariyle ÖAI'nin faaliyetlerinden kaynaklanan faydaları elde etmek amacıyla ilgili ÖAI'ye veya varlıklarına ilişkin kalıntı değer riskinin ya da mülkiyetten kaynaklanan risklerin çoğunluğunu elinde bulundurmaktadır.

Artunç'un (2002: 17) belirttiğine göre yukarıda sıralanan koşullarda, konsolidasyon kararının ÖAV'nin oy haklarına sahip olma derecesi esas alınarak verilmemesi, ÖAV'tan elde edilen fayda ve maruz kalınan riskin niteliğinin asıl belirleyici unsurlar olması dikkat çekicidir. DYK-12'nin ekinde, raporlama yapan kuruluşun ÖAV üzerinde kontrolünün belirleyicilerine ilişkin örnekler verildiğini ifade etmektedir. ÖAV'nin faaliyetlerinin, ÖAV'ı kendi iş amaçları için tesis eden ortaklık adına yürütülmesine örnek olarak, ÖAV'nin temel faaliyetinin özellikle bir ortaklığa uzun vadeli fon sağlamak veya bir ortaklığın sürmekte olan faaliyetlerini desteklemek olması ile ortaklığın ÖAV'nin yokluğunda kendi kendine temin etmek zorunda kalacağı temel faaliyetlerini destekleyici mal ve hizmetleri, ÖAV'nin sağlaması durumları verildiğini dile getirmektedir.

Raporlama yapan kuruluşun, ÖAV'nin karar verme mekanizmasında ÖAV'ı veya onun sahip olduğu varlıkları kontrol etme gücünün bulunmasına örnek olarak da tek taraflı olarak feshetme yetkisi, ana sözleşme veya içtüzük üzerinde değişiklik yapabilme yetkisi ile yapılabilecek değişiklikleri veto etme yetkisinin sıralandığını beyan etmektedir. DYK-12 uyarınca, raporlama yapan kuruluşun, ÖAV'nin esas sözleşmesinde yer alan hükümler veya diğer yollarla faaliyetleri sonucunda, elde edilecek faydanın çoğunu tek başına elde etme hakkına sahip olması da kontrolün varlığına işaret ettiğini iddia etmektedir. Söz konusu duruma örnek olarak, ÖAV'nin gelecekte nakit akımı, kar payı, varlık veya bir başka ekonomik değer olarak dağıtacağı ekonomik faydalar ile ÖAV'nin tasfiye payı üzerinde çoğunluk hakkına sahip olmasını ileri sürmektedir. Bank For International Settlements'ın (2009: 77) belirttiğine göre kendi bireysel bir kriteri, gerekli kontrolü göstermeyebilir ama bir ÖAV'nin kontrolünü değerlendirirken, tüm göstergelerin, diğer ilgili her bir gerçekler ve koşullar yerine, bilanço içinde değerlendirilmesi gerekmektedir. DYK-12'nin, UMS:IAS 27'nin bir yorumu olduğunu beyan etmektedir (dar bir şekilde tanımlanmış olmayan şirketler için konsolidasyon esaslarını sağlamaktadır). DYK-12'nin, kuruluşları, finans mühendisliğin kullanımı yoluyla manipüle edilmiş finansal tablolardan önlemek için bir anti-istismar ölçüsü olarak yazıldığını ifade etmektedir.

Çoğu araçların konsolidasyonu ile sonuçlanan DYK-12'nin uygulamasının, bilanço dışı muamelede aksine sonuçlanabildiğini ileri sürmektedir.

Artunç'un (2002: 16) ifade ettiğine göre konsolide mali tablolar ve iştiraklerdeki yatırımların muhasebeleştirilmesini konu alan UMS 27 uyarınca, mali raporlama yapan ortaklık, kontrolü altındaki varlıkları konsolide mali tablolarına dahil etmelidir. Ancak raporlama yapan ortaklığın, kontrolü altındaki ÖAV'ı hangi kıstasları gözeterek konsolidasyon işlemine tabi tutacağını, önemli bir sorun olarak ortaya çıktığını iddia etmektedir. DYK-12'de UMS 27 ile paralel olarak üzerinde fikir birliğine varılan yorum uyarınca ÖAV'ın, sponsor ile arasındaki ilişkiden sponsorun kontrolünde bulunduğu anlamının çıkarılabildiği durumlarda, sponsor tarafından konsolidasyona tabi tutulması gerektiğini ifade etmektedir.

Kontrol kavramının, UMS 27 madde 12'de ana ortaklığın, bir işletmenin oy haklarının yarısından fazlasını doğrudan veya dolaylı olarak elinde tutması olarak tanımlandığını dile getirmektedir. UMS 27 madde 6 uyarınca ise bir işletmenin finansal ve operasyonel politikalarını yönlendirme gücünün, yani oy haklarının yarısından fazlasının doğrudan/dolaylı olarak elde bulundurulması, kontrolü sağlamak için tek başına yeterli olmadığını belirtmektedir. Kontrol den bahsedebilmek için, işletmenin faaliyetleri sonucu ortaya çıkacak faydadan pay sahibi olma hedefinin de karar verme sürecini idare etme gücüne eşlik etmesi gerektiğinden bahsetmektedir. UMS 27 madde 12 uyarınca, bazı koşulların varlığı halinde, bir işletmenin bir diğerinde oy haklarının yarısından daha azına sahip olması durumunda bile kontrolün sağlanabileceğini iddia etmektedir. Bu koşulların:

- Diğer ortaklarla yapılan anlaşmalar yoluyla, ortaklığın oy haklarının yarısından fazlasına sahip olunması,
- Esas sözleşmede yer alan hükümler veya yapılan sözleşmeler yoluyla, ortaklığın finansal ve operasyonel politikalarını yönlendirme gücüne sahip olunması,
- Yönetim kurulu veya dengi organ üyelerinin çoğunluğunu atayabilme veya görevden alma yetkisine sahip olunması,
- Yönetim kurulu veya dengi organların toplantılarında, oy haklarının yarısından fazlasını yönlendirebilme gücüne sahip olunması, olarak sıralandığını belirtmektedir.

4.1.1.2. Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS:IAS) 39

Özerhan ve Yanık'ın (2012: 199-202) belirttiklerine göre bilanço dışı bırakma, daha önce işletmelerin bilançosuna yansıtılmış bir finansal varlığın veya finansal borcun, işletmenin bilançosundan çıkarılması işlemidir. İşletmenin, bir finansal varlığı aşağıdaki durumlarda bilanço dışı bırakacağını dile getirmektedirler:

- İlgili varlığa ait nakit akışlarına ilişkin sözleşmeden doğan hakkının süresinin dolması,
- Finansal varlığın devredilmesi ve söz konusu devir işleminin bilanço dışı bırakılmayı gerektirmesi,

Bilanço dışı bırakmada, teslim tarihi veya işlem tarihi muhasebesi yöntemlerinden birisinin esas alındığını belirtmektedirler. Finansal varlığın devredilmesi, işletmenin ilgili varlığa ait nakit akışlarını elde etme hakkı sağlayan sözleşmeye bağlı haklarını devretmesini veya finansal varlığa ait nakit akışlarını elde etme hakkını elinde bulundurmakla birlikte, bir anlaşma gereğince nakit akışlarını bir veya birden fazla alıcıya ödemesi konusunda sözleşmeden doğan bir yükümlülüğünün bulunmasını ifade ettiğini dile getirmektedirler.

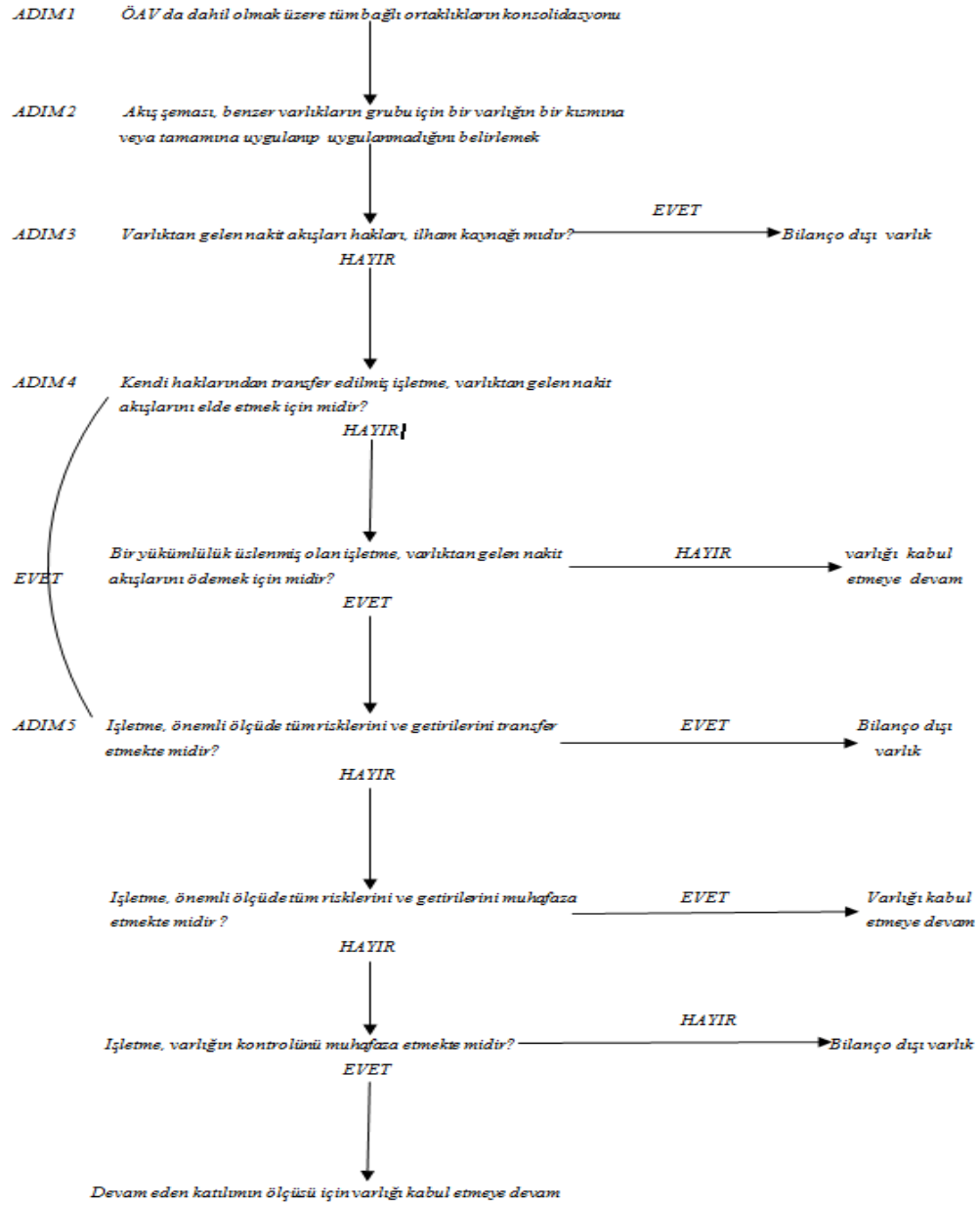
İşletmenin bir finansal varlığın mülkiyetinden kaynaklanan bütün riskleri veya yararları önemli ölçüde elinde bulundurmaya devam etmesi durumunda, ilgili finansal varlığın bilançoya yansıtılmaya devam edildiğini ifade etmektedirler. İşletmenin, bir finansal varlığın mülkiyetinden kaynaklanan bütün riskleri ve yararları devrettiği ya da elinde bulundurduğuna ilişkin bir belirsizlik varsa, finansal varlık üzerinde kontrol sahibi olmaya devam edip etmediğinin belirlenmesi gerektiğinden bahsetmektedirler. Buna göre:

- İşletmenin artık kontrol sahibi olmadığını belirlemesi durumunda, ilgili finansal varlık bilanço dışı bırakılır ve devir işlemi sırasında yaratılan veya elde tutulan her türlü hak ve yükümlülük, varlık veya borç olarak ayrıca muhasebeleştirilir.
- İşletmenin kontrol sahibi olmaya devam ettiğinin belirlenmesi durumunda, anılan finansal varlık işletmenin varlık üzerinde devam eden ilgisi ölçüsünde bilançoya yansıtılmaya devam edilir.

Bir işletmenin devredilen varlık üzerinde kontrol sahibi olmaya devam edip etmediği, devralan tarafın anılan varlığı satma imkanına bağlı olduğunu ileri

sürmektedirler. Devralan tarafın, varlığın tamamını, ilişkisiz bir üçüncü tarafa satma kabiliyetinin bulunması ve söz konusu satışı tek taraflı olarak ve herhangi bir ilave kısıtlama öngörmeksizin gerçekleştirilebilmesi, işletmenin artık kontrol sahibi olmadığı anlamına geldiğini ifade etmektedirler. Diğer bütün durumlarda işletmenin, kontrol sahibi olmaya devam ettiğini dile getirmektedirler.

İşletmenin, devredilen varlığın mülkiyetinden kaynaklanan bütün riskleri ve yararları önemli ölçüde elinde bulundurmaya devam etmesi nedeniyle, yapılan devir işleminin bilanço dışı bırakma sonucunu doğurmaması durumunda, işletmenin, devredilen varlığın tamamını bilançoya yansıtmaya devam etmesi ve elde edilen tutarı, finansal borç olarak muhasebeleştirilmesi gerektiğini ifade etmektedirler. İşletmenin, daha sonraki dönemlerde, devredilen varlıktan sağlanan her türlü geliri ve finansal borçtan kaynaklanan her türlü gideri muhasebeleştirmeye devam etmesi gerektiğini beyan etmektedirler. İşletmenin, finansal varlığın mülkiyetinden kaynaklanan bütün riskleri ve yararları önemli ölçüde devretmediği gibi elinde bulundurmaya da devam etmemekteyse, ancak ilgili finansal varlık üzerinde kontrol sahibi olmaya devam etmekte ise, devredilen finansal varlıkla ilgili varlıkta devam eden çıkarı ölçüsünde bilançosuna yansıtmayı sürdürmesi gerektiğinden bahsetmektedirler. Devredilen bir varlığın bilançoya yansıtılmaya devam edilmesi durumunda, söz konusu varlık ve buna bağlı borcun karşılıklı olarak netleştirilmemesi gerektiğini belirtmektedirler. Benzer şekilde işletmenin, devredilen varlıktan sağlanan her türlü geliri, devredilen varlığa bağlı borç nedeniyle oluşan her türlü gider ile karşılıklı olarak netleştirme yoluna gidemeyeceğini iddia etmektedirler. Bank For International Settlements'ın (2009: 77) ifade ettiğine göre ÖAV'a transfer edilen varlıkların bilanço dışılığı, UMS 39 tarafından yönetilmektedir ve transfer edilmiş bir varlığa ilişkin nakit akışlarının bütün önemli risklerini ve getirilerini elinde tutmaması gereken bir devreden ilkesine dayanmaktadır. Özerhan ve Yanık'ın (2012: 204) ifade ettiklerine göre işletmenin, bir finansal borcu (veya finansal borcun bir bölümünü), ilgili borç ortadan kalktığı zaman (diğer bir ifadeyle, sözleşmede belirlenen yükümlülük yerine getirildiğinde, iptal edildiğinde veya zamanaşımına uğradığında) bilançosundan çıkardığını ifade etmektedirler. UMS 39 Uygulama Rehberliğinden aşağıdaki akış şeması, bilanço dışı bırakma için gerekli koşulları özetlemektedir.



Şekil - 16: Bilanço Dışı Bırakma İçin Gerekli Koşullar

Kaynak : Bank For International Settlements, 2009: 77

Bir finansal borcun (veya bir bölümünün), aşağıdakilerden herhangi birinin olması durumunda sona erdiğini ifade etmektedirler:

- Borçlunun, ilgili borcunu (veya bir bölümünü) nakit, diğer bir finansal varlık, mal veya hizmet olarak alacaklıya ödemesi,
- Borçlunun, borca (veya bir bölümüne) ilişkin asli sorumluluktan hukuki süreç çerçevesinde veya alacaklının rızasıyla yasal olarak kurtulması durumunda (borçlunun teminat vermiş olması da bu duruma sebep olabilir).

Ortadan kalkan veya başka bir tarafa devredilen finansal borcun (veya bir bölümünün), defter değeri ile devredilen her türlü nakit dışı varlık veya üstlenilen her türlü borç da dahil olmak üzere anılan borca ilişkin olarak ödenen tutar arasındaki farkın, kârda veya zararda muhasebeleştirildiğini ifade etmektedirler.

4.1.2. ABD Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri Kapsamında ÖAV Düzenlemeleri

4.1.2.1. Muhasebe Araştırma Bülteni (MAB:ARB) No 51, Acil Sorunlar Çalışma Grubu (ASÇG:EITF) 90-15 ve ASÇG Topic D-14

Soroosh ve Ciesielski'nin (2004) belirttiklerine göre ÖAV muhasebesi için dolaylı bir şekilde temel oluşturan orijinal bir bildiri, 1959 yılında yayınlanan Muhasebe Araştırma Bülteni (MAB) 51, Konsolide Finansal Tablolar, dır. MAB 51 içerisine yerleştirilmiş ilkelerin, 'kontrol edilen finansal bir çıkar için genel koşul, bir çoğunluk oylama çıkarının mülkiyetinin' olması olduğunu belirtmektedirler. Artunç'un (2002: 18-20) ifade ettiğine göre ABD'de, finansal raporlama alanında ÖAV'lara ilişkin ilk doğrudan düzenleme, FMSK tarafından 1977'de, finansal kiralama işlemlerinin bilanço dışı finansman amaçlı kullanılmaları hususunda yapılmıştır. Söz konusu düzenlemenin, zamanla birçok değişikliğe uğramış ancak ÖAV uygulamalarında meydana gelen hızlı artış ve ÖAV'ların sürekli genişleyen kullanım alanlarının, düzenleyici kuruluşları her defasında uygulamanın gerisinde bıraktığını ifade etmektedir. Bu çerçevede, ABD düzenleyici otoritelerinin konuya yaklaşımlarının, pro-aktif bulunmadığını, reaktif bir yaklaşım olarak nitelendirildiğini dile getirmektedir. FMSK düzenlemelerinde de UMSK düzenlemelerinde olduğu gibi, ÖAV konulu işlemlerin konsolide mali tablolara olan etkileri hususunun öne çıktığını belirtmektedir.

FMSK MAB No 51 uyarınca ortaklıkların, kontrolleri altındaki bağlı ortaklıkları, konsolide mali tablolarına dahil etmeleri gerektiğini ifade etmektedir. Söz konusu düzenlemenin, ana ortaklığın bağlı ortaklıktaki oy haklarının çoğunluğuna sahip olması durumunda kolaylıkla uygulanmakla birlikte, benzer şartlarda ÖAV'ların devreye girmesi halinde, çoğu zaman uygulanamadığını iddia etmektedir. Bunun sebebinin, MAB No 51'de ana ortaklık - bağlı ortaklık arasındaki kontrol ilişkisinin, esas olarak oy haklarının kullanımına yönelik olarak

düzenlenmesi, buna karşın birçok ÖAV'nin bu husustan kaçınılarak, sponsorun sermayede hiç payı olmayacak şekilde tasarlanmış olmasına dayandırmaktadır. FMSK'nun, sponsor firmaların, ilişkili oldukları ÖAV'ları hangi şartlarda konsolide edip edemeyecekleri hususundaki net tavrı, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) nun da aktif katılımı ile hazırlanan ASÇG 90-15 ve ASÇG Topic D-14 düzenlemeleri ile ortaya çıktığını belirtmektedir. FMSK düzenlemeleri uyarınca, aşağıda sıralanan koşulların tamamı sağlanmadığı takdirde, ÖAV'nin varlıklarının ve yükümlülüklerinin sponsor tarafından konsolide mali tablolarına yansıtılması gerektiğini belirtmektedir;

- Sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraf kişi/kuruluşlar, ÖAV'nin sermayesinde yeterli tutarda pay sahibi olmalıdır,
- Sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraf kişi/kuruluşların ÖAV'nin sermayesindeki payları, anlamlı olmalıdır ('anlamlı' ifadesi, ÖAV'nin yabancı kaynaklar ve özkaynakları toplamının en az % 3'üne eşit olmak şeklinde yorumlanmaktadır),
- Sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraf kişi/kuruluşların, ÖAV'nin faaliyetlerinde kontrole imkan verecek düzeyde hakları olmalıdır (kontrol, genellikle ÖAV'nin oy haklarının % 50'sinden fazlasına sahip olmak şeklinde yorumlanmaktadır),
- Sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraf kişi/kuruluşlar, yapmış oldukları yatırımın olası getiri ve riskini üstlerinde taşımalıdır. Söz konusu husus, yapılmış olan yatırımın ve olası getirisinin risk altında olması ile ortaklığa herhangi bir getiri garantisinin verilmemesi, anlamına gelmektedir.

Sponsorun, yukarıda belirtilen şartların tamamı sağlandığı takdirde, ÖAV'ı konsolide mali tablolarına dahil etmek zorunda olmamasına rağmen, ÖAV ile olan ilişkisi neticesinde doğan tüm haklarına ve yükümlülüklerine ilişkin bilgiye, mali tablo dipnotlarında mutlaka değinilmesi gerektiğini belirtmektedir. Söz konusu hususların, mali tablolarda veya dipnotlarda yer alıp almayacağı, olayların gerçekleşme olasılığına göre tespit edildiğini dile getirmektedir. ÖAV'ların varlıklarının ve yükümlülüklerinin sponsor tarafından konsolide mali tablolarına yansıtılması hususunda değinilen ASÇG 90-15 ve ASÇG Topic D-14, ABD'de 2001 yılı sonunda ortaya çıkan ÖAV'ların yoğun olarak kullanılmış olduğu Enron olayı nedeniyle, kamuoyunda '% 3 kuralı' olarak anılan düzenlemenin temel kaynakları olduğunu belirtmektedir. ÖAV'nin konsolide edilmemesinin ve ÖAV'a yapılan varlık

devrinin satış olarak değerlendirilmesinin, ÖAV'taki çoğunluk pay sahibinin, sponsorla ilişkili olmayan üçüncü bir taraf olması, üçüncü tarafın yaptığı yatırımın 'anlamli' olması ve üçüncü tarafın ÖAV üzerinde kontrol ile pay sahipliğinden gelen risklere ve getirilere sahip olması durumunda kabul edilebileceğinin vurgulandığından söz etmektedir. Söz konusu koşulların tümünün sağlanamaması durumunda ise sponsorun ÖAV'ı konsolide etmesi gerektiğini ve ÖAV'a yapılan varlık devrinin satış olarak nitelendirilemeyeceğini dile getirmektedir. ÖAV'ların sponsor tarafından konsolide edilmesi hususunda, çoğunluk pay sahibi olup da sponsorla ilişkili olmayan üçüncü tarafların 'anlamli' tutarda sermaye getirmesi şartının ortaya konulduğu ASÇG Topic D-14'de, konuya ilişkin net bir standart getirilmemiş olduğundan bahsetmektedir. Buna karşın ASÇG 90-15'de '% 3 kuralı' nın açıkça ortaya konulmuş olduğunu ifade etmektedir. Söz konusu düzenlemede '... SEC mensuplarının, çalışma grubu ile yapılan görüşmeler neticesinde, çalışma grubu üyelerinin inanmış olduğu makul yatırım tutarının, asgari % 3 olduğu sonucuna vardığını belirtmektedir. SEC mensuplarının, durumun gerektirmesi halinde bu oranın daha yüksek tutulabileceğine inandıkları' ifadesi yer almaktadır.

Yukarıda değinilen ASÇG düzenlemeleri ve süregelen uygulamalar incelendiğinde, '% 3 kuralı'nın, ASÇG'nun karşılaştığı spesifik sorunlara çözüm bulmak üzere geçici olarak getirilmiş olduğunun, ancak daha sonra piyasalar tarafından standart bir uygulama olarak benimsendiğinin anlaşıldığını dile getirmektedir. Bu uygulamada göze çarpan en önemli hususun, ortaklıkların '% 3 kuralı'nı konsolidasyona ilişkin yapılmış genel düzenlemelerden kaçış amaçlı kullanmaları olduğunu beyan etmektedir. FMSK'nun, ÖAV'ların konsolide edilme şartlarına ilişkin düzenlemelerinde, uygulayıcılar için objektif bir bakış açısı sağlaması ve uygulamada karışıklığı engellemesi amacıyla sayısal esaslı hükümler getirilmiş olması, FMSK'nun genel anlayışı ile uyumlu olsa da, ÖAV'ların tasarımlarının ve işleyiş esaslarının bu standartların etrafından dolanacak şekilde yapılabilmesi, söz konusu düzenlemelerin zayıf yanı olarak ortaya çıktığını ve yoğun olarak eleştirildiğinden bahsetmektedir.

4.1.2.2. Finansal Muhasebe Standardı Bildirisi (FMSB:SFAS) 125

Soroosh ve Ciesielski'nin (2004) ifade ettiklerine göre 1996'ya kadar, muhasebe standartları, ÖAV'larla ilgili karmaşık işlemlerin ve düzenlemelerin

gelişmesine cevap vermediğini dile getirmektedirler. Bilanço dışı kuruluşlar/varlıklar ile ilgili muhasebe standartlarının, tutarsız sonuçlar verdiğini çünkü standartların, eksik ve parçalanmış olduğunu belirtmektedirler. FMSK'nun, bu alanda tamamen etkin olmadığını belirtmektedirler. Ratcliffe'in (1997) belirttiğine göre haziran 1996'da FMSK, finansal varlıkların transferleri ve yükümlülüklerin ortadan kalkması için muhasebeye 'finansal bir bileşenler yaklaşımı' nı benimseyen 'Finansal Varlıkların Transferleri ve Hizmeti ve Yükümlülüklerin Ortadan Kalkması için Muhasebe'ye hak kazanan FMSB No 125'i yayınladı. FMSB No 125'in, finansal bir varlığın hükümlerinden kaynaklanan ekonomik faydaların, varlıklar gibi muhasebeleştirilmesini öngördüğünü belirtmektedir. FMSB No 125'in, aynı şekilde finansal bir varlığın, transfer edilmesini ve onun teslim edilmiş kontrolünün, muhasebeleştirilmesi gerektiğini beyan etmektedir. Buna ek olarak finansal varlıkların ve yükümlülüklerin muhasebeleştirilmesinin, buna yol açmış işlemlerin dizisi tarafından etkilenmemiş olması gerektiğinden söz etmektedirler. Cocco ve Moores'in (1997: 59a) bahsettiklerine göre standart, 31 Aralık 1997 tarihinden sonra tam olarak yürürlüğe girdi. Başlıktan da anlaşıldığı üzere standardın, üç ana alanı kapsadığını belirtmektedirler. İlk olarak finansal varlıkların çeşitli transferleri için transfer sırasında muhasebeyi, kapsadığından söz etmektedirler. İkincisi, hem finansal varlıkların hizmeti ve hem de sonraki transfer için muhasebeyi öngördüğünü ifade etmektedirler. Üçüncü olarak FMSB 125'in, ancak borçlu, onlara ödeme yaparsa veya başka bir şekilde yasal olarak serbest bırakılırsa kayıttan çıkarılabilen yükümlülükleri yönlendirdiğinden söz etmektedirler. FMSB 125'in, bir finansal varlığı, 'nakit, bir varlıktaki mülkiyet çıkarının kanıtı veya (a) ilk varlıktan nakit ya da başka bir finansal aracı almak için veya (b) ikinci varlıkla potansiyel olumsuz şartlarda diğer finansal araçları değiştirmek için bir sözleşme hakkını ikinci bir varlığa taşıyan bir sözleşme' olarak tanımladığından söz etmektedirler. FASB'in (1996) iddia ettiğine göre bu Bildiri, 'dolar ruloları', 'yıkama satışları', kredi sendikasyonları ve katılımcıları, bankerin kabullerindeki risk katılımcıları, faktoring düzenlemeleri, rücuyla alacakların transferleri ve yükümlülüklerin ortadan kalkması da dahil olmak üzere devredilen varlıkların izolasyonunun değerlendirilmesi, kısmi çıkarların transferleri için muhasebe, finansal varlıkların hizmeti, menkul kıymetleştirmeler, satış-tipli ve doğrudan finansal kiralama alacaklarının transferleri,

menkul kıymetler borç verme işlemleri, geri satın alma (repo) sözleşmeleri için uygulama kılavuzu/rehberliği sağlamaktadır. Kane'nin (1997) belirttiğine göre FMSB No 125 kapsamında nitelikli işlemler, satışlar gibi kabul edilecek ve işlem den kaynaklanan tüm bileşen hakları ve yükümlülükleri için muhasebe, finansal bir bileşen yaklaşımına dayalı olacak. Bir satış gibi nitelik kazanması için devreden, kontrolü teslim etmesinin zorunlu olduğunu ifade etmektedir. Satışın, devreden tarafından alınan devredilen varlıklardaki yararlı çıkarlar/intifa hakları dışında husus ölçüsünde muhasebeleştirildiğini belirtmektedir. Kontrolü teslim etmenin, devralanın, devredilen varlıkları veya ÖAK'u rehin etme ve/veya değişim hakkına sahip olup olmadığı ve devreden, devredilen varlıklar üzerinde etkili bir kontrolü sürdürüp sürdürmediği, devredilen varlıkların izolasyonu ile ilgili testlere dayandığından söz etmektedir. Eğer transfer, bir satış gibi nitelendirilirse, devredilen varlıkların, kayıttan çıkarıldığını ve ayrı finansal bileşenler içerisine ayrıştırıldığını dile getirmektedir. Muhafaza edilen bileşenlerin, defter değerinde kaldığını ifade etmektedir. Satışta elde edilen varlıkların ve üslenilen yükümlülüklerin, gerçeğe uygun değer ile ölçüldüğünü beyan etmektedir.

Standardın, 31 Aralık 1996 sonra meydana gelen yükümlülüklerin ortadan kalkması ve finansal varlıkların transferleri ve hizmeti için yürürlükte olduğunu ifade etmektedir. Standardın, muhasebeleştirilen finansal varlıkların transferlerinde tutarsızlıkların nasıl en aza indirileceği için tasarlandığını dile getirmektedir. Önceki standartların, kendi yasal şekli olması için 'sözde olan' bir işleme bağlı olarak ya satışlar ya da teminatlı krediler gibi muhasebeleştirilmesi için finansal varlıkların transferlerine izin verdiğini beyan etmektedir. Yeni standardın, bir 'finansal bileşenler' yaklaşımına dayalı olduğunu, önceki standartlardan kavramsal olarak farklı olduğunu ileri sürmektedir. Cocco ve Moores'in (1997b) belirttiklerine göre FMSB 125, finansal varlıkların farklı türlerde örneklerin bir arada transferleri ve yükümlülüklerin ortadan kalkması için uygun muhasebe muamelesini belirten geniş kapsamlı bir belgedir. Standart tarafından kullanılan genel yaklaşımın, finansal bileşenler yaklaşımı gibi FMSK tarafından açıklandığını belirtmektedirler. Bu yaklaşım kapsamında karmaşık finansal araçların, onların temel bileşenlerine ayrıldığını ifade etmektedirler. Bir transferden sonra her bir tarafın, onun kontrol bileşenlerini muhasebeleştirdiğini ve her bir bileşenin, sadece bir tarafın kontrolü

kapsamında kabul edilebildiğini ileri sürmektedirler (yani muhasebe, simetrik olmak zorundadır). Kane'nin (1997) ifade ettiğine göre tam bir satış veya kredi gibi varlık transferlerini muhasebeleştirmenin yerine finansal bileşenler yaklaşımı, finansal varlık transferleri içeren işlemlerden doğabilecek/kaynaklanabilecek bileşen çıkarların her birini ayrı ayrı muhasebeleştirmektedir. Asıl varlıkların bu tür bir ayrışmasının, daha bilgilendirici ve esnek olması için tanıma işlemi/sürecini sağladığını ifade etmektedir. Devreden firma tarafından muhafaza edilen diğer çıkarların, satılmamış bileşenler gibi raporlanabildiğinde ve muamele edildiğinde, özellikle bazı bileşen çıkarlar, eğer onlar diğer taraflara geçerse, satılmış gibi muhasebeleştirilebildiğini ifade etmektedir. Bu parça parça şekilde finansal varlıkların transferini kaydederek faydaların bir serisinin, daha tam verinin kullanılabilirliği, bir tam satış veya kredi gibi nitelendirilen olmak için melez işlemleri zorlamaktan kaynaklanan tutarsızlıklardan kaçınma, finansal varlık transferleri ile ilgili ekonomik faydaların, yükümlülüklerin ve risklerin finansal tablolarında daha iyi temsilde dahil olmak üzere meydana getirebildiğinden bahsetmektedir. Önceki raporlama uygulamaları ile ilgili tutarsızlıkların çözülmesine ek olarak finansal bileşenler yaklaşımının, aynı zamanda finansal piyasalarda, yani finansal araçların bölünebilme ve hibridizasyonuna doğru eğilimde, en son yeniliklerle daha münasip olacak şekilde tasarlandığından söz etmektedir.

Standardın, aynı zamanda yetkili literatüre yeni bir kapsam kriterini tanıttığını belirtmektedir. FMSB No 125 kapsamında finansal bileşenler yaklaşımının, varlıkların 'kontrolü' nü teslim etmiş olan devredeninin olduğu finansal varlıkların tüm transferler için geçerli olduğunu beyan etmektedir. FMSB No 125 kapsamında eğer devredeninin, transfer edilmiş finansal varlıklar üzerinde kontrolü teslim ederse, işlemin, devreden tarafından alınmış olan transfer edilmiş varlıklarda faydalı çıkarların dışındaki husus ölçüsünde bir satış gibi muamele edildiğini belirtmektedir. Standardın uygulamasını karşılamak zorunda olan temel kriterin, kontrol olduğunu belirtmektedir. Cocco ve Moores'in (1997b) belirttiklerine göre kontrolün teslim edilmesi şu anlama gelmektedir;

- Ne devreden ne de onun alacaklıları, varlığı ala bilemezler (iflasta bile),
- Devralan, bu varlık ile ne isterse yapabilir (veya onun özel bir niteliğidir),

- Devreden, aşağıdakilerden dolayı etkili bir kontrolü sürdürmemektedir;
 - vadesinden önce varlığı geri satın almaya (repo) hak kazanmış olmak ve yükümlü olmuş olmak, veya
 - kolayca elde edile bilemeyen bir varlığı geri satın alma (repo) hakkı kazanmış olmak,

Cocco ve Moores'in (1997: 60a) ifade ettiklerine göre devreden, başka hiçbir katılıma sahip olmadığı zaman, finansal varlığın bir transferi, açıkça bir satış olarak muhasebeleştirilir. Ancak devreden, bu tür başvuru hükümleri veya repo sözleşmeleri gibi transferden sonra bazı katılımı sürdürdüğü zaman, uygun muhasebenin, kolayca belirgin olmadığını ifade etmektedirler. Sorunun, transferin, satış veya güvenli bir borçlanma gibi muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmemesi olduğunu ileri sürmektedirler. FASB'ın (1996) belirttiğine göre izolasyon, menkul kıymetleştirmenin amacından ve sürecinden türemiştir, finansal varlıkların olduğu sırada finansal bir olayın, transfer edilmesinden söz edilmektedir. Menkul kıymetleştirmede finansal varlıkların, ÖAK'a, genellikle bir tröste transfer edildiği belirtilmektedir. ÖAV'nin, devredilen varlıklardan alınmış olmak için nakit akışları tarafından desteklenen menkul kıymetleri ihraç ettiği belirtilmektedir. İhraç etmeden alınan gelirlerin, daha sonra devreden firmaya geri aktarıldığı belirtilmektedir. ÖAV'nin, normal olarak ayrı bir tüzel kişilik olduğu için ayrı bir kredi derecelendirmesi, her bir menkul kıymetleştirme için yayınlandığı belirtilmektedir. Eğer aşırı kredi varsayımlarının, faiz oranı değişimleri ve diğer potansiyel olarak maliyetli olaylar meydana gelirse, menkul kıymetleştirmelerin, genellikle devreden alacaklılarından ve tröste çeşitli çözüm yolları sağlamaktan devredilen varlıkları yasal olarak izole ederek olumlu bir kredi derecelendirmesi elde etmek için yapılandırıldığı dile getirilmektedir. Onların, menkul kıymetleştirilen varlıkları izole etmek için özel olarak tasarlandıkları ve yapılandırıldıkları için çoğu menkul kıymetleştirmelerin, FMSB No 125'e dahil edilmiş izolasyon testini kolay bir şekilde karşılamasının muhtemel olduğu ifade edilmektedir. FMSB No 125 belirtmektedir ki 'Devreden, 1) onların vadesinden önce onları geri satın almak veya kurtarmak için devreden haklarının ve yükümlülüklerinin olduğu bir sözleşme veya 2) kolayca elde edile bilemeyen devredilen varlıkları geri satın almak veya kurtarmak için devreden

haklarının olduğu bir sözleşme aracılığıyla devredilen varlıklar üzerinde etkili bir kontrol sürdürmemektedir'.

4.1.2.3. Finansal Muhasebe Bildirisi (FMB:FAS) 140

FASB'a (2000) göre bu bildiri, FMSB Bildirisi No 125'in, Finansal Varlıkların Transferleri ve Hizmeti ve Yükümlülüklerin Ortadan Kalkması için Muhasebe, yerine geçmektedir. Bunun, menkul kıymetleştirmeler ve finansal varlıkların ve teminatın diğer transferleri için muhasebe standartlarını revize ettiğini ve bazı açıklamaların yapılmasını gerektirdiğini belirtmektedir. Bu Bildirinin, finansal varlıkların transferleri ve hizmeti için ve yükümlülüklerin ortadan kalkması için muhasebe ve raporlama standartlarını sağladığını ifade etmektedir. Bu standartların, kontrole odaklanan bir finansal-bileşenler yaklaşımının tutarlı bir şekilde uygulanmasına dayandığını dile getirmektedir. Bu yaklaşıma göre finansal varlıkların bir transferinden sonra bir varlığın, onun kontrol ettiği finansal ve hizmet varlıklarını ve üslendiği yükümlülükleri muhasebeleştirdiğini, kontrol teslim edildiğinde finansal varlıkların kayıtlarından çıkarıldığını ve ortadan kalktığı zaman yükümlülüklerin kayıtlarından çıkarıldığını bildirmektedir. Bu Bildirinin, güvenilir borçlanmalar olan transferlerden gelen satışlar olan finansal varlıkların ayırt edici transferleri için tutarlı esasları belirlediğine dikkat çekmektedir. Soroosh ve Ciesielski'nin (2004) belirttiklerine göre bu bildiri, finansal varlıkların devrinin, devreden tarafından bir satış olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediğinin şartlarını belirlemektedir ve yükümlülük kapsamındaki şartların ortadan kalkmış olduğu kabul edilmektedir. Devredenin finansal tablolarında veya bağlı kuruluşlarında konsolide edilmemesi gereken daha nitelikli ÖAV'ların tanımlandığını dile getirmektedirler. FMSB 140'ın, açıklamayı önemli ölçüde geliştirdiğini ileri sürmektedirler. Bilançodaki varlıkların kalitesi hakkındaki endişeyle FMSB 140'ın açıklama gerekliliklerinin, menkul kıymetleştirmelerde tutulan varlıkların riskliliğini deşifre etmeye çalışan yatırımcılar ve analistler için daha yararlı olduğunu ileri sürmektedirler.

Bank For International Settlements'e (2009: 77) göre finansal durum tablosu dışı olmak için varlıklar, devredenden izole edilmek zorundadır ve alacaklılar ve alıcıların ulaşamayacaklarının ötesine konulmak zorundadırlar. Bu standardın,

genellikle 'gerçek satış' kriterine uygun olarak adlandırıldığını belirtmektedir. Diğer bir deyişle varlıkların transferinin, bir finansmana karşılık olarak yaklaşık satışlar yakınında olmak zorunda olduğunu ileri sürmektedir. Gerçek bir satışın belirlenmesinin, işlemi içeren hukuk danışmanından gerçek bir satış görüşünün yanı sıra hukuki bir analizde gerektirdiğini dile getirmektedir. Muhasebecilerin, FMB 140 kapsamında satış muamelesine ulaşmak için bir gösterge olarak gerçek satış görüşüne güvendikleri ifade edilmektedir. Gerçek bir satış olarak nitelenmek için devreden, transfer edilmiş varlıklar üzerinde etkili bir kontrolü teslim etmek zorunda olduğunu belirtmektedir. FASB'a (2000) göre aşağıdaki koşulların tümünün yerine getirilmesi halinde ve ancak getirilirse devreden, devredilen varlıklar üzerinde kontrolü, teslim etmiş olur;

- Devredilen varlıklar, devredenden izole edilmiştir -devreden ve kendi alacaklıların varsayımsal olarak ötesine konulmuştur, iflas veya diğer haciz altında bile.
- Her bir devralan (veya eğer devralan, nitelikli özel amaçlı bir kuruluş (NÖAV:QSPE) ise, kendi intifa haklarının her bir sahibi), onun aldığı varlıkları (veya intifa haklarını) rehin veya değişim hakkına sahipti ve hiçbir durumda, devreden için önemsiz bir yarardan daha fazlasını sağlayan ve rehinin veya değişimin kendi hakkından yararlanmaktan devralanı (veya sahibini) sınırlandırmamaktadır.
- Devreden, (1) onların vadesinden önce onları kurtarmak/geçerlilik kazanması veya geri satın alınması için devredene hak veren ve yükümlü kılan bir sözleşme veya (2) bir temizleme çağrısı aracılığı dışında, belirli varlıkları geri döndürmek için sahibine tek taraflı bir şekilde neden olan yetenek aracılığıyla devredilen varlıklar üzerinde etkili bir kontrolü devam ettirmemektedir.

Bank For International Settlements'e (2009: 78) göre çoğu ÖAV'lar, aşağıdaki koşulların tümünü karşılayan bir tröst/vakıf/ortaklık veya diğer yasal bir araç olan NÖAV gibi nitelenerek bilanço dışı muameleye ulaşmaktadır/elde etmektedir;

- o, kanıtlanabilir bir farklılıktır (devreden tarafından hiçbir tek taraflı fesih yapılamamaktadır),
- ona izin verilen faaliyetler, önemli ölçüde sınırlandırılmıştır (işlemin yasal

belgelerinde tamamen belirtilmek zorundadır ve transfersiz menkul kıymet sahibinin çoğunun onayı tarafından sadece değiştirilebilmektedir),

- sadece belirtilen varlıklar, tutulabilir (kredi desteği sağlayan pasif varlıklar, pasif türevler, finansal varlıklar, onun tuttuğu finansal varlıklara ilişkin hizmet hakları, onun tuttuğu finansal varlıkların toplanmasıyla bağlantılı olarak geçici finansal olmayan varlıklar ve uygun yatırımlar),
- o, sadece sınırlı koşullarda otomatik bir yanıt olarak varlıklarını satabilir.

Artunç'un (2002: 21-22) ifade ettiğine göre Bildiri No 140'a göre, ÖAV'nin menkul kıymetleştirmeye konu varlıkları devreden taraftan açık şekilde bağımsız bir kuruluş olarak nitelendirilebilmesi için, varlık devri yapan ortaklığın veya ilişkili kuruluşlarının ÖAV'ı tek taraflı olarak feshetme yetkilerinin bulunmaması şartına ek olarak, ÖAV'tan elde edilebilecek faydaların makul değerinin en az % 10'unun ilişkili olmayan üçüncü taraflarda olması ve devir işleminin ipoteğe dayalı garantili menkul kıymetleştirme olması şartlarından birisinin mevcut olması gerekmektedir. ÖAV'nin faaliyet alanının önceden belirlenmesi hususunda ise ÖAV'nin faaliyet alanının, ÖAV'nin kuruluşuna ilişkin hukuki metinlerde tam olarak tanımlanmış ve önemli derecede sınırlı olması, bu sınırlamaların ancak ÖAV'tan elde edilebilecek faydaları elinde bulunduran ilişkili olmayan üçüncü tarafların çoğunluğunun onayı ile değiştirilebileceği hükümlerinin getirildiğini belirtmektedir. ÖAV'nin sahip olabileceği varlıkların niteliğine ilişkin olarak söz konusu varlıkların ÖAV'a devredilmiş 'pasif' nitelikte finansal varlıklar; 'pasif' nitelikte türev araçlar; ÖAV'nin kuruluşunda veya varlıkların ÖAV'a devredilmesi sırasında düzenlenmiş, devredilen varlıklara ilişkin gerçekleştirilecek geri ödememe, yetersiz borç servisi vb. hususlarındaki garanti poliçeleri ve benzeri finansal varlıklar; borç servisi hakları; ipotek vb. nedenlerle geçici süreyle edinilmiş finansal olmayan varlıklar ile ÖAV yatırımcılarına dağıtılmak üzere nakit ve geçici yatırımlar olabileceğinden söz etmektedir.

Bu düzenleme uyarınca, finansal varlığın veya türev aracın 'pasif' nitelikte olması için, ÖAV'nin bu varlığın ilgili olduğu kuruluştaki borç servisine ilişkin kararlar dışında hiç bir karara dahil olmaması gerektiğini ileri sürmektedir. Buna göre NÖAV'nin yönetimde oy hakkı veren finansal araçlara sahip olması; NÖAV'nin sahip olduğu paylar aracılığıyla tek başına veya ilişkili olduğu taraflarla beraber, kontrol

imkanı verecek veya karar mekanizmasında önemli etkisi olacak oranda pay sahibi olmasının uygun olmadığını ileri sürmektedir. NÖAV'ların, menkul kıymetleştirme işleminde varlıklarını devreden ortaklığın veya ilişkili kuruluşlarının mali tablolarına konsolide edilmemesinin, ortaklıklar için bilanço dışı finansman anlamında büyük avantaj sağladığını dile getirmektedir. Bu yüzden de ortaklıkların, menkul kıymetleştirme işlemlerinde kullanacakları ÖAV'ların tasarımını ve ÖAV'ın sahip olacağı varlıkların niteliğini, Bildiri No 140'da belirtilen sınırlamalara uygun olarak belirtildiğinden; kuruluşlarının ardından ÖAV'ların girişecekleri satış ve mübadele işlemlerinin, sayılan şartları taşıması için büyük özen gösterildiğinden bahsetmektedir.

4.2. Enron Skandalı Sonrası Özel Amaçlı Varlıklara İlişkin Düzenlemeler

Enron skandalından sonra meydana gelen belirsizliği ortadan kaldırmak için söz konusu düzenlemeler incelenmek üzere bu alanda söz ve yetki sahibi kuruluşlar tarafından ele alınmıştır. İlgili kurumlar, skandal sonrası benzer durumların yaşanmasını önlemek için ÖAV'a yönelik yeni yapısal tasarımlar, yeni ve daha kısıtlayıcı kriterler ortaya koymaktadırlar. Belirli kavramlar ve/veya düzenlemeler tamamen ortadan kaldırılırken yeni kavramlar, yeni bildiriler yeni yapısal özellikleriyle ortaya konuldular. Enron sonrası meydana gelen bu gelişme, Enron'un ÖAV'ların konsolidasyon kriterlerini değiştirttiğini göstermektedir.

4.2.1. UMSK'nun ÖAV'ların Konsolidasyonuna İlişkin Yeni Düzenlemesi

Özerhan ve Yanık'ın (2012: 589) ifade ettiklerine göre konsolide finansal tabloların düzenlenmesine ilişkin ilke ve kurallar, UMSK tarafından yeniden düzenlenmiştir. Bu düzenleme çerçevesinde, 'UMS 27 Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolar' Standardı ve 'UMS Yorum 12 Konsolidasyon-Özel Amaçlı İşletmeler' de ele alınan konular, UMS 27 ve UMS Yorum 12'nin kapsamından çıkarılmıştır. Yeni bir düzenlemeye gidilerek, 'UFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar' Standardı Mayıs 2011 de yayınlandığını dile getirmektedirler. UMS 27 de ise, Bireysel Finansal Tablolarda bağlı ortaklıkların, iş ortaklıklarının ve iştiraklerin muhasebeleştirilmesine ilişkin esasların düzenlendiğini, UMS Yorum 12'nin ise tamamen yürürlükten kaldırıldığını dile getirmektedirler. Standartta 'kontrol'

kavramının yeniden tanımlandığını, Özel Amaçlı İşletmeler (ÖAİ), yapılandırılmış işletmelerde dahil olmak üzere tüm işletmeler için tek bir kontrol kavramına yer verildiğini ifade etmektedirler. Bu tanımlamanın değişmesinin sonucunda, daha önce bağlı ortaklık olarak nitelendirilen işletmelerin, artık bu şekilde değerlendirilmeyeceğini (veya bunun tam tersi bir durum söz konusu olabileceğini) ve bunun sonucunda grubu oluşturan işletmelerde değişikliklerin meydana gelebileceğini ileri sürmektedirler. Yürürlükten kaldırılmadan önceki UMS 27’de Kontrol kavramının, bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücü olarak tanımlandığını, UMS Yorum 12’de ise ÖAİ’ler açısından kontrol kavramının, riskler ve getiriler göz önüne alınarak bir tanım yapıldığını beyan etmektedirler. UFRS 10’da Kontrol kavramının yeniden tanımlanması ile birlikte, birbiriyle çelişen iki farklı kontrol yaklaşımının ortadan kaldırıldığını belirtmektedirler.

Bank For International Settlements'ın (2009: 80) ifade ettiğine göre bu, açıklama gerekliliklerini genişleten ve konsolidasyon için temel olarak tek bir kontrol tabanlı modeli önermektedir. Modelin, iki bileşenden yapılmış olarak kontrolü tanımladığını belirtmektedir: bir varlığı yürütme gücü ve varlıktan gelen (hem olumlu hem olumsuz) iadelere maruz kalma. Önerilerde, faaliyet gösteren şirketler için konsolidasyon kapsamında biraz değişiklik beklendiği ama DYK-12 içinde tanımlandığı gibi ÖAV kapsamına benzer olan yeni bir 'yapılandırılmış varlık' teriminin tanıtılacağı belirtilmektedir. Bir sponsorun, şu anda risklerin ve ödüllerin çoğunluğuna sahip iken, bu birleşik kontrol modelinin, konsolidasyon kararlarını değiştirebileceğini ancak üçüncü bir tarafa, bu tür sorunlu varlıkların çalışma hakkı gibi önemli karar verme gücünü delege ettiği dile getirilmiştir. Bu gibi durumlarda onun, kendi önemli karar verme süreçlerini yönetecek herhangi bir gücü olmazken, bir sponsorun, ÖAV’ı kontrol etmemeyi kabul edebileceği belirtilmektedir. Özerhan ve Yanık'ın (2012: 591-696) ifade ettiklerine göre yatırımcı işletme, yatırım yaptığı işletmeyle olan ilişkisinin niteliğini dikkate almaksızın yatırım yaptığı işletmeyi kontrol edip etmediğini değerlendirmek suretiyle ana ortaklık olup olmadığını belirler. Bir işletmenin başka bir işletme üzerinde kontrolü olduğundan söz edebilmek için aşağıdaki göstergelerin bir arada bulunması gerektiğini belirtmektedirler:

- Güç unsuru,
- Değişken getirilere hak kazanma veya maruz kalma,
- Getirilerin tutarını etkileme imkanı,

Oy ve benzeri hakların, kontrolün kimde olduğunun belirlenmesinde baskın bir faktör olmadığı şekilde oluşturulmuş işletmelerin, yapılandırılmış işletme olarak tanımlandığını ifade etmektedirler. Örneğin, menkul kıymetleştirme işletmeleri, varlığa dayalı finansmanları ve bazı yatırım fonları gibi. IASB'nun (2012) belirttiğine göre UFRS, konsolide finansal tabloları sunmak için bir ana ortaklığın olduğu bir işletmeyi gerektirir. Sınırlı bir muafiyetin, bazı işletmeler için kullanılabilir olduğunu belirtilmektedir. UFRS'nın kontrol ilkesini tanımlamaktadır ve konsolide finansal tablolarda konsolide edilen işletmelerin belirlenmesi için temel olarak kontrolü oluşturduğu ifade edilmektedir. Bir yatırımcının, yatırım üzerindeki gücü yoluyla bu getirileri etkileme yeteneğine sahip olduğu zaman ve yatırım yaptığı işletmeyle olan ilişkisinden dolayı değişken getirilere maruz kaldığı veya haklara sahip olduğu zaman bir yatırımcıyı kontrol ettiği ileri sürülmektedir. UFRS'nın, kontrol prensibinin nasıl uygulanacağı konusunda gereksinimleri belirlemektedir;

- potansiyel oy haklarının dahil olduğu koşullar ve oy haklarının çoğunluğundan daha azını tutan yatırımcının olduğu durumlar dahil olmak üzere bir yatırımcı gücü veren oy haklarının veya benzer haklarının olduğu durumlarda,
- sadece idari görevlerle ve ilgili faaliyetlerle ilgili her bir oy hakları, sözleşmeye bağlı anlaşmalar ile yönlendirildiği gibi oy haklarının, yatırımı kimin kontrol ettiğine karar vermede baskın faktör olmasın diye bir yatırımın tasarlandığı durumlarda,
- acente ilişkileri içeren durumlarda,
- bir yatırımcı, bir yatırımın belirtilen varlıkları üzerindeki kontrolün olduğu durumlarda,

Konsolide finansal tablolar hazırlanırken bir işletmenin, benzer durumlardaki işlemler ve diğer olaylar gibi raporlama için aynı muhasebe politikalarını kullanmak zorunda olduğu belirtilmektedir. Grup içi bakiyelerin ve işlemlerin, elimine edilmek zorunda olduğu dile getirilmektedir. Bağlı ortaklıklardaki kontrol gücü olmayan payların/çıkarların, ana ortaklığın sahiplerinin sermayesinden ayrı olarak,

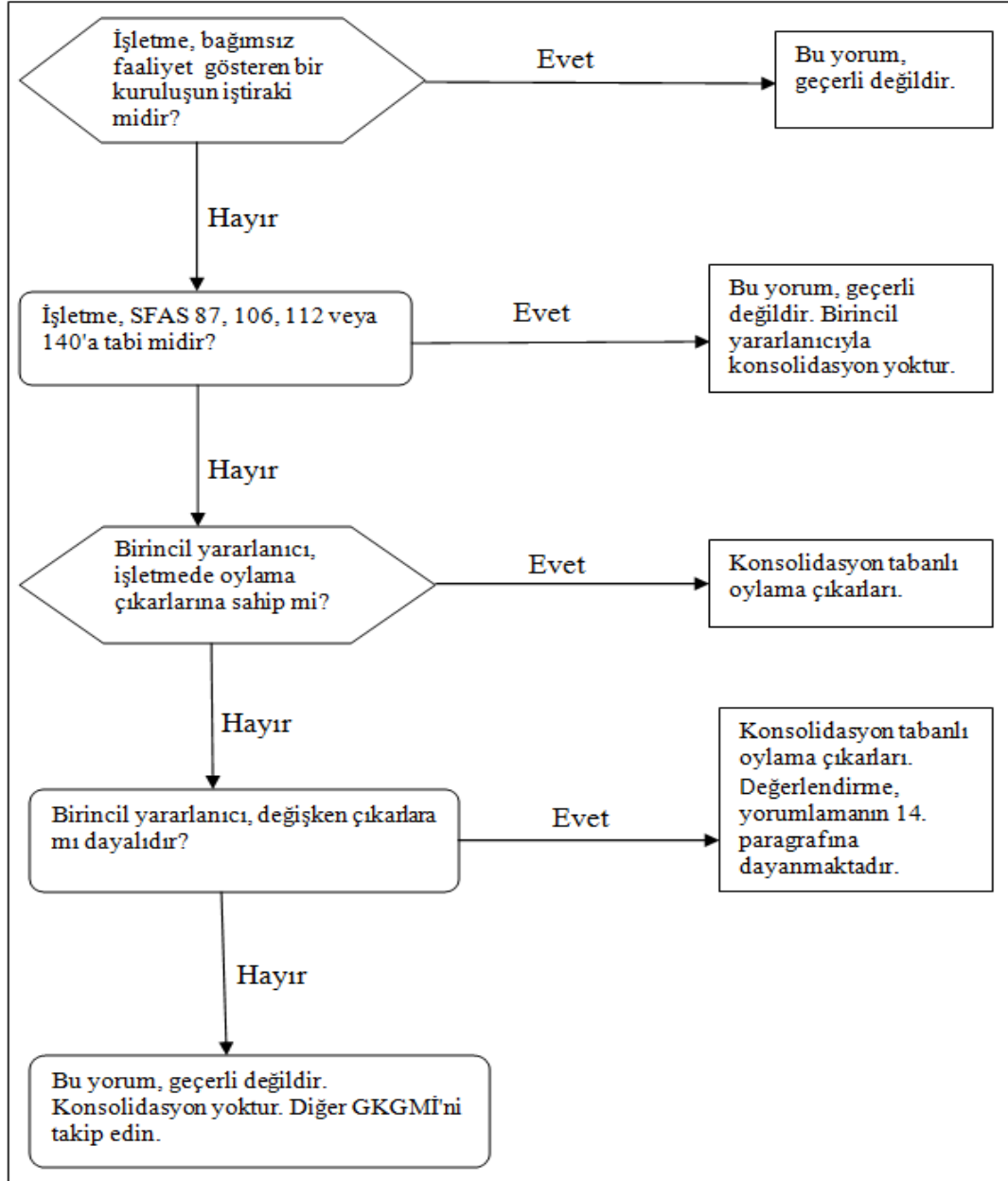
özkaynaklar içinde finansal durum tablosunda sunulmak zorunda olduğu ifade edilmektedir.

4.2.2. FMSK'nun ÖAV'ların Konsolidasyonuna İlişkin Düzenlemeleri

4.2.2.1. Finansal Muhasebe Yorumu (FMY:FIN) 46 (R)

Soroosh ve Ciesielski'nin (2004) ifade ettiklerine göre Enron krizi, ÖAV'ların kullanımına ilişkin dikkat getirdiğinde FMSK'nun, onları yaratan şirketlerin bilançosu üzerine birçok bilanço dışı varlıkları geri koymaya yönelik mevcut muhasebe ilkelerinin önerilmiş bir yorumunu yayımlayarak yanıt verdiğini belirtmektedirler. Haziran 2002'de FMSK'nun, ÖAV'lar için muhasebeyi revize etmek için bir tartışma taslağı yayınladığını dile getirmektedirler. Bu tartışma taslağının, MAB 51'in bir yorumlanması olduğunu belirtmektedirler. Son Yorum 46'nın, Değişken Faizli Varlıkların Konsolidasyonu, MAB 51'in bir Yorumlanması, Ocak 2003'te yayınlandığını belirtmektedirler. Bazı hükümlerin, yönetim kurulunun istediği gibi yorumlanmamış olduğunun öğrenilmesi üzerine FMSK'nun, FMSK Çalışan Pozisyonu (FÇP:FSP) FMY 46-3, FÇP FMY 46-4, FÇP FMY 46-6 ve FÇP FMY 46-7'den rehberlik içeren Yorumlama 46 (R)'yi yayınladığını dile getirmektedirler.

Mevcut muhasebe standartlarının, finansal bir çıkarı kontrol etmeye sahip bağlı ortaklıkların olduğu, kendi konsolide edilmiş finansal tablolarına bir kuruluşun dahil edilmesi gerektiğini belirtmektedirler. Bir ana şirketin, bir iştirakteki oylama hisse senetlerinin % 50'den fazlasına sahip olduğunda, 'kontrol'ün mevcut yaygın tanımının, karşılandığını ileri sürmektedirler. Bununla birlikte yıllar içinde şirketlerin, oylama hisse senetlerinin % 50'sine sahip olmadan diğer işletmelerin ekonomik kontrolünü elde etmek için yollar bulduklarını, böylece bu varlıkların konsolidasyonunu önlediklerini iddia etmektedirler. Aşağıdaki şekil, bu yorumun kapsamına genel bir bakış sağlamaktadır.



Şekil - 17: FMY 46 (R)'ye Genel Bir Bakış

Kaynak : Soroosh ve Ciesielski, Accounting for Special Purpose Entities Revised: FASB Interpretation 46(R), July 2004.

Yorumlama 46 (R)'nin amaçlarının, değişken faizli varlıkların (DFV:VIE) nasıl tanımlanacağını ve bir iş kuruluşunun, kendi konsolide finansal tablolarında varlık, yükümlülük, azınlık payları ve bir DFV'nın faaliyetlerinin sonuçlarını içermesi gerektiği zaman nasıl belirleneceğini açıkladığını, böylece DFV'ı belirleme gereklilik olduğundan söz etmektedirler. Yorumlama 46 (R)'nin, aşağıdaki kriterlerden birini karşılayan bir varlık gibi bir DFV'ı tanımladığını dile getirmektedirler:

- Risk altındaki toplam öz sermaye yatırımı, sermaye sahipleri de dahil olmak üzere

her bir taraflar tarafından sağlanan ek sermaye benzeri finansal destek olmadan kendi faaliyetlerini finanse etmek için işletmeye izin vermesi için yeterli değildir.

- Sermaye yatırımcıları, kontrol edilen finansal bir çıkarın aşağıdaki temel özelliklerinden birisinden veya daha fazlasından yoksundurlar;
 - işletmenin faaliyetleri ilgili kararlar vermek için oylama hakkı veya benzer haklar aracılığıyla doğrudan veya dolaylı yetenek, işletmenin başarısı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir,
 - İşletmenin beklenen zararlarının karşılanması yükümlülüğü,
 - İşletmenin beklenen artık getirilerini alma hakkı,

Bu yoruma göre bu tür DFV'ların, kendi birincil yararlanıcılarının finansal tablolarında konsolide edilmeleri belirtilmektedir. Temel olarak bu yorumun, oylama gücüne dayalı konsolidasyonun yanı sıra 'değişken faiz' konsolidasyonunu içerecek şekilde finansal tabloların konsolidasyonu için kontrolün tanımını genişletmek için tasarlandığını ileri sürmektedirler. Aşağıda bilanço dışı kuruluşlarla doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olan muhasebe standartları tablo halinde gösterilmektedir. Bu standartlar, sponsor şirketler ve onların ÖAV'ları arasındaki ilişkilerin doğru bir resmini yeterince sağlamaktan uzağa gitmemiş olan 'Enron öncesi' standartlar olarak ifade edilebilir.

Standart No	Standart Başlığı
ASÇG Sayı 90 - 15	Finansal Kiralama İşlemlerinde Bağımsız Olmayan Kiralayanların, Kalıntı Değer Garantilerinin ve Diğer Hükümlerin Etkisi
ASÇG Sayı 96 - 21	Özel Amaçlı İşletmeleri İçeren Finansal Kiralama İşlemler için Muhasebede Uygulama Sorunları
ASÇG Konu D - 14	Özel Amaçlı İşletmeleri İçeren İşlemler
ASÇG Sayı 96 - 16	Yatırımcı Oylama Çıkarının Çoğunluğuna ama Azınlık Hissedarlar veya Hissedarlar Bazı Onay veya Veto Haklarına Sahip Oldukları Zaman Bir İştirak için Yatırımcının Muhasebesi
ASÇG Sayı 90 - 20	Özel Amaçlı İşletmelerin Konsolidasyonuna FMSK Bildiri No 125'in Etkisi
FMSB 125	Finansal Varlıkların Transferi ve Hizmeti için Muhasebe ve Yükümlülüklerin Etkisizleştirilmesi

FMSB 140	Finansal Varlıkların Transferleri ve Hizmeti ve Yükümlülüklerin Ortadan Kalkması için Muhasebe
----------	--

Tablo -6: Bilanço Dışı Kuruluşlarla Doğrudan veya Dolaylı Olarak İlgili Olan Muhasebe Standartları
Kaynak : Soroosh ve Ciesielski, Accounting for Special Purpose Entities Revised: FASB Interpretation 46(R), July 2004.

Orijinal Yorumlama 46'nın, ödemesiz olmak üzere çok kısa bir uygulamayla geldiğini beyan etmektedirler. Gereksinimlerin, 31 Ocak 2003'ten sonra oluşturulan DFV'lara ve bu tarihten sonra bir çıkar elde eden bir işletmenin olduğu DFV'lara derhal uygulandığından söz etmektedirler. Revize Edilmiş Yorumlama 46 (R)'nin, 15 Aralık 2003 sonrasında başlayan raporlama dönemleri için halka açık işletmelerin finansal tablolarında gerektiğini belirtmektedirler. Özel hükümlerin, gözden geçirilmiş Yorumlamanın yayımlanmasından önce Yorumlama 46'yı tamamen veya kısmen uygulayan işletmeler için geçerli olduğunu dile getirmektedirler.

4.2.2.2. Bildiri 166'nın Ortaya Çıkması

Artunç'un (2002: 24) ifade ettiğine göre FMSK, Enron olayı sonrasında, ÖAV'lara ilişkin düzenlemelerinin yetersizliğinin ortaya çıkması ve kendisine getirilen eleştirilerin yoğunluğu üzerine, konuya ilişkin önlemler alma yoluna gitmiştir. Bu önlemlerin ilkinin, ÖAV'ların konsolidasyonu hususunda bir tasarı hazırlamak ve bu tasarıyı kamuoyunun bilgisine sunduğundan söz etmektedir. Bascom, Malhotra, Reavy, Larson, Martens ve Wells'in (2009: 2 - 3) belirttiklerine göre Bildiri 166, finansal varlıkların kayıtlardan çıkarılması ile ilgili uygulama sorunlarını ele almak ve nitelikli bir özel amaçlı varlığın (NÖAV:QSPE) izin verilen faaliyetlerini açıklığa kavuşturmak için 2003 yılında ilk olarak yapılan bir FMSK projesinin sonucudur. Bildiri 140 için önerilen değişikliklerin Tartışma Taslaklarının, bu proje ile ilgili 2003 ve 2005 yılında yayınlandığını dile getirmektedirler. Çünkü uygulama sorunlarının çoğunun, Bildiri 140'daki mevcut finansal varlığı kayıttan çıkarma modeli kullanılarak tatmin edici bir şekilde çözüle bilemediğini ileri sürmektedirler. FMSK'nun, ÖAV kullanımını kısıtlamak amacıyla değil, ÖAV'lar ile işlemde bulunan ortaklıkların finansal tablo raporlama sürecine ilişkin iyileştirmeler yapmak amacıyla hazırladığını özellikle vurguladığı bu tasarıda; ÖAV'ların konsolidasyonuna ilişkin daha tutarlı bir uygulamanın yürürlüğe sokulmasını, böylece benzer faaliyetlerde bulunmalarına karşın, ÖAV kullanım derecelerine bağlı

olarak konsolide finansal tabloları karşılaştırılabilirlik özelliğini yitirmiş işletmeler arasında, kamuyu aydınlatma açısından denge kurulmasının hedeflendiğinden söz etmektedirler. Bu tasarının konusu olan ÖAV'ların belirleyici ortak özelliklerinin, oy hakkı veren payların ne kadarına sahip olunursa olunsun, söz konusu payların sahiplerine, ÖAV üzerinde kontrole imkan veren haklar sağlamamaları olduğunu ileri sürmektedirler. Tasarıda, oy haklarının çoğunluğuna sahip ortakların kontrolü ele almalarını engelleyecek durumların, açıkça ortaya konulduğundan bahsetmektedirler. Tasarıda, oy hakları dışındaki yollarla kontrol edilen ÖAV'ların tespit edilmesine ilişkin işlemlere yer verildiğini ve böyle bir ÖAV ile ilişkili olan ortaklıkların 'değişken menfaat' olarak adlandırılabilir yollarla ÖAV'a mali destek sağlayıp sağlamadığının tespitinin, zorunlu hale getirildiğinden söz etmektedir.

ÖAV'lara, varlıklarındaki ve yükümlülüklerindeki değişimlerden doğrudan etkilenebilecek şekilde finansal destek sağlanılmasında kullanılan yolların tamamının, tasarıda 'değişken menfaat' olarak tanımlanmakta olduğundan; değişken menfaatlerin borçluluğu temsil eden menkul kıymetler, taahhütler, işletim sözleşmeleri, hizmet sözleşmeleri, finansal kiralama sözleşmeleri ve benzer sözleşmeler ile oy hakkı vermeyen pay sahipliği gibi şekillerde tesis edilebileceğinin öngörüldüğünden bahsetmektedirler.

Tasarı uyarınca, ÖAV'ta değişken menfaatlerin çoğunluğunu elinde tutması veya elinde bulunan değişken menfaatlerin, ÖAV'ın değişken menfaatlerine sahip diğer tarafların ellerinde bulunanlardan daha fazla olması durumunda, 'esas lehdar' olarak nitelendirilen ortaklığın; ÖAV'ın mali tablolarını, MAB No 51 uyarınca konsolidasyon yükümlülüğü doğmamış olsa da konsolide finansal tablolarına dahil etmek zorunda olacağını ileri sürmektedirler. Tasarıda, esas lehdara, konsolidasyona tabi tuttuğu ÖAV'ın varlık, yükümlülük ve faaliyetlerine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü de getirildiğini belirtmektedirler. ÖAV ortaklarının ellerinde oy hakkı veya benzer yollarla faaliyetleri yönlendirme imkanı veren payların bulunması durumuna ek olarak, yukarıda değişken menfaatlere ilişkin olarak değinilen dört şartın tamamı sağlanıyorsa, söz konusu ÖAV'ın konsolidasyonunun bu tasarıdaki esaslara göre değil, oy hakkı veren payların konsolidasyonunu düzenleyen genel esaslara göre yapılması gerektiğinden söz etmektedirler. Ancak bu şartlar sağlanmıyorsa, ÖAV'ın değişken menfaatleri dikkate alınarak konsolidasyona tabi

tutulması gerektiğinden bahsetmektedirler. 2008 yılında FMSK'nun, Bildiri 166'nın yayınlanmasıyla sonuçlanan üçüncü bir tartışma taslağı yayınladığını beyan etmektedirler. Bu tartışma taslağının, Bildiri 140'da aşağıda belirtilen önemli değişiklikleri öngördüğünden söz etmektedirler;

- Bildiri 140'daki NÖAV kavramı ortadan kaldırılmaktadır ve devredenin finansal tablolarında konsolide edilen NÖAV'larından kendi istisnasını kaldırmaktadır,
- Bildiri 166 ile değiştirildiği gibi Bildiri 140'ın 9. paragrafındaki koşullar uygulandığı zaman, transfer zamanı içine girmemiş olsa bile, bir işletmenin, bir transferle, veya tefekkür halinde, eşzamanlı yapılmış tüm düzenlemeleri veya anlaşmaları göz önünde bulundurması gerektiğine açıklık getirmektedir,
- Yasal izolasyon analizinin, devredilen finansal varlığın, kendi alacaklıları ve GKGMİ kapsamında konsolide edilmesi gereken (onları, iflasa veya diğer tasfiyeye girebilme olasılığından uzak yapmak için tasarlanmış varlıklar dışında) devredeninin, kendi iştiraklerinin her birinin ulaşamayacağı bir yere konulmuş olup olmadığını ele almak zorunda olduğuna açıklık getirmektedir
- Tek amaçlı bir varlığa bir transferde gereklilikle NÖAV'lara transferler için Bildiri 140'ın 9 (b) paragrafındaki istisna yerine geçme, menkul kıymetleştirme veya varlığa dayalı finansman faaliyetleriyle meşgul olmak içindir, devralandaki yararlı çıkarlarının her bir üçüncü taraf sahibi, kendi yararlı çıkarının rehin veya değişim hakkına sahiptir,
- GKGMİ'leri kapsamında konsolide edilmesi gereken devredenin, kendi iştiraklerinin olduğu Bildiri 140'ın 9 (c) paragrafındaki ilkeye veya kendi kurumları, doğrudan ya da dolaylı olarak devredilen finansal varlık üzerinde etkili bir kontrol sahibi olmadığına açıklık getirmektedir,
- Bir satış olarak gerçekleşmiş finansal varlığın bir grubu veya bütün bir finansal varlığın bir transferinin bir sonucu olarak yapılan yükümlülükler ve elde edilen (bir devredenin yararlı çıkarı dahil) tüm varlıkların gerçeğe uygun değerini kaydetmek ve başlangıç olarak ölçmek için devredenleri gerektirmek,
- Bildiri 140'ın hükümleri kapsamında hizmet eden bir varlığı veya yükümlülüğü kaydetmek için ve yatırım menkul kıymetleri gibi transfer edilmiş ipotek kredilerini yeniden karakterize etmek için devredenin gerekli olduğuyla

sonuçlanan menkul kıymetlerin tümünü elinde bulunduran devreden olduğu garanti edilmiş ipotek menkul kıymetleştirmeleri için Bildiri 140 ve Bildiri 65'deki özel hükümleri ortadan kaldırmaktadır,

- Satış muhasebesi için koşulları karşılayan bir transferde bir devreden tarafından alınan gelirleri daha önce uygulamış olan gerçeğe uygun değer ölçümü uygulanabilirlik istisnasını ortadan kaldırmaktadır,
- Devredilen finansal varlıklarla bir devreden devam eden katılımı ve finansal varlıkların transferleri hakkında geliştirilen finansal tablo şeffaflığının amacıyla gerekli açıklamaları genişletmektedir,

Artunç'un (2002: 26) belirttiğine göre öneri taslağında ortaya konan düzenlemeler, temel olarak değişken menfaatlerin ve bu araçları ellerinde tutan tarafların tespitine dayandığından, değişken menfaat kavramının daha detaylı ele alınması gerekmektedir. Sahiplerinin, genellikle ÖAV'a yapılan yatırımdan zarar edilmesi ve olası yükümlülükler dolayısıyla ÖAV'a yeni varlık aktarımı gibi risklere maruz bırakabilen değişken menfaatlere örnek olarak, yukarıda değinilen dört koşulu sağlamayan oy hakkına sahip ortaklık haklarının, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin, finansal kiralama işlemlerinin, işletim ve diğer hizmet sözleşmelerinin, varlık alımına ilişkin opsiyon hakkının, satın alma sözleşmelerinin, varlıkların gelecekteki değerlerine ilişkin verilen garantilerin ve türev araçların verilebileceğini belirtmektedir. Piyasanın görüşlerinin toplanıp, FMSK tarafından nihai yorumun yayınlanmasıyla birlikte yürürlüğe giren tasarı ile daha önce üzerinde anlaşmaya varılmış bazı ASÇG yorumlarının ÖAV'lara ilişkin hükümlerinin tamamının, bazı ASÇG yorumlarının da ÖAV'lara ilişkin hükümlerinin bir kısmı, iptal edildiğini dile getirmektedir.

FMSK'nun önceki düzenlemelerinde benimsenen, ÖAV'ın ortaklık tarafından konsolide edilmemesi için sponsorla ilişkili olmayan üçüncü tarafların ÖAV'ın sermayesindeki paylarının toplam varlıkların makul değerinin en az % 3'üne eşit olması ve oy haklarının % 50'sinden fazlasına sahip olmaları gerekliliği de bu tasarı ile terk edildiğini; statik olarak nitelendirilebilecek bu yaklaşım yerine, 'değişken menfaat' ve 'esas lehdar' gibi daha dinamik kavramların getirildiğinden söz etmektedir. Bascom ve diğ.'nin (2009: 3) ifade ettiklerine göre Bildiri 166, 15 Kasım 2009'dan sonra başlayan ilk yıllık raporlama döneminin başından itibaren

yürürlüktedir. Erken uygulamanın, yasak olduğunu belirtmektedirler. Bildiri 166'nın kaydetme ve ölçümleme hükümlerinin, yürürlüğe girdiği tarihte veya bu tarihten sonra meydana gelen transferler için ileriye dönük olarak uygulanmak zorunda olduğunu ifade etmektedirler (Takvim yılı sonu şirketleri için 1 Ocak 2010 olduğunu belirtmektedirler). Ayrıca yürürlüğe girdiği tarihte tüm mevcut NÖAV'ların, ilgili konsolidasyon rehberliğini kullanan işletmeleri bildirerek konsolidasyon için değerlendirilmek zorunda olduklarını belirtmektedirler. Eğer yürürlüğe girdiği tarihteki değerlendirme, konsolidasyonla sonuçlanırsa, kurumsal raporlamanın, konsolidasyonu gerektiren bildiriye sağlanan geçiş rehberliğini uygulamak zorunda olduğunu ileri sürmektedirler. Bildiri 166'nın açıklama hükümlerinin, kendi yürürlük tarihinden önce ve sonra meydana gelen transferler için uygulanmak zorunda olduğunu beyan etmektedirler. Bir işletmenin, teşvik edildiğini ama halka açık işletmeler için FÇP FMB 140-4 ve FMY 46 (R)-8 tarafından veya halka açık olmayan işletmeler için Bildiri 140 tarafından daha önce gerekli olmamış olan açıklamalar için yürürlüğe girdiği tarihten daha önceki dönemlerle karşılaştırmalı bilgileri açıklamayı gerektirmediğinden bahsetmektedirler. Bu açıklamaların, halka açık işletmeler için FÇP FMB 140-4 ve FMY 46 (R)-8 tarafından veya halka açık olmayan işletmeler için Bildiri 140 tarafından daha önce gerekli değilken, karşılaştırmalı açıklamaların, yürürlüğe girdiği tarihten sonraki dönemler için sadece gerekli olduğundan söz etmektedirler.

4.2.2.3. Bildiri 167'nin Ortaya Çıkması

Bascom ve diğ.'nin (2009: 22) ifade ettiklerine göre Bildiri 167, FMY 46 R'yi geliştirmek için Mart 2008'de başlayan FMSK'nun projesinin doruk noktasıdır. Başlangıçta projenin, DFV'la ilgili işletmeler için açıklama gerekliliklerini iyileştiren ve öncelikli bir kantitatif/nicel analizin yerine nitel bir analiz için DFV'nın öncelikli yararını belirlemek için testi değiştiren, FMY 46 R için NÖAV kapsam istisnalarını ortadan kaldırmayı öncelikle yönettiğini dile getirmektedirler. FASB'a (2009b) göre bu Bildiri, işletmenin değişken faiz veya faizlerinin, DFV'ta ona kontrol edilen finansal bir çıkar verip vermediğini belirlemek için işletmenin bir analizi gerçekleştirmesini gerekli kılan Yorum 46 (R)'yi değiştirmektedir. Bu analizin, aşağıdaki özelliklerin her ikisine sahip işletme olarak DFV'nın birincil yararlanıcısını

tanımladığını belirtmektedir;

- DFİ'nin faaliyetlerini yönlendiren güç, işletmenin ekonomik performansını en önemli ölçüde etkilemektedir.
- İşletmenin zararları absorbe etme yükümlülüğü, DFV için potansiyel olarak önemli olabilir veya işletmeden gelen faydaları alma hakkı, DFV için potansiyel olarak önemli olabilir.

Ayrıca işletmenin ekonomik performansını en önemli ölçüde etkileyen DFİ'nin faaliyetlerini yönlendirme gücüne sahip olup olmadığı belirlendiği zaman, bir kuruluşun, tasarlandığı gibi çalışan DFV'ı sağlamak için örtülü bir finansal sorumluluğa sahip olup olmadığını değerlendirmek için gerekli olduğunu ileri sürmektedir. Bu Bildirinin, bir kuruluşun, DFV'ın birincil yararlanıcısı olup olmadığının sürekli yeniden değerlendirmesini gerektirecek Yorumlama 46 (R)'yi değiştirdiğinden söz etmektedir. Bu Bildiriden önce Yorumlama 46 (R)'nin, bir işletmenin, belirli olaylar meydana geldiği zaman sadece DFV'ın birincil yararlanıcısı olup olmadığının yeniden gözden geçirilmesini gerektirdiğini belirtmektedir. Bu Bildirinin, işletmenin beklenen kayıpların çoğunluğunu absorbe ettiğini, işletmenin beklenen artık getirilerinin çoğunluğunu aldığını ve her ikisini yapan işletmenin belirlenmesine dayalı olan DFV'ın birincil yararlanıcısını belirlemek için daha önce gerekli olan nicel yaklaşımı ortadan kaldırmak için Yorumlama 46 (R)'yi değiştirdiğini dile getirmektedir. Bu revize edilmiş rehberliğin uygulamasının, değişken faizli kuruluşların dahil olduğu kuruluşların bir işletmenin değerlendirmesini değiştirmesinin olası olduğunu iddia etmektedir. Bascom ve diğ.'nin (2009: 22) belirttiklerine göre proje süresince Yönetim Kurulu, başlangıçta öngörülenden daha fazla kapsamlı değişikliklere neden olan bileşenler tarafından gündeme getirilen FMY 46 (R) ile ilgili diğer endişeleri ele almaya karar verdi. FMY 46 (R) için Temel Bildiri 167 değişikliklerinin şunlardan meydana geldiğini beyan etmektedirler:

- NÖAV kapsam istisnalarının ortadan kaldırılması,
- Nicel riskleri ve ödülleri hesaplamaya dayalı DFV'ın beklenen kayıplarından ve nitel analize dayalı tarafın belirlenmesi için beklenen artık getirilerden bir DFV'ın birincil yararlanıcısını belirlemek için testin revize edilmesi veya ilgili

taraf grup (eğer varsa); (a) faaliyetlerin doğrudan gücü, DFV'nin ekonomik performansını en önemli bir şekilde etkilemektedir ve (b) DFV'nin, faydaları alma hakkının veya, kayıpları absorbe etme yükümlülüğü, DFV için potansiyel bir şekilde önemli olabilir.

- Eğer bir grup olarak eşit riskli yatırımcılar, analizdeki kovulmuş hakların ve katılımcı hakların etkisini ele almak için kendi sermaye çıkarları aracılığıyla kontrol etme hakkına sahip değilse, kapsam karakteristiğinin revizyonu, bir DFV gibi bir işletmeyi tanımlamaktadır.
- Ücretlerin, bir karar yapıcı için bir varlık tarafından ödenip ödenmediğini veya başka bir servis sağlayıcının, işletmenin bir değişken çıkarı olup olmadığını belirlenmesindeki kriterin revizyonu.
- Bir varlığın, bir DFV olup olmadığını ve hangi tarafın, bir DFV'nin birincil yararlanıcısı olup olmadığını yeniden ele almak için gereksinimlerin revizyonu;
- Birbirlerinin çıkarlarından değişken hisse sahipleri tarafından dayatılan fiili bir kurum ilişkili karşılıklı transfer kısıtlamalarını yükselten şartları ortadan kaldırmak için ilgili taraf kriterinin revizyonu.
- (a) bir DFV olarak bir işletmenin statüsü üzerinde, (b) bir DFV üzerinde kurumsal bir gücü üzerinde veya (c) kayıpları veya FMY 46 (R)'nin hükümleri uygulandığı zaman göz ardı edilecek bir işletmenin yararlarını alma hakkını absorbe eden bir şirketin yükümlülüğünde önemli bir etkiye sahip olmayan her bir maddeyi, işlemi veya düzenlemeyi gerektiren yeni bir hükmün dahil edilmesi.
- DFV ile ilgili işletmeler için açıklama yükümlülüklerinin yaygınlaştırılması ve güçlendirilmesi.

FASB'ın (2009b) belirttiğine göre bu Bildiri, işletmenin ekonomik performansını en önemli şekilde etkileyen DFV'nin faaliyetlerini doğrudan kontrol etme gücüne hangi işletmenin sahip olduğunu tanımlamaya odaklı bir yaklaşımla DFV'ta, eğer varsa, hangi işletmenin kontrol edilen bir finansal çıkara sahip olduğunun belirlenmesi için nicel bazlı riskleri ve ödülleri hesaplamayı yerine getiren Yorum 46 (R)'yi değiştirmektedir ve 1) işletmenin zararlarını absorbe etme yükümlülüğü veya 2) işletmeden gelen faydaları alma hakkı. Bir yaklaşımın, DFV'ta

kontrol edilen finansal bir çıkara hangi işletmenin sahip olduğunu tanımlama için daha etkili olacak olan öncelikle nicel olması beklendiği dile getirilmektedir.

Gerçeklerde ve koşullarda herhangi bir değişikliğin, işletmenin ekonomik performansını en önemli şekilde etkileyen, işletmenin faaliyetlerini yönlendirmek için bu yatırımların oylama hakkı veya benzer haklardan gelen gücü kaybeden bir grup olarak, riskli sermaye yatırımının bu tür sahipleri meydana geldiği zaman, bu Bildiri, bir işletmenin, DFV olup olmadığını belirlerken ek bir yeniden gözden geçirme olayını gerektirdiğinden söz etmektedir.

FASB'ın (2009a) dile getirdiğine göre DFV'lar, genellikle ince-sermayeli kuruluşlardır ve çoğu 'ÖAK'ları' veya 'ÖAV'ları' içermektedirler. Öncelikli değişikliğin, bir şirketin, eğer bir DFV konsolide edilmek zorundaysa, nasıl belirleyeceğiyle ilgili olduğu belirtilmektedir. KGGMİ kapsamında bir şirketin, 'kontrol edilen bir çıkara' sahip her bir işletmeyi konsolide etmek zorunda olduğu beyan edilmektedir. Yeni standardın, şimdi bir DFV'ın konsolide olmak zorunda olup olmadığını belirlerken bir şirketin nitel bir analizi yerine getirmesi gerektirdiği belirtilmektedir. Standart kapsamında eğer bir şirket, şirketin (yararları alma hakkı veya kayıpları absorbe etme yükümlüğü olan) en önemli faaliyetleri üzerinde kontrol sağlayan DFV'ta bir çıkara sahipse, şirketin, bu DFV'ı konsolide etmek zorunda olduğu belirtilmektedir. Yeni standart kapsamında daha önce genellikle kullanılan kantitatif/nicel analizin, artık tek başına belirleyici olmadığından söz edilmektedir. Yeni onaylı standardın, eğer bir şirketin, bir DFV'ı konsolide etmek zorunluluğunu belirlemek için sürekli yeniden değerlendirmeyi gerektirdiğini belirtmektedir. Mevcut rehberlikten gelen bu farklılıkların, eğer sadece belirli olaylar meydana geldiği zaman bir DFV'ı konsolide etmeyi belirlemek için bir şirketi gerektirdiğini dile getirmektedir. Mevcut rehberlik kapsamında beklenen kredi zararlarının, öngörülemeyen piyasa olayları nedeniyle önemli ölçüde artarken, bazı şirketlerin, onların, bir DFV'ı konsolide etmesinin gerekip gerekmediğini yeniden gözden geçirmedeğinden bahsedilmektedir. Yeni standardın, sürekli bir temelde bir şirketin kendi konsolidasyon analizini güncellemesini gerektirdiği ileri sürülmektedir.

Yeni standardın, bu rol nedeniyle maruz kaldığı riskteki her bir önemli değişiklikleri ve DFV'larla kendi rolü hakkında bir şirketin ek açıklamalar sağlamasını gerektirdiği belirtilmektedir. Bir şirketin, şirketin finansal tablolarını

etkileyen bir DFV'la kendi rolünü nasıl açıklayacağını gerektireceği dile getirilmektedir. Bir şirketin, aynı zamanda bir DFV'nın konsolide edilmek zorunda olup olmadığının belirlenmesinde yapılan her bir önemli kararları ve varsayımları açıklamayı gerektireceği belirtilmektedir. Standardın, bir şirketin devredilen finansal varlıklardaki devam eden rolü ve finansal varlıkların transferleri hakkında daha fazla şeffaflık sağlayarak finansal tablo kullanıcıları için raporlanan bilgiyi geliştirdiğinden söz edilmektedir. Bunun, ABD GKGMİ'nden gelen 'Nitelikli Özel Amaçlı İşletme'nin kavramını kaldırdığını, finansal varlıkların çıkarılması için gereklilikleri değiştirdiğini ve devredilen finansal varlıklarda bir devreden devam eden rolü hakkında ek açıklamaları gerektirdiğinden söz edilmektedir.

Bascom ve diğ.'nin (2009: 22) ifade ettiklerine göre FMY 46 (R) için Bildiri 167 değişikliklerinin, 15 Kasım 2009'dan sonra başlayan ilk mali yılın başından itibaren ve takip eden ara ve yıllık raporlama dönemleri için geçerli olacaktır. Erken uygulamanın yasak olduğunu belirtmektedirler. Takvim yılı sonu şirketlerinin, 1 Ocak 2010'da başlayan yeni gereksinimleri uygulamak zorunda olduğunu beyan etmektedirler. FMY 46 (R)'ye tabi olan tüm NÖAV'ların ve varlıkların, değiştirilmiş gereksinimler kapsamında yeniden değerlendirilmesi gerektiğini iddia etmektedirler. Bildiri 167'de FMSK'nun ana amaçlarından birisinin, öncelikle nitel bir analiz ile öncelikle nicel-tabanlı bir analizi değiştirerek birincil yararlanıcı analizi basitleştirmek olduğunu ileri sürmektedirler. Bildiri 167'nin yayınlanmasından bu yana, her zaman kolayca görünmeyen ve çok zor kararları gerektiren etkilere sahip Kurul tarafından geliştirilmiş nitel modelin olmasının açık hale geldiğini belirtmektedirler.

4.3. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK:IASB) ve Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FMSK:FASB) Düzenlemelerinin Karşılaştırılması

FASB'ın (2009b) ifade ettiğine göre UMSK'nun, kendi konsolidasyon rehberliğini yeniden gözden geçirmek için kendi gündeminde bir projesi vardı. UMSK'nun, sırasıyla Aralık 2008'de ve Mart 2009'da, Konsolidasyon ve Kayıttan Çıkarılma, ilgili iki Tartışma Taslaklarını yayınladığı belirtilmektedir. UMSK'nun

Konsolidasyon projesi, tüm konsolidasyon rehberliğinin daha geniş bir yeniden gözden geçirilmesi olduğu ileri sürülmektedir (sadece DFV'lar için bir rehberlik olmadığı dile getirilmektedir). Söz konusu bildirilerin, UMSK ile ortak bir projesinin parçası olarak geliştirilmemiş olmasına rağmen, FMSK ve UMSK, ÖAV'lar için benzer konsolidasyon ve açıklama sonuçlarını veren rehberliği yayınlamak için birlikte çalışmaya devam ettiklerinden söz edilmektedir. Her iki Kurumun nihai amacının, ÖAİ'lerdeki yatırımlar hakkında zamanında, şeffaf bilgi vermek olduğu beyan edilmektedir. Ancak UMSK projesinin zaman çizelgesinin ve beklenen yürürlük tarihinin, söz konusu bildirilerin yürürlük tarihinden farklı olduğu belirtilmektedir. Sonuçta iki Kurulun, tüm varlıkların konsolidasyonunu ele alan bütünlük bir standardı yayınlamayı arayacaklarından bahsedilmektedir. Artunç'un (2002: 22-23) ifade ettiğine göre UMSK ve FMSK tarafından ÖAV konulu işlemlere ilişkin yapılan düzenlemeler incelendiğinde; her iki düzenlemede de, ÖAV'nın varlıklarının ve yükümlülüklerinin işleme taraf ortaklıkların konsolide mali tablolarına ne şekilde yansıtılacağı hususunun ön plana çıktığı ve getirilen düzenlemelerin bu konu çevresinde yoğunlaştığı görülmektedir. Ancak UMSK ve FMSK düzenlemeleri arasında temel yaklaşım farklarının bulunduğunu iddia etmektedir.

ÖAV'lar ile ilgili hükümlerin, FMSK tarafından yapılmış olan düzenlemelerde, çeşitli alt düzenlemelerde dağınık olarak yer aldığını ve söz konusu düzenlemelerin üzerinde genel bir mutabakata varılamamış olduğunu ileri sürmektedir. Buna karşın UMSK düzenlemelerinde, ÖAV'lar ile ilgili hükümlerin büyük ölçüde bir araya toplanmış ve UMS'nın genel özelliği olan yorumlamaya dayalı yaklaşım nedeniyle, uygulamada büyük ölçüde mutabakat sağlanabildiği dile getirilmiştir. Birçok ÖAV uygulamasında, sponsor ortaklığın, bilanço dışı finansmana olanak vermek ve konsolidasyon uygulamasının etrafından dolanmak amacıyla ÖAV'nın sermayesinde pay sahibi olmaması ile esas sözleşme vb. metinlere konulan hükümler aracılığıyla ÖAV üzerinde kontrol sağlanması, her iki düzenlemede de dikkate alınmış olduğu; konsolidasyon kararında, ÖAV'nın ortaklık yapısından çok, ÖAV'nın ortaya koyacağı faydadan yararlanma derecesinin, ÖAV üzerinde dolaylı yollardan sağlanan kontrol ile maruz kalınan risk/getiri yapısının, belirleyici hususlar olarak öne çıktığından bahsetmektedir.

Ancak 'kurallara dayalı' olması özelliğiyle dikkat çeken FMSK düzenlemelerinde, ÖAV'nın sponsor tarafından konsolide edilmemesi için kontrole ilişkin olarak getirilen, sponsorla ilişkili olmayan üçüncü tarafların ÖAV'nın sermayesindeki paylarının, toplam varlıklarının makul değerinin en az % 3'üne eşit olması ve bu tarafların ÖAV'nın oy haklarının % 50'sinden fazlasına sahip olmaları gerektiği kuralının, birçok eleştiriye neden olduğundan bahsetmektedir. Zira sayısal standartlar getirilmesinin uygulayıcılar için objektif bir yaklaşım getireceği ve uygulamada karışıklığı engelleyeceği düşünülmüş olsa da; ÖAV tasarımı ve işleyiş esaslarının çok değişik şekillerde yapılabilmesinin, getirilen standartların etrafından dolanılabilmesine imkan verdiğini ileri sürmektedir. FMSK'nun, ÖAV uygulamasında en çok karşılaştığı sorun; ÖAV'ların, oy haklarının ne kadarına sahip olunursa olunsun, çoğunluk pay sahiplerinin kontrolüne imkan vermeyecek şekilde tasarlanabilmeleri hususu olduğu dile getirilmektedir. Oy haklarının çoğuna sahip olunmasına rağmen, kontrolün sağlanamamasının iki temel sebebi bulunduğunu ileri sürmektedir. Bunlardan birincisinin, ÖAV'ların oy hakkının hiç ortaya çıkmadığı hukuki nevilerde kurulabilmelerinin; ikincisinin, ÖAV'nın esas sözleşme vb. hukuki metinlerinde, oy haklarının çoğunluğuna sahip ortakların, kontrolü ele almasını engelleyecek düzenlemeler yapılabilmesi olduğunu ileri sürmektedir. Bu sayede sponsorun, ÖAV'nın sermaye paylarının ilişkili olmayan üçüncü taraflarda olmasını sağladığı buna karşın, kontrolü kendinde tutarak, ekonomik faydanın çoğunu kendine yönlendirebilmekte ve konsolidasyon düzenlemesinin etrafından dolanılabildiğini ileri sürmektedir.

ÖAV'nın, ortaklık tarafından konsolide edilmesi hususunda kurallara dayalı katı bir yaklaşımın tersine, yorumlamaya dayalı bir yaklaşımın benimsendiği UMSK düzenlemelerinde; kontrolün hangi şartlarda sağlanabileceği hususunda, sayısal standartlar vermek yerine, genel prensiplerin verilmiş olmasının; bu prensiplerin somut olaya uygulanmasında değerlendirmelere yer bırakması ve böylece ÖAV'ların tasarımları ve işleyiş esasları üzerinde şekilsel değişiklikler yapılarak düzenlemenin etrafından dolanılabilmesi imkanının ortadan kaldırdığı, söz konusu düzenlemenin üstünlükleri olarak değerlendirilebileceğini beyan etmektedir. ÖAV konulu UMSK düzenlemelerinin FMSK tarafından yapılmış olan düzenlemelere üstünlüğünün, ABD'de özellikle Enron olayı sonrasında yoğun olarak dile getirildiğini; UMSK

düzenlemelerine benzer nitelikte bir düzenleme yapılmasının, sponsorların FMSK'nun mevcut düzenlemelerinin etrafından dolanma imkanlarını kısıtlayacağını, öne sürmektedir.

Bank For International Settlements'in (2009: 79) belirttiğine göre tarihsel olarak menkul kıymetleştirmede ÖAV'ların kullanımı için bir sebebin, ÖAV'a varlıkların satışını takip eden muhasebe muamelesi olduğu belirtilmektedir. YarATICILARIN, kar olarak varlıkların gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini muhasebeleştirmesinin mümkün olduğu ileri sürülmektedir. Bunun, kendi karlarını daha etkin bir şekilde yönetmek için yarATICILARI etkinleştirdiği belirtilmektedir. ÖAV'ların kullanılması dolayısıyla var olan durumların, bilanço dışı araçlara varlıkların ve yükümlülüklerin transfer edilmesiyle firmanın gerçek finansal pozisyonunun potansiyel olarak allak bullak edilebileceği belirtilmektedir. Bunun, hem finansal ve hem de finansal olmayan kurumlar arasında söz konusu olabildiği dile getirilmektedir. Örneğin, ÖAV'ların geniş bir dizisinin kullanılmasının, Enron muhasebe yolsuzluklarının bir özelliği olduğu beyan edilmektedir. ÖAV'ların yönlerinin bazı örnekleri (ama özel bir liste değil), bir şirketin finansal pozisyonunu aşağıdaki maddelerdeki gibi potansiyel olarak karıştırabildiği veya allak bullak edebildiği ileri sürülmektedir;

- Eğer gelir akışları, ÖAV'lardan kabul ediliyorsa ama bu araçlardaki varlıklar, bilançodaki kayıtlardan değildir, özkaynak karlılığı ve varlıklar karlılığı, abartılı olabilir,
- Sektör riski, bilançoda ve diğerlerinde, bazı ÖAV'ların tanınmasıyla, bilerek ya da bilmeyerek, gölgede bırakılabilir.
- Kaldıraç oranlarını, karartabilir/gizleyebilir/gölgede bırakabilir.

Bir dereceye kadar bu şaşırtmaca risklerin, açıklanan muhasebe muamelesi tarafından ele alındığı ifade edilmektedir.

4.4. SEC'in ve Uluslararası Ödemeler Bankasının (UÖB:BIS) ÖAV Konsolidasyonuna İlişkin Önerileri

Artunç'un (2002: 27-29) ifade ettiğine göre SEC, Enron olayı sonrası dönemde, ortaklıkların kamuyu aydınlatmalarında ortaya çıkan yetersizlikleri düzeltmek amacıyla 22.01.2002 tarih ve '33-8056; 3445321; FR-61' sayılı açıklamayı

yapmıştır. Ortaklık yöneticilerinin, kamuyu aydınlatma çerçevesinde ortaklığın faaliyet sonuçları ile finansal durumuna ilişkin yorum ve analizleri (Yönetimin Yorumlanması ve Finansal Analizi (YYFA:MD&A)) içeren bildirimlerde iyileştirmeler öngören SEC açıklamasında, ortaklıklar için yeni kanuni yükümlülükler getirilmemekte ancak mevcut YYFA düzenlemelerinin uygulanması konusunda öneriler yapılarak, kamunun aydınlatılması sürecinin iyileştirildiğinden söz edilmektedir. Ortaklıkların faaliyetlerine ilişkin sayısal verilere dayanan mali tabloların, yatırımcıların mevcut duruma ve geleceğe yönelik yorum yapmalarında yeterli olmadığı düşünülerek getirilen YYFA düzenlemelerinin yatırımcılara, ortaklığa bir de kendi yöneticileri gözünden bakma fırsatı verdiğini, bu da yatırım kararlarında faaliyetlere ilişkin olarak sadece geçmiş verilere dayanarak yorum yapma zorunluluğunu ortadan kaldırdığını belirtmektedir. SEC'in, yatırımcıların ortaklıkların faaliyetlerine ilişkin daha iyi bilgilendirilmelerini temin etmek için YYFA düzenlemelerinde üç önemli alanda iyileştirmeler yapılmasını öngördüğünü dile getirmektedir:

- Bilanço dışı işlemler de dahil olmak üzere likidite ve sermaye kaynakları.
- Türev enstrümanları ve aktif olarak alınıp satılmayan kontratları içeren alım satımlar.
- İlgili kuruluşlarla ilişkiler ve yapılan işlemler.

SEC düzenlemeleri uyarınca ortaklıkların, YYFA açıklamaları kapsamında likidite ve sermaye kaynaklarını önemli ölçüde etkileyebilecek olan trendler, ihtiyaçlar, yükümlülükler, olaylar ve belirsizliklere değinmesi gerektiğini belirtmektedir. SEC açıklamasında, yatırımcıların ortaklığın bilanço dışı finansman kullanma kabiliyetini etkileyebilecek hususlara ilişkin bilgilendirilmesi gerektiği vurgulanmakta ve ortaklıkların konsolidasyona tabi tutmadıkları taraflar ile yaptıkları bilanço dışı işlemler hususunda daha kapsamlı bilgi vermelerinin önerildiği belirtilmektedir. Ortaklığın, menkul kıymetleştirme veya ÖAV kullanımı gibi yollarla likidite ve sermaye sağlıyorsa; bu işlemlerin amacı, ekonomik anlamı, işlemlerin temel şartları, kurulan ilişki sonucunda maruz kalınabilecek riskler gibi hususlara da kamuoyunu aydınlatma kapsamında değinilmesi gerektiği belirtilmektedir. Düzenleme kapsamında, ÖAV'ların kullanımı hususunda yukarıda

değınilen konulara ek olarak; ortaklığın ÖAV kullanımına bağımlılık derecesinin; ÖAV kullanılan işlemlerde ne şekilde finansman ve likidite sağılandığının, ortaklığın ÖAV'tan alacaklılara karşı kendi üzerine aldığı geri ödeme ve piyasa risklerinin olup olmadığının; ÖAV vasıtasıyla girişilen finansal kiralama, riske karşı korunma ve araştırma-geliştirme işlemlerinin niteliğinin; ortaklığın mali tablolarına doğrudan yansıtılmayan yükümlölüklerin ve ÖAV kullanımına bağılı olarak sermaye ve likidite kaynaklarını riske atabilecek belirsizliklerin de YYFA kapsamında tam ve eksiksiz bir şekilde kamuya açıklanması gerektiğinden söz etmektedir.

ÖAV kullanımının söz konusu olduğı durumlarda ortaklığın, yapılan sözleşmeler doğrultusunda ÖAV'ın maruz kalabileceğı zararları karşılamak, ek finansman sağılamak, ÖAV'ın elinde tuttuğı satın-alma opsiyonu sonucunda menkul kıymet ihraç etmek, ÖAV'ın varlıklarını daha önce belirlenen tutarlar üzerinden satın almak ve bunlara benzer şekillerde ortaklığın mali durumunu menfı yönde etkileyebilecek hususlara maruz kalabileceğinden söz etmektedir. Bu yüzden yatırımcıların ortaklığın faaliyetleri ve mali tabloları hakkında tam ve eksiksiz olarak bilgilendirilmesini temin etmek için, söz konusu hususlara da YYFA'nde yer verilmesi gerektiğini belirtmektedir. SEC açıklamasında, bilanço dışı işlemler yoluyla likidite ve sermaye sağılanmasına ilişkin olarak kamuoyuna açıklanması gerekebilecek diğır hususların; bilanço dışı muhasebeleştirilmeye konu varlığın tüm varlıklarına ve yükümlölüklerine ilişkin detaylı bilgi; bilanço dışı muhasebeleştirilmeye konu varlığın faaliyet süresi sınırlı veya öngörülebilir ise bunun ortaklıkta sebep olacağı etkiler; bilanço dışı muhasebeleştirme neticesinde oluşacak alacak, borç, gelir, gider ve nakit akımının tutarı; yapılan anlaşmalar doğrultusunda taraflar arasında mutabakata varılan varlık alım-satım koşul ve tutarları; ortaklığın mali durumunu etkileyebilecek veya ortaklığa herhangi bir yükümlölük getirebilecek garanti sözleşmeleri, al veya öde anlaşmaları, kredi mektupları veya kredi anlaşmalarına ilişkin detaylı bilgi olarak sıralandığını belirtmektedir.

SEC'in YYFA kurallarının uygulanması konusunda yapmış olduğı önerilerin, ÖAV konulu işlemleri de kapsamak üzere, kamuoyunun aydınlatılması sürecinde önemli iyileştirmeler yaptığını ileri sürmektedir. Söz konusu iyileştirmeler sonucunda mali tablo kullanıcılarının tam ve eksiksiz bilgiye ulaşabilmesinin,

böylece yatırım kararlarının daha sağlıklı biçimde alınması ve piyasaların daha etkin biçimde işlemesi hedeflendiğini dile getirmektedir.

SEC'in, bilanço dışı işlemler de dahil olmak üzere likidite ve sermaye kaynakları hakkında dağıtık olarak verilen bilgilerin, mali tablo kullanıcılarının daha kolay kavramalarını temin etmek için vade yapılarına ve çeşitlerine göre tasnif edilerek YYFA'nde verilmesini de önerdiğini belirtmektedir.

Sözleşmeden doğan yükümlülükler	Dönemlere göre ödemeler				
	Toplam	1 yıldan önce	1-3 yıl	4-5 yıl	5 yıldan sonra
Uzun vadeli borç					
Finansal kiralama					
Faaliyet kiralaması					
Koşulsuz alım sözleşmeleri					
Diğer uzun vadeli yükümlülükler					
Toplam yükümlülükler					

Tablo - 7: SEC'in ÖAV Kullanan Ortaklıklar İçin Verilmesini Önerdiği Tablo

Kaynak : Artunç, Burak, Özel Amaçlı Varlıklar ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, Ekim, 2002: EK/4.

Bank For International Settlements'ın (2009: 4) önerileri, bilanço dışı faaliyetler için UMSK'nun kapsamlı incelemesinin parçasını ve Finansal İstikrar Forumu'nun tavsiyelerine kendi verdiği cevabı oluşturmaktadır. FMSK'nun ve UMSK'nun, konsolidasyon ve açıklama gerekliliklerinde benzer rehberliğin uzun vadeli hedefi olmaya devam ettiği belirtilmektedir. Aşağıda düzenlenen firmalara, diğer piyasa katılımcılarına ve denetleyicilere yönelik önerilerin bir dizisi sunulduğu belirtilmektedir. Bu önerilerin, aralarında belirli bir öncelik sırası olmaksızın verildiği ifade edilmektedir;

- Denetçiler, tüm ekonomik riskleri ve bir işlemin ömrü boyunca ÖAV'ın iş amaçlarını değerlendiren, risk transferi ve risk dönüşümü arasında ayrım yapan,

bu risklerin doğasını değiştirebilen, fazla zamana özellikle dikkat eden piyasa katılımcılarından emin olmalıdır. Denetçiler, değerlendirmenin devam etmesi ve yönetimin, risklerin yeterli bir anlayışına sahip olması gibi bu tür şeyleri sağlamalıdır.

- Piyasa katılımcılarının, ilgili tarafların rollerini ve tetikleyicilerini içeren bir ÖAV'nin yapısal özellikleri gibi işlem karmaşıklığını arttıran risk yönetim faktörlerini değerlendirebilmesi mümkün olmalıdır.
- Firmalar ve denetleyiciler, bir ÖAV'a katılan tarafların gerekli takdiri, aktif müdahale derecesi ve yapısının karmaşıklığı ile orantılı olan bir ÖAV'nin yönetim sürecini sağlamalıdır.
- Firmalar, bilanço bileşenlerine etkisi ve firmanın kalan portföylerinin risk profili ile ilişkisinde transfer edilmiş risklerin kalitesini sürekli bazda izlemelidir ve denetçiler, devralacaklara risk dağılımının sistemik etkilerini uygun yerde değerlendirmelidir.
- Firmalar, tüm diğer firma çapında riskler ile birlikte tüm ÖAV'a maruz kalma risklerini raporuna, değerlemesine ve kümeleme yeteneğine sahip olmalıdır.
- Eğer bir ÖAV'nin ömrü boyunca herhangi bir noktada veya başlangıcında sözleşme dışı desteği de dahil olmak üzere finansal firma tarafından desteğin kanıtı veya bir olasılığı varsa, sonra bu ÖAV'nin faaliyetleri, hem denetleyici değerlendirme ve hem de dahili risk yönetimi amaçlarının her ikisi için kurumun olanları ile birleştirilmelidirler.
- Denetçiler, ÖAV işlemlerinin gerekliliklerini açıklamanın, belgelendirmenin ve tanımlamalarının daha standardizasyonuna karşı piyasa katılımcısının çabalarını desteklemeli ve bireysel işlemlerinde yatırımcılara bu standartlardan herhangi bir materyal farklılığın iletişimini sağlamalıdır.
- Sistemik zayıflık ve bulaşıcı hastalıklara/sorunlara yol açabilen gelişmeleri ya da devresellik alevlenmesini tanımlamak için denetçiler, ÖAV faaliyetinin kullanımına düzenli bir şekilde nezaret etmeli ve izlemelidirler ve ÖAV'nin faaliyetlerini düzenleyen firmalar için etkilerini değerlendirmelidir.

5. Sonuç ve Değerlendirme

ÖAV'lar, ilk olarak 1959 yılında yayınlanan MAB No 51 tarafından dolaylı olarak dile getirilmişlerdir. Bu bildiriden günümüze kadar ÖAV'lar ile ilgili bir çok sayıda bildiri yayınlanmıştır. Bütün finansal enstrümanlarda olduğu gibi ÖAV'larda belirli bir ihtiyacı karşılamak için ortaya çıkmışlardır. Bu oluşumdan sonra ÖAV'ın içerisinde bulunduğu sektördeki çeşitli olumlu veya olumsuz gelişmeler, ÖAV'ların niteliğini, yapısını, özelliklerini, yeteneklerini, sınırlılıklarını, işlevlerini bir şekilde olumlu veya olumsuz değişime uğratmıştır. ÖAV'lar, 1959'dan günümüze kadar bu değişimlerin çok değişik türlerini zaman içerisinde yaşamışlardır.

Enron Skandalı sürecine baktığımız zaman, şirketin kuruluşundan beri çok değişik türde ve çok değişik amaçlar için binlerce ÖAV'ı kullanmış olduğu görülmektedir. Bu ÖAV'ların, bir varlık satın almak veya bir yatırımda bulunmak için bilanço dışı ucuz finansal kaynak sağlamak amacıyla genellikle menkul kıymetleştirme işlemi süreci yoluyla kullanıldıkları görülmektedir. Başlangıçta meşru alanlar içerisinde kullanılmalarına rağmen, daha sonraları karmaşık finansal mühendislik yöntemleri kullanılarak, sponsor veya yaratıcıya ait kötü performanslı varlıkların, ÖAV'lara transfer edilerek bilanço dışı bırakıldıkları görülmektedir. Ayrıca bu işletmeler, kredi derece kuruluşlarının, kendileriyle ilgili verdikleri notlarda, mevcut iyi görünümlü hallerini korumak için kendilerine ait yükümlülükleri de ÖAV'lara transfer ettikleri görülmektedir. Bu aynı zamanda bu firmalara yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların da, firmaların gerçek durumlarını göremedikleri için iyi performanslı bir firmaya yatırım yaptıkları algısının oluşmasına neden olmaktadır.

ÖAV'larda, bağımsız yöneticinin Enron Şirketi dışından bağımsız bir üçüncü kişi olması gerekirken, bu gereksinimin açık bir şekilde ihlal edilerek Enron Şirketi'nin üst yöneticilerinden olan Fastow'un bağımsız yönetici olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra diğer bir önemli ÖAV olma gereksinimi, ÖAV'ın aktif toplamalarının % 3'ünden daha fazla sermayenin sponsor firmayla (Enron) ilişkisiz üçüncü taraflar tarafından sağlanması gerektiği gereksiniminin/ilkesinin de yine göz ardı edildiği görülmektedir.

Yukarıda bahsedilen ÖAV gereksinimlerinin ihlalleri sonucunda Enron

Şirketi'nin gerçek durumunun finansal tablolara yansıtılmasının önlenmiş olduğu görülmektedir. Bu tür işlemlerin/ihlallerin çok sayıda yapılmasıyla Enron Şirketi'nin finansal durumu, gelecekte bile elde edemeyeceği kadar astronomik rakamlara ulaşmıştır. Bu ihlallerin, kimi çevreler tarafından desteklenmiş (bankalar, finansal kuruluşlar v.b.), kimi çevreler tarafından da (denetim firması, hükümet kuruluşları v.b.) göz ardı edilmiş olduğu görülmektedir. Kimi çevrelerde de (yatırımcılar, çalışanlar v.b.), bu kadar parlak rakamlara ulaşan şirketin skandala sebep olabileceği yatırım kararları vermelerinde gözden kaçmış olduğu görülmektedir.

Bu skandal olaydan sonra UMSK çalışmaları kapsamında Yorum 12 yürürlükten kaldırılmış, UMS 27 çerçevesinde ÖAV'ların konsolidasyonu ile ilgili hükümler standarttan çıkarılmış, bu ÖAV konsolidasyonuna ilişkin UMS 10 Konsolide Finansal Tablolar standardı ayrıntılı bir şekilde oluşturulmuş ve yayınlanmıştır.

Bunun yanı sıra FMSK çalışmaları kapsamında MAB 51 yoğun tartışma taslakları sonucunda ele alınıp, değiştirilip güncelleştirilerek yeni haliyle FMY 46 (R) meydana getirilmiştir. 1959'da yılında yayınlanan MAB 51 içerisinde çok farklı değişiklikler yapılmasına rağmen, ilk kez Enron Skandalı sonrası bu kadar geniş çaplı ele alınıp, yeni bir yorumlama ortaya konulacak kadar değiştirilmiştir. Yine FMSK çalışmaları kapsamında, FMSB 140 Finansal Varlıkların Transferleri ve Hizmeti ve Yükümlülüklerin Ortadan Kalkması için Muhasebe, çok önemli ve ayrıntılı değişikliklere uğrayarak Bildiri 166'nın ortaya koyulduğu görülmüştür. FMSK, bu standardın özellikle finansal varlıkların kayıtlardan çıkarılmasıyla ilgili uygulama sorunlarını ele almak ve NÖAV'ın izin verilen faaliyetlerini açıklığa kavuşturmak, bu tür faaliyetlerin tutarlılığını arttırmak için ele alındığını vurgulamıştır. Enron Skandalının etkisi sonu oluşturulan diğer önemli bir standartta yine FMSK tarafından ele alınan Bildiri 167'dir. Bu Bildirinin FMY 46 R'nin NÖAV'larla ilgili istisna hükümlerini ortadan kaldırdığı ve UMSK'u bakış açısıyla bilanço dışı varlıklara ilişkin nicel bir değerlendirmeyi nitel değerlendirmeye çevirdiği ve ÖAV kontrolüne ilişkin kriterlerde önemli değişiklikler yaptığı görülmektedir.

UMSK ve FMSK'nun Enron Skandalı sonrası oluşturduğu bu doğrudan ÖAV'lara ilişkin standartların/bildirilerin yanı sıra, bu yeni standartlarla az veya çok

ilişkili çok sayıda standartlarda ve bildirilerde de değişiklikler yapılmıştır.

Bu Standart ve Bildiri değişikliklerini topluca ifade etmek gerekirse; UMSK'u kapsamında Yorum 12 yürürlükten kaldırılmış ve UMS 27 kapsamındaki ÖAV konsolidasyonu ile ilgili hükümler, standart kapsamından çıkarılarak yeni bir standart olan UMS 10 oluşturulmuştur. FMSK'u kapsamında ise MAB 51'de çok önemli değişiklikler yapılarak FMY 46 R oluşturulmuş ve yine yukarıda belirtildiği gibi FMS 46 R'de de önemli değişiklikler yapılarak Bildiri 167 ortaya çıkmıştır. Ayrıca FMSB 140 üzerinde çok önemli değişiklikler yapılarak Bildiri 166 ortaya konulmuştur.

UMSK ve FMSK'nun ÖAV alanına yönelik bu köklü değişikliklerin yanı sıra bu alanda söz sahibi SEC, UÖB:BIS gibi kuruluşlarda, ÖAV'ların nasıl olması gerektiğine yönelik tavsiyelerde bulunmuşlar ve rehberlik sunmuşlardır.

ÖAV'lar, 1959'dan beri çeşitli durumlardan dolayı bir çok değişikliğe uğramışlardır. Ama en önemli ve köklü değişikliklerin, ABD tarihinin en büyük şirket iflasına neden oldukları Enron Skandalı sonrası oluşturulan standartlarda ve bildirilerde olduğu görülmektedir. ÖAV'ların ilgili standartlardaki gereksinimlerin/ilkelerin ihlal edilerek çok sayıda kullanılması, Enron Şirketi'nin skandalla sonuçlanan iflasına neden olduğu ve bu skandalın akabinde de ÖAV'larla ilgili standartlarda ve bildirilerde ilgili ve yetkili kuruluşlar tarafından çok önemli değişiklikler yapıp, yeni standartların ve bildirilerin ortaya çıktığı görülmektedir. Çalışma, bu durumu, sebep sonuç ilişkisi bakımından ortaya koymaktadır.

Enron Skandalı sonrası ÖAV kullanımının, piyasalarda oluşan güvensizlik nedeniyle ABD ve Avrupa'da kendi ilgili alanlarında belirgin bir azaltma yarattığı aşağıdaki tablolardan görülebilmektedir.

Yıl	Otomobil	Kredi Kartları	Diğer (1)	Öğrenci Kredileri	Toplam VDMK	VDTS	İDMK (2)	TBY^1 (3)	TBY^2 (4)
2000	78	57	64	20	219	644	136	88	18
2001	97	80	60	19	256	771	325	158	34
2002	109	70	36	37	253	767	488	234	79
2003	99	70	47	51	267	754	728	439	111
2004	83	60	59	63	265	826	1.036	187	189

2005	108	68	77	78	331	1.007	1.416	426	181
2006	96	67	55	81	299	1.352	1.527	764	337
2007	77	100	58	68	303	967	1.128	974	279
2008	60	70	13	33	176	731	955	235	52

Tablo - 8: ABD ve Avrupa'da VDMK İhracı (milyar dolar)

Kaynak : Bank For International Settlements, EK 4, 2009: 104

- (1) Avrupalı 'diğer' krediler, 'bütün iş' ve 'ülke/temsîcilik' kredilerini içermektedir.
 (2) Konut özsermaye kredileri ve küçük rehinler tarafından desteklenen menkul kıymetlerde dahil olmak üzere -ABD kurumsal İDMK ihracı hariç- İDMK (TİDMK ve KİDMK her ikisi de), Tablo 9'da gösterilmektedir.
 (3) TBY^1 verisi, fonlanmamış sentetik dilimleri içermektedir.
 (4) TBY^2 verisi, fonlanmamış sentetik dilimleri ve VDMK TBY'leri içermektedir.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi Enron Skandalının yaşandığı 2001 yılından 2002 yılına geçişte ve takip eden yıllarda VDMK'lerin alt kalemlerinin ilgili bazılarında belirgin bir azalma yaşanmışken, Toplam VDMK'lerde küçük bir azalma gözlenmektedir. Skandalla ilgili VDTSP'larında da küçük bir azalma yaşanırken, skandalla ilgili olmayan diğer kalemlerde doğal olarak etkilenme gözlenmemektedir.

Yıl	UHİB: Ginnie Mae	FKKİB: Freddie Mac	FUİB: Fannie Mae	Toplam
1985	45	38	23	106
1986	101	101	60	262
1987	94	75	62	231
1988	55	40	54	149
1989	57	74	70	201
1990	64	73	97	234
1991	62	92	112	266
1992	82	179	195	456
1993	137	209	221	567
1994	111	118	130	359
1995	73	86	110	269
1996	101	119	149	369
1997	103	114	150	367
1998	150	250	326	726
1999	151	233	301	685
2000	103	165	210	478

2001	172	389	525	1.086
2002	173	547	723	1.443
2003	217	713	1.199	2.129
2004	125	366	527	1.018
2005	85	397	481	963
2006	83	361	457	901
2007	96	445	518	1.059
2008	269	358	542	1.169
	2.709	5.542	7.242	15.493

Tablo - 9: Yıllara Göre ABD'nin Kurumsal İhracı (milyar dolar)

Kaynak : Bank For International Settlements, EK 4, 2009: 105

Yine ABD Hükümet Destekli Kuruluşlarının ihraçlarına yıllar itibariyle baktığımızda, belirli yıllarda belirli azalmalar ve yükselmeler yaşanırken, Enron Skandalının yaşandığı 2001 yılından 2002 yılına geçişte sadece UHİB'nin ihracında durgunluk yaşandığı gözlenmektedir. Enron'un ÖAV'lerinin ihraçları, özel sektör piyasalarına yönelik ihraç yaptıklarından dolayı bu küçük etkinin dolaylı olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Çünkü diğer kuruluşlara baktığımızda, ihraçlarının farklı alanlara yönelik olmasından dolayı herhangi bir etkilenmenin olmadığı görülmektedir.

Yıl	ABD	Avrupa	Toplam
2000	624	20	644
2001	740	31	771
2002	715	52	767
2003	665	89	754
2004	704	122	826
2005	858	149	1.007
2006	1.127	225	1.352
2007	814	153	967
2008	664	67	731

Tablo - 10: ABD ve Avrupa'da Varlığa Dayalı Ticari Senet Olağanüstülüğü (milyar dolar)

Kaynak : Bank For International Settlements, EK 4, 2009: 106

Yukarıdaki tabloya baktığımızda ise yine Enron Skandalının yaşandığı 2001 yılından 2002 yılına geçişte ve takip eden bir kaç yılda ABD'de VDTSP'larında farkedilir bir azalma yaşanırken, Avrupa'da VDTSP'larında herhangi bir azalmanın olmadığı görülmektedir. Toplamda da yine bir kaç yıl küçük bir azalmanın

hissedildiği görülse de daha sonraki yıllarda toparlanmanın olduğu görülmektedir. Buradan Enron Skandalının Avrupa'daki piyasalardan ziyade ABD piyasasında farkedilir bir azalmayla durgunluk yarattığı görülmektedir.

Genel olarak baktığımızda Enron Skandalının olduğu yılı takip eden yıllarda Enron'un ÖAV'larının ihracıyla ilgili olan alanlarda küçük azaltmalarla durgunluk yaşanırken, Avrupa piyasalarında herhangi bir etkilenmenin olmadığı görülmektedir. Bu Enron'un ÖAV'larını daha iyi kullanım alanı bulduğu ABD piyasasında yoğun olarak kullandığı için, ABD piyasasını daha çok ve derinden etkilediği görülmektedir.

Artunç'un (2002: 29-32) ifade ettiğine göre ÖAV'lar ve ortaklıkların ÖAV'lar ile yaptıkları işlemlere ilişkin ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında herhangi bir 'özel' düzenleme bulunmamaktadır. Ülkemizde konsolidasyon işleminin yapıldığı üç tür ortaklığı ifade eden Seri:XI No:21 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Tebliğinin bulunduğunu belirtmektedir. Bunların; bağlı ortaklıklar, müşterek yönetime tabi ortaklıklar ve iştirakler olduğunu dile getirmektedir. Söz konusu ortaklık türlerinin, çeşitli alanlarda faaliyet göstermek için kurulmuş sıradan işletmelerin hangi kategoriye dahil edileceğinin tespiti için yeterli olsa da; özellikle bilanço dışı finansman sağlamak ve konsolidasyon dışında tutulmak hedefleri gözetilerek tasarlanmış ÖAV'ların sınıflanması için yetersiz kaldıklarını ileri sürmektedir. Zira gelişmiş ülkelerde uygulanan birçok işlemde, sponsor olarak adlandırılan ortaklığın, ÖAV'ın sermayesinde çok düşük oranlarda pay sahibi olduğunu veya hiç pay sahibi olmadığını, yönetime doğrudan müdahale etmediğini; buna karşın, ÖAV'ın esas sözleşmesinde ve faaliyetlerini düzenleyici hukuki metinlerde yer alan hükümler aracılığıyla faaliyetler sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu tek başına elde etme hakkını elinde bulundurduğundan söz etmektedir. Mali tabloların hazırlanmasında, Seri:XI No:21 sayılı Tebliğ hükümlerine uymak zorunda olacak ortaklıkların da kullanacakları ÖAV'ın tasarımının, sermayede hiç pay sahibi olmayacak ve yönetime katılmayacak ancak faaliyetler sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu elde edecek şekilde yapmaları durumunda, Seri:XI No:21 sayılı Tebliğ hükümlerinin etrafından dolanmanın ve böylece söz konusu işletmeleri konsolide mali tabloların dışında tutabilmenin

mümkün olabileceğini iddia etmektedir. Ortaklığın, ÖAV'lar ile yapmış olduğu işlemleri bu kapsamda değerlendirip konuya ilişkin olarak dipnotlarda açıklama yapılsa bile, yurtdışı uygulamalarında kimi hallerde konsolide mali tablolara katılması gereken ÖAV'ların, konsolide bilanço ve gelir tablosunun dışında kalacağını, sadece dipnotlardan konuya ilişkin bilgi edinilebileceğini ileri sürmektedir.

Yurtdışı uygulamasında ÖAV'ların, sponsorun mali tablolarının, özellikle de konsolide mali tablolarının dışında kalacak şekilde tasarlandıklarını belirtmiştir. Ülkemizde konsolidasyon uygulamasının ancak Seri:XI No:21 sayılı Tebliğ'le yapılan düzenleme sonrasında, 01.01.2003 tarihinden sonra sona eren yıllık ve bundan sonra gelecek ilk ara mali tablolardan geçerli olmak üzere zorunlu tutulmuş olmasının, ÖAV'ların kullanımını içeren bilanço dışı finansman işlemlerinin şimdiye kadar gündeme gelmemesine sebep olduğunu iddia etmektedir. Seri:XI No:21 sayılı Tebliğ öncesinde konsolide mali tablo düzenleme mecburiyetleri olmayan, hisse senetleri borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören ortaklıkların, bilanço dışı finansman sağlamak amacıyla ÖAV kullanımı gibi özellik taşıyan işlem kalıpları kullanmak zorunda kalmadığını, çok daha basit yollarla benzer sonuçlara ulaşabilmiş olduklarını belirtmektedir. Ancak Seri:XI No:21 sayılı Tebliğ uyarınca konsolide mali tablo düzenleme yükümlülüğü getirilmesinin ardından, söz konusu ortaklıkların ÖAV konulu işlemlere yönelebilecekleri ileri sürülmektedir. Ortaklıklar için konsolide mali tablo düzenlemenin mecburi tutulduğu gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, düzenleyici otoritelerin, ÖAV'ları konu alan işlemlerin yoğunluğu karşısında, söz konusu işlemlerin müdahale alanları dışında kalmamasını teminen özel düzenlemeler yapmak zorunda kalmalarının, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında da konuya ilişkin özel düzenlemeler yapılmasının gerekliliğini ortaya koyduğunu iddia etmektedir.

Türkiye'nin AB üyeliğine yönelik sürdürülen mevzuat uyumlaştırma çalışmalarını ve Uluslararası Para Fonu (UPF:IMF)'na verilen niyet mektuplarını da yapılacak düzenleme kapsamında değerlendirmek gerektiğini dile getirmektedir. Avrupa Birliği Parlamentosu (ABP)'nin ve Avrupa Birliği Konseyi (ABK)'nin 19.07.2002 tarih ve 1606/2002 tarihli düzenlemesi uyarınca, AB üyesi ülkelerin herhangi birinde teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören ortaklıkların, konsolide mali

tablolarını 01.01.2005 tarihinden itibaren UMSK tarafından öngörülen standartlara uygun olarak hazırlamak zorunda olduğunu belirtmektedir. Söz konusu düzenlemede, ÖAV'ların konsolidasyonun düzenlendiği DYK yorumlamalarının da uluslararası muhasebe standartlarının parçası olarak kabul edildiğini dile getirmektedir. AB'ne üyelik sürecinde, mali mevzuatın ve dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatının da AB mevzuatı ile uyumlaştırılması gerektiğinden; ÖAV konusunda yapılacak bir düzenlemenin, UMSK tarafından öngörülen standartlara uygun olarak hazırlanmasının uygun olacağını belirtmektedir. UPF'na verilen 30.07.2002 tarihli niyet mektubunun EK-B bölümü 61'inci maddesinde de, Sermaye Piyasası Kurumu (SPKr.)'nin enflasyon muhasebesi de dahil olmak üzere uluslararası muhasebe standartlarını, 01.01.2003 tarihine kadar uygulamaya koyacağı yönünde taahhüt verildiğini ifade etmektedir.

Bu çerçevede, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.)'nin 22'nci maddesinin (e) bendinde SPKr.'na verilen yetki kapsamında, ÖAV'lar için özel bir düzenlemenin yapılması durumunda; bu düzenlemenin, AB üyeliğine yönelik olarak sürdürülen mevzuat uyumlaştırma çalışmalarına ve UPF'na verilen uluslararası muhasebe standartlarının benimsenmesi taahhüdüne uygun olarak; UMSK düzenlemeleri paralelinde ve ortaklığın vereceği konsolidasyon kararı için, ÖAV'ın ortaklık yapısından çok, ÖAV üzerinde dolaylı yollardan sağlanan kontrol, ÖAV'ın ortaya çıkaracağı faydadan yararlanma derecesi ile maruz kalınan risk/getiri yapısı dikkate alınacak şekilde yapılmasının, uygun olacağını dile getirmektedir. Ancak söz konusu çalışmanın UMSK düzenlemeleriyle sınırlı tutulmaması; FMSK'nun ÖAV konulu işlemlerde kamuyu aydınlatma hususunda SEC'in 22.01.2002 tarih ve '33-8056; 3445321; FR-61' sayılı açıklamasında önerilen YYFA düzenlemelerinin de dikkate alınması, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması açısından yararlı bulunacağından söz etmektedir.

ÖAV'ların ortaya çıktıkları günden beri meydana gelen daha farklı olaylar (finansal krizler, sektörel daralmalar, hükümetlerin sektörlere yönelik politikalarındaki değişiklikler v.b.) dikkate alınarak, geçmişteki farklı zamanlarda yaşamış oldukları değişiklikler ele alınarak, ÖAV'ların farklı değişimsel yönlerini ele alan çalışmalar yapılabilir.

Ülkemizde ÖAV konusunda ilgili ve yetkili olabilecek kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurumsal İlişkiler Daire Başkanı Aydın Haskebabçı'yla soru-cevap şeklinde yapılan röportaj, EK-1'de yer almaktadır.

KAYNAKÇA

American Accounting Association (AAA) Financial Accounting Standards Committee (FASC), "Comments on the FASB's Proposals on Consolidating Special-Purpose Entities and Related Standard-Setting Issues", Accounting Horizons, Volume 17, No. 2, June - 2003.
https://faculty.fuqua.duke.edu/~vmohan/bio/files/published%20papers/aaa_fasb%20report%20on%20spe.pdf (11.01.2013).

An, Xudong, Deng, Yongheng and Gabriel, Stuart A., "Value Creation through Securitization: Evidence from the CMBS Market, San Diego State University, University of Southern California, University of California, February - 2008.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095645 (13.04.2013).

Artunç, Burak, "Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları", SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2002.
<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=420&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> (29.05.2013).

Ayotte, Kenneth M. and Gaon, Stav, "Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness", Columbia Business School, Texas Finance Festival, 2005.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847 (13.04.2013).

Bank For International Settlements - Basel Committee on Banking Supervision, *Report on Special Purpose Entities*, The Joint Forum, September - 2009.
www.bis.org/publ/joint23.pdf (11.01.2013).

Bascom, Kimber K., Malhotra, Robert B., Reavy, David J., Larson, Hillary H., Martens, Michael D., and Wells, Nathan A., *Implementing FASB Statements No. 166, Accounting for Transfers of Financial Assets and No. 167, Amendments to FASB Interpretation No. 46(R)*, KPMG's Department of Professional Practice, No. 09-5, December - 2009.

http://www.us.kpmg.com/microsite/attachments/us_accounting_bulletin_2009/issues-in-depth-09-5.pdf (11.01.2013).

Benston, George J. and Hartgraves, Al L., "Enron: what happened and what we can learn from it", *Journal of Accounting and Public Policy*, Cilt: 21, Sayı: 2, 2002, Pages 105-127.

<http://www.sciencedirect.com/science/journal/02784254/21/2.pdf> (09.01.2013).

Bir Dünya Devinin Çöküşü: ENRON Skandalı

<http://www.riskonomi.com/wp/?p=582> (08.04.2013).

Cantor, Richard and Hu, Jian, "Deal Sponsor and Credit Risk of Asset-Backed and Mortgage- Backed Securities", *Credit Policy Research Group - Moody's Investors Service*, May - 2007.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=996014 (13.04.2013).

Cocco, Anthony F. and Moores, Tommy, "Financial Reporting Differences Under SFAS 125", *The Journal of Applied Business Research*, Volume 15, Number 3, December - 1997a.

<http://journals.cluteonline.com/index.php/jabr/article/viewFile/5672/5749> (10.06.2013).

Cocco, Anthony F., and Moores, Tommy "Audit considerations under SFAS 125. (Statement of Financial Accounting Standard 125 'Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities", The Ohio CPA Journal, July - 1997b.
<http://business.highbeam.com/4407/article-1G1-19785969/audit-considerations-under-sfas-125> (10.06.2013).

Crawford, Peggy J. and Fredericks, Edward H., "Special Purpose Entities", A Peer-Reviewed Journal of Relevant Information and Analysis, Cilt 6, Sayı 2, 2003.
<http://gbr.pepperdine.edu/2010/08/special-purpose-entities/> (11.01.2013).

Dharan, Bala G., *Financial Engineering with Special Purpose Entities*, Rice University, Houston, 2002.
http://baladharan.com/files/dharan-financial_engineering_and_SPEs-CCH_book.pdf (10.01.2013).

Fermanian, Jean-David, "A Top-Down Approach for Asset-Backed-Securities: A Consistent Way Of Managing Prepayment, Default and Interest Rate Risks", September - 2010.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1233962 (13.04.2013).

Financial Accounting Standards Board, "Briefing Document: FASB Statement 166 and 167", Financial Accounting Foundation, June - 2009a.
http://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&pagename=FASB%2FFASBContent_C%2FNewsPage&cid=1176155633483 (11.01.2013).

Financial Accounting Standards Board, 'Summary of Statement No. 167 - Amendments to FASB Interpretation No. 46(R)', Financial Accounting Foundation, June - 2009b.
http://www.fasb.org/cs/ContentServer?pagename=FASB%2FPronouncement_C%2FSummaryPage&cid=1176156241421 (11.01.2013).

Financial Accounting Standards Board, "Statement of Financial Accounting Standards No. 140: Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities", The Financial Accounting Foundation, September - 2000.

<http://www.gasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175820919404&blobheader=application%2Fpdf> (05.06.2013).

Financial Accounting Standards Board, "Summary of Statement No. 125: Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities", Financial Accounting Foundation, June - 1996.

<http://www.fasb.org/summary/stsum125.shtml> (03.06.2013).

Furletti, Mark, "An Overview of Credit Card Asset-Backed Securities", Federal Reserve Bank of Philadelphia, December - 2002.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=927489 (13.04.2013).

Gabaix, Xavier, Krishnamurthy, Arvind and Viqneron, Olivier, "Limits of Arbitrage: Theory and Evidence from the Mortgage-Backed Securities Market", Fifteenth Annual Utah Winter Finance Conference, February - 2005.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556116 (13.04.2013).

Gorton, Gray and Metrick, Andrew, "Securitization", Yale School of Management - National Bureau of Economic Research (NBER), November - 2011.

<http://ssrn.com/abstract=1909887> (12.01.2013).

Hartgraves, Al L. and Benston, George J., "The Evolving Accounting Standards for Special Purpose Entities and Consolidations", American Accounting Association (AAA), Accounting Horizons, Volume 16, No: 3, September - 2002.

<http://www.cgscenter.org/library/TransparencyAccountability/AccStandardsSPE.pdf> (10.01.2013).

Healy, Paul M. and Palepu, Krishna G., "The Fall of Enron", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 2, Spring - 2003.

<http://docserver.ingentaconnect.com/deliver/connect/aea/08953309/v17n2/s1.pdf?expires=1357778151&id=72334413&titleid=6117&accname=Guest+User&checksum=8BA395D324C7B0559ED700FFF63AF575> (09.01.2013).

Hu, Jian, "Assessing the Credit Risk of CDOs Backed by Structured Finance Securities: Rating Analysts' Challenges and Solutions", Senior Vice President, Structured Finance–CDOs/Derivatives, Moody's Investors Service, August - 2007.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1011184 (13.04.2013).

International Accounting Standards Board, *IFRS 10: Consolidated Financial Statements*, International Financial Reporting Standards Foundation, January - 2012.
<http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/IFRS10en.pdf> (08.06.2013).

Jensen, Bob, "What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs", Trinity University, January - 2003.
<http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speoverview.htm> (11.01.2013).

Jobst, Andreas A., "What is Structured Finance?", International Monetary Fund (IMF) - International Capital Markets Department (ICM), September - 2005.
http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance_20Oct05.pdf (10.03.2013).

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, "Türkiye Muhasebe Standardı Yorum 12", Ankara, Mart - 2007.
kgk.gov.tr/contents/files/TMSYorum12.doc (25.05.2013).

Kane, Gregory D., "Accounting for Transfers of Financial Assets Under SFAS No. 125", *The CPA Journal*, 1997.
<http://www.nysscpa.org/cpajournal/1997/0397/features/f14.htm> (05.06.2013).

Lou, Wujiang, "Valuation of Mortgage-Backed Securities - A Portfolio Credit Derivatives Approach", HSBC Bank (USA), March - 2009.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1369708 (13.04.2013).

Martin , John D., "A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007", Baylor University, July - 2009.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324349 (13.04.2013).

Mason, Joseph R., "Cliff Risk and the Credit Crisis", Ourso School of Business, Louisiana State University, November - 2008.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1296250 (14.04.2013).

Maxam, Clark L. and Fisher, Jeffrey, "Pricing Commercial Mortgage-Backed Securities" Journal of Property Investment & Finance, Vol. 19, No. 6, 2001.

http://www.public.asu.edu/~chliu1/recapmarkets_dese/readings/13_cmbs_pricing_maxam.pdf (14.04.2013).

Oran, Adil, "Enron Olayı", ODTÜ İşletme Topluluğu Dergisi (GLOKAL), Bahar - 2002.

<http://www.ba.metu.edu.tr/~adil/BA-web/enron-atj.pdf> (08.04.2013).

Özerhan, Yıldız ve Yanık, Serap, *IFRS / IAS ile Uyumlu TMS / TFRS*, TÜRMOB Yayınları, Güncelleştirilmiş 2. Baskı, Ankara, 2012.

Previts, Gary J. and Larson, Robert K., *Research in Accounting Regulation*, Cilt 20, 1. Baskı, 2008.

Ratcliffe, Thomas A. "Implementing SFAS No. 125: accounting for transfers and servicing of financial assets and extinguishment of liabilities", The National Public Accountant, Volume 42, Number 6, August - 1997.

<http://law-journals-books.vlex.com/vid/sfas-125-extinguishment-liabilities-53740420> (12.06.2013).

Report Of Investigation By The Special Investigative Committee Of The Board Of Directors Of Enron Corp., February - 2002.

<http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/sicreport/> (11.01.2013).

Schwarcz, Steven L., *Enron and The Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures*, University of Cincinnati Law Review, Cilt:70, 2002.

http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2308&context=faculty_scholarship&seiredir=1&referer=http%3A%2F%2Fscholar.google.com.tr%2Fscholar%3Fq%3DSpecial%2BPurpose%2BEntities%26btnG%3D%26hl%3Dtr%26as_sdt%3D0%252C5#search=%22Special%20Purpose%20Entities%22 (10.01.2013).

Soroosh, By Jalal and Ciesielski, Jack T., "Accounting for Special Purpose Entities Revised: FASB Interpretation 46(R)", The CPA Journal Online, July - 2004 Issue.

<http://www.nysscpa.org/cpajournal/2004/704/essentials/p30.htm> (11.01.2013).

Süer, Ayça Zeynep, "Profesyonel Muhasebe Mesleğinde Enron Skandalı ve Sonrası Gelişmeler", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 2003.

<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/06Sempozyum/2oturum/AycaZeynepSuer.pdf> (09.01.2013).

Tavakoli, Janet M., *Collateralized Debt Obligations & Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, John Wiley & Sons, August - 2003.

<http://www.tavakolistructuredfinance.com/spe.pdf> (11.03.2013).

Thomas, C. William, "The Rise and Fall of Enron", From Journal of Accountancy, April - 2002.

<http://leeds-faculty.colorado.edu/durhamg/fnce3010/enron.pdf> (10.01.2013).

Tripathi, Gireesh Chandra and Iyer, K. Chandrashekhar, "Prepayment Analysis of Residential Mortgage Backed Securities for Indian Securitization Market", Department of Management Studies, Indian Institute of Technology, February - 2008
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1090013 (13.04.2013).

Vink, Dennis and Thibeault, Andre E., "An Empirical Analysis Of Asset-Backed Securitization", 21st Australasian Finance & Banking Conference, September - 2008.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1014071 (13.04.2013).

Westley, Christopher, "Enron'un Gerçek Skandalı ve Enron Olayı", Çev: Caner Erkan, Şubat - 2002.
<http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron-gercek-skandal-makale.html>
(18.04.2013).

http://www.bilgedenetim.com/makaleler/haber_oku.php?haber_id=6 (08.04.2013).

EK - 1: SPK Kurumsal İlişkiler Daire Başkanı Aydın Haskebabçı İle Yapılan Röportaj

Soru 1 : ABD piyasalarında kullanıldığı anlamda ÖAV'lar, Türkiye'de de kullanılmakta mıdır?

Cevap 1: Soruların cevaplarını vermeden önce Special Purpose Vehicle (SPV) yapısının Amerika'daki yapı ile farklı olduğunu belirtmek isterim. Zira yurtdışındaki yapı trust olup bizim Ticaret Kanunu'nda kurulabilecek şirket yapıları arasında trust yer almamaktadır.

Soru 2 : Eğer kullanılmakta ise ilk ne zaman, hangi kanunla-tebliğle ÖAV olgusu düzenlendi ve hangi kurum denetim ve gözetiminde takip edildi, edilmektedir?

Cevap 2: Bu sorunun cevabına gelince, belirttiğiniz anlamda Özel Amaçlı Varlıklar, Türkiye'de kullanılmamaktadır.

Soru 3 : Eğer Türkiye'de kullanılmamaktaysa nedenleri nelerdir veya neler olabilir?

Cevap 3: Ticaret Kanun'umuzda yer almaması ve trust yapısının mahkemelerce tanınmaması.

Soru 4 : Enron Skandalı sonrası, Ülkemizde ÖAV'lara yönelik paralel düzenlemeler yapıldı mı? Bu tür ÖAV'lara yönelik paralel düzenlemeler varsa bunlardan bahsedebilir misiniz.

Cevap 4: Enron Şirketi tarafından kullanılan ÖAV'lar bizimkilerden farklı formda olduklarından herhangi bir düzenleme yapılmadı.

Soru 5 : Şuan ÖAV'lara yönelik üzerinde çalışılan herhangi bir taslak, çalışma, düzenleme var mı? Varsa bunlarla ilgili içeriklerine yönelik ne amaçla yapıldıklarından bahsedebilir misiniz.

Cevap 5: ÖAV'lara yönelik herhangi bir çalışma yapılmamaktadır.

Soru 6 : Ülkemizdeki ÖAV kavramının ele alınmasına hangi olay, durum veya şartlar el vermiştir? Yani ülkemizde hangi ihtiyacı karşılamak için ÖAV'lar kullanılmaya başlanmıştır?

Cevap 6: İslami finans düzenlemeleri çerçevesinde kira sertifikalarının ihracı

nedeniyle kurulan Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ) ve diğer menkul kıymetleştirme işlemleri nedeniyle bu yapılara ihtiyaç duyulmuştur.

Soru 7 : ÖAV'larla ilgili ortaklıkları ve yapılan işlemleri ülkemizde hangi kurum denetlemekte ve gözetlemektedir?

Cevap 7: Her kurum kendi faaliyet alanına giren yapıyı denetlemektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından kurulan VKŞ'lere bir istisna tanınmıştır. Denetim ve gözetimini kendisi yapmaktadır. Bunlar haricindeki bütün VKŞ'ler SPK'nın gözetimi ve denetimine tabidir. Bankacılık sektöründe de SPV'ler ile ilgili düzenlemeler yer almaktadır. Bu kapsamda kurulan yapıları ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) gözetlemekte ve denetlemektedir.

Soru 8 : Ülkemizde ÖAV kullanımına yönelik veriler (yıllara göre kullanımlarını gösteren tablolar, yıllara göre kullanımlarındaki artış miktarları/tutarları/oranları, piyasa içerisinde kullanın oranları v.b.) nelerdir?

Cevap 8: Bildiğim ve işin uzmanlarından da araştırdığım kadarıyla ülkemizde bu tarz veriler üreten ve tutan (en azından şimdilik) herhangi bir kurum bulunmamaktadır.