

YÖNETİCİ ÖZETİ

Sermaye piyasalarını düzenleyici otoritelerin en önemli görevi; tam ve eksiksiz olarak gerçekleşecek kamuyu aydınlatma süreci neticesinde, yatırım kararlarının sağlıklı biçimde alınmasını sağlamak, böylece piyasaların doğru ve etkin biçimde işlenmesini temin ederek, birikimlerini bu piyasalarda değerlendiren tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumaktır. Bu çerçevede, ortaklıklara ilişkin mali bilgilerin yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla elde edilebilir ve anlaşılır olması şeklinde tanımlanabilecek olan şeffaflık ilkesi, yatırımcıların ortaklıklara ilişkin sağlıklı değerlendirmeler yapabilmesini sağlayarak, piyasaların etkin ve adil bir şekilde işlediğine ilişkin inancı artırması özelliği ile düzenleyici otoritelerin dikkate alınmaları gereken önemli bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

ABD'de 2001 yılı sonunda ortaya çıkan ve çalışmada kapsamlı olarak değinilen Enron olayı ile başlayan, ardından büyük ölçekli birçok firmada gözlenen muhasebe oyunları, yatırımcıların mali tablolara duydukları güveni azaltarak sermaye piyasalarının olumsuz etkilenmesine sebep olmuş; bilginin güvenilirliğinin, tutarlılığının ve anlaşılabilirliğinin önemini ortaya koymuştur.

ABD sermaye piyasalarındaki muhasebe skandalları sonrasında gündeme gelen bilanço dışı finansman işlemleri ve ÖAV'ların bu kapsamda kullanılmaları, muhasebe standartlarının uygulanması ve mali tabloların güvenilirliği açısından büyük önem taşımaktadır. Ortaklıkların, bilançolarının aktif ve pasifini etkilememesi kaydıyla finansman temin etmeleri olarak tanımlanan bilanço dışı finansman işlemleri; konuya ilişkin kamuyu aydınlatmanın gerektiği gibi yapılmaması durumunda, ortaklıklar arasında karşılaştırma yapabilme imkanını büyük ölçüde zedelemektedir. Özellikle ABD piyasalarında gündeme gelen uygulamalarda, genel kabul görmüş muhasebe standartlarında zayıf noktaların bulunması neticesinde, yatırımcılardan bilgi saklamaya yönelik kullanılan ÖAV'lar, sermaye piyasalarının şeffaflığına olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur.

Mali piyasalarda yaygın olarak kullanılmalarına ve düzenleyici kuruluşlar tarafından yapılan çeşitli düzenlemelerde değinilmelerine rağmen, üzerinde mutabakata varılmış kesin bir tanımlı olmayan ÖAV'lar, bilanço dışı muhasebeleştirme yoluyla mali oranlarda iyileştirme sağlamak, daha iyi koşullarda finansman sağlamak, vergi avantajı sağlamak ve etkin risk yönetimi amaçları çevresinde oluşturulmuş yapılardır. Bu çerçevede, tipik bir ÖAV, belli bir amaca ulaşmak için tek bir etkinlikte veya yine tek bir amaç için dizi faaliyette bulunmak üzere tasarlanmış; faaliyet süresi ve faaliyet alanı, kuruluşu sırasında sınırlandırılmış; anonim ortaklık, limited ortaklık, kollektif ortaklık, trust vb. gibi birçok hukuki form alabilen işletme tipi olarak tanımlanabilir.

Büyük ölçekli sermaye yatırımlarının üstlenilmesinden, alacak senetlerinin tahsiline kadar çeşitli bir çok alanda faaliyet gösterebilen ÖAV'ların en yaygın işleyiş biçimi, sponsor olarak adlandırılan ortaklığın, varlıklarının bir kısmını, nakit veya bir başka varlık karşılığı ÖAV'a devretmesi şeklinde özetlenebilir. Sponsorun ÖAV'ın sermayesinde azınlık paya sahip olmasına veya hiç pay sahibi olmamasına karşın, ÖAV'ın ortaya çıkaracağı faydanın çoğunu tek başına elde etmesi ve ÖAV'ın

yükümlülüklerine çeşitli yollarla garanti vermesi de söz konusu işlemlerde sıklıkla karşılaşılan ve dikkat çekici özelliklerdendir.

Ortaklıkların, ÖAV kullanımı ile ulaşmayı hedefledikleri amaçların, kullanacakları ÖAV'nin konsolide mali tablolarına katılıp katılmayacağı hususuna bağlı olması, bu işlemlerin muhasebeleştirilmesinde konsolidasyona ilişkin düzenlemelerin ön plana çıkmasına sebep olmuştur. FASB ve IASB tarafından yapılan düzenlemelerde, sponsorun bilanço dışı finansmana olanak vermek ve konsolidasyon uygulamasını dolanmak amacıyla ÖAV'nin sermayesinde pay sahibi olmaması ile esas sözleşme vb. metinlere konulan hükümler aracılığıyla ÖAV üzerinde kontrol sağlanması hususları dikkate alınmış; sponsorun vereceği konsolidasyon kararında, ÖAV'nin ortaklık yapısından çok, ÖAV'nin ortaya koyacağı faydadan yararlanma derecesi, dolaylı yollardan sağlanan kontrol ile maruz kalınan risk/getiri yapısı, dikkate alınması gereken belirleyici hususlar olarak öne çıkmıştır.

ÖAV'lar ve ÖAV'lar ile yapılan işlemlere ilişkin özel bir düzenleme içermeyen ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı, ÖAV konulu işlemlerin mali tablolara etkileri açısından ele alındığında, Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ hükümlerinin incelenmesi gerektiği düşünülmektedir. Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ'de, ana ortaklıkla ilgili işletmeler için Tebliğ'de öngörülen konsolidasyon, müşterek yönetim konsolidasyonu veya özkaynak yöntemlerinden birinin uygulanabilmesi için dikkate alınacak kıstaslar, sıradan işletmeler için yeterli olsa da; ortaklıkların kullanacakları ÖAV'nin tasarımını, sermayede hiç pay sahibi olmayacak ve yönetime katılmayacak, ancak ÖAV'nin ortaya koyacağı faydanın çoğunu tek başına elde edecek şekilde yapmaları durumunda, Tebliğ hükümlerini dolanmaları ve ÖAV'ı konsolide mali tablolarının dışında tutabilmeleri mümkün olabilecektir.

Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ uyarınca konsolide mali tablo düzenleme yükümlülüğünün getirilmesinin ardından; ortaklıkların, ülkemizde şimdiye kadar gündeme gelmemiş, ancak yurtdışında yaygın olarak kullanılmakta olan ÖAV konulu işlemlere başvurabilecekleri düşünülmektedir. Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, düzenleyici otoritelerin, ÖAV konulu işlemlerin müdahale alanları dışında kalmamalarını teminen, özel düzenlemeler yapmak zorunda kalmaları; ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında da konuya ilişkin özel düzenlemeler yapmanın gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, SPKn.'nin 22'nci maddesinin (e) bendinde SPKr.'na verilen yetki kapsamında, ÖAV'lar için özel bir düzenlemenin yapılması durumunda; söz konusu düzenlemenin, AB üyeliğine yönelik olarak sürdürülen mevzuat uyumlaştırma çalışmalarına ve Uluslararası Para Fonu'na verilen uluslararası muhasebe standartlarının benimsenmesi taahhüdüne uygun olarak; IASB düzenlemeleri paralelinde ve ortaklığın vereceği konsolidasyon kararı için, ÖAV'nin ortaklık yapısından çok, ÖAV üzerinde dolaylı yollarla sağlanan kontrol, ÖAV'nin ortaya çıkaracağı faydadan yararlanma derecesi ile maruz kalınan risk/getiri yapısı dikkate alınacak şekilde yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Söz konusu çalışmada, IASB düzenlemelerine ek olarak, FASB'un hazırlamakta olduğu tasarı ile SEC'in ÖAV konulu işlemlerde kamuyu aydınlatma hususundaki önerilerinin dikkate alınması da, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması açısından yararlı olacaktır.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM BİLANÇO DIŞI FİNANSMAN	3
1.1. Bilanço Dışı Finansman Kavramı ve Kullanılma Nedenleri	3
1.2. Bilanço Dışı Finansman İşlem Kalıpları	4
1.2.1 Finansal Kiralama İşlemleri	5
1.2.2. Menkul Kıymetleştirme	7
İKİNCİ BÖLÜM ÖZEL AMAÇLI VARLIKLAR	8
2.1. Özel Amaçlı Varlıkların Proje Finansmanında Kullanımı	9
2.2. Özel Amaçlı Varlıkların Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme İşlemlerinde Kullanımı	10
2.3. Özel Amaçlı Varlıkların Sentetik Kiralama İşlemlerinde Kullanımı	11
2.4. Özel Amaçlı Varlıkların Finansal Mühendislik Aracı Olarak Kullanılmalarıyla Muhasebe Manipülasyonlarından Ayrılmaları	13
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARA İLİŞKİN DÜZENLEMELER	14
3.1. Özel Amaçlı Varlıklara İlişkin Muhasebe Düzenlemeleri	14
3.1.1. IASB'un Özel Amaçlı Varlık Konulu İşlemlere İlişkin Düzenlemeleri	15
3.1.2. FASB'un Özel Amaçlı Varlık Konulu İşlemlere İlişkin Düzenlemeleri	18
3.1.3. FASB'un Nitelikli Özel Amaçlı Varlık Düzenlemeleri	21
3.1.4. IASB ve FASB Düzenlemelerine İlişkin Genel Değerlendirme	22
3.2. FASB'un Enron Olayı Sonrasında Önerdiği Özel Amaçlı Varlık Düzenlemeleri	24
3.3. SEC'in Bilanço Dışı İşlemler Hususunda Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin "MD&A" Düzenlemeleri	27
3.4. Ülkemiz Sermaye Piyasası Mevzuatında Konuya İlişkin Düzenlemeler ve Karşılaşılması Muhtemel Sorunlar Karşısında Çözüm Önerileri	29
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM ENRON OLAYI	32
4.1. Genel Bilgi	32
4.2. Enron'un Özel Amaçlı Varlık Kullanım Nedenleri	33
4.3. Enron'un Özel Amaçlı Varlık Kullanımını İçeren İşlemleri	34
4.3.1. Chewco Investments, L.P. ile Olan İlişkiler	36
4.3.2. LJM Cayman, L.P. ve LJM2 Co-Investment, L.P. ile Olan İlişkiler	37
4.3.2.1. Varlık Satışları	37
4.3.2.2. Riskten Korunma Amaçlı İşlemler	38
BEŞİNCİ BÖLÜM GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	40
KAYNAKÇA	43
EK DİZİNİ	46

KISALTMALAR CETVELİ

\$:ABD Doları.
AB	:Avrupa Birliği.
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri.
Andersen	: Arthur Andersen LLP.
ARB No. 51	:Accounting Research Bulletin No. 51.
bkz.	:Bakınız.
CALPERS	:California Public Employees' Retirement System.
CFO	:Chief Financial Officer.
Chewco	:Chewco Investments, L.P.
EITF 90-15	:EITF Issue No. 90-15, Impact of Nonsubstantive Lessors, Residual Value Guarantees, and Other Provisions in Leasing Transactions.
EITF Topic D-14	:EITF Topic No. D-14, Transactions involving Special-Purpose Entities.
EITF	:Emerging Issues Task Force.
Enron	:Enron Corporation.
FASB	:Financial Accounting Standards Board.
IAS 27	:Consolidated Financial Statements and Accounting for Investments in Subsidiaries.
IAS	:International Accounting Standards.
IASB	:International Accounting Standards Board.
JEDI	:Joint Energy Development Investment, L.P.
LIBOR	:London Interbank Offering Rate
LJM1	:LJM Cayman, L.P.
LJM2	:LJM2 Co-Investment, L.P.
MD&A	:Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations.
NÖAV	:Nitelikli Özel Amaçlı Varlık.
Ortaklık	:Menkul Kıymetlerini Halka Arz Etmiş Veya Arz Etmiş Sayılan Anonim Ortaklık.

ÖAV	:Özel Amaçlı Varlık.
QSPE	:Qualified Special Purpose Entity.
Rhythms	:Rhythms NetConnections Inc.
ROA	:Return on Asset.
ROE	:Return on Equity.
SEC	:Securities Exchange Commission.
Seri: XI, No:I sayılı Tebliğ	:Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ.
Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ	:Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği.
Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ	:Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara ve İştiraklerin Muhasebeleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ.
SIC	:Standing Interpretations Committee.
SIC-12	:SIC-12, Consolidation - Special Purpose Entities.
SPE	:Special Purpose Entity.
SPKn.	:4487 Sayılı Kanunla Değişik 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.
SPKr.	:Sermaye Piyasası Kurulu.
Statement No. 140	:FASB Statement No. 140 "Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities".
vb.	:ve benzeri.

GİRİŞ

Sermaye piyasalarını düzenleyici otoritelerin en önemli görevleri; tam ve eksiksiz olarak gerçekleşecek kamuyu aydınlatma süreci neticesinde yatırım kararlarının sağlıklı biçimde alınmasını sağlamak, böylece piyasaların doğru ve etkin biçimde işlemlerini temin ederek, birikimlerini bu piyasalarda değerlendiren tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumaktır. Bu görev, hemen her ülkede sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin yapıldığı kanunlarda da açıkça ifade edilmiştir. Nitekim, ülkemizde SPKn'nun "Konu ve Amaç" başlıklı 1'inci maddesinde de kanunun konusu, "*... sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemek*" olarak belirtilmiştir.

Geçtiğimiz yıllarda çeşitli ülkelerde birbiri ardına yaşanan ve etkileri halen süregelen mali krizler ile yakın zamanda ABD piyasalarında yaşanan gelişmeler, sermaye piyasalarında bilginin güvenilirliğinin, tutarlılığının ve anlaşılabilirliğinin önemini açık bir biçimde ortaya koymuştur. Özellikle, ABD'de 2001 yılı sonlarında ortaya çıkan ve çalışmada kapsamlı olarak ele alınan Enron olayı ile kamuoyunun dikkatini üzerine çeken; Enron'un ardından Xerox, Dynegy, WorldCom, Global Crossing, Tyco International, Qwest Communications ve Adelphia Communications gibi global düzeyde büyük ölçekli firmalarda da gözlenen muhasebe oyunları, yatırım kararı vermede en önemli etkenlerden biri olan mali tablolara duyulan güveni azaltarak, sermaye piyasalarının olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur. İşte bu noktada, düzenleyici otoritelere düşen görev, yatırımcıların taleplerine uygun nitelikte, şeffaf, anlaşılabilir ve güvenilir bilginin üretimini sağlamaktır. Bu suretle, bir yandan sermaye piyasaları katılımcılarının sisteme karşı zedelenen güvenleri tazelenirken, diğer yandan da sermaye piyasalarının gelişimi sağlanacaktır.

Şeffaflık ilkesi de bu çerçevede düzenleyici otoritelerin dikkate almaları gereken, sermaye piyasalarının vazgeçilmez unsurlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Ortaklıklara ilişkin mali bilgilerin, yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla elde edilebilir ve anlaşılır olması şeklinde tanımlanan şeffaflık ilkesi; piyasaların etkin, likit ve muhtemel gelişmeler karşısında esnek olmalarını sağlamakta; tasarruf sahiplerinin, ortaklıklara ilişkin sağlıklı değerlendirmeler yapabilmelerini sağlayarak, piyasaların etkin bir şekilde işlediğine ilişkin inancı artırmaktadır.

Muhasebe standartları da ortaklıklara ilişkin mali bilgilerin sağlıklı yatırım kararı vermeyi kolaylaştıracak şekilde ortaya konması konusunda bir çerçeve çizerek, bu bilgilerin şeffaflık ilkesine uygun şekilde güvenilir, tutarlı ve karşılaştırılabilir nitelikte olmasını sağlar. Mali tablolarda yatırımcıların ve diğer

piyasa katılımcılarının istediği nitelikte bilginin ortaya konulabilmesi, muhasebe standartlarının tutarlı bir şekilde uygulanmasına bağlıdır.

ABD sermaye piyasalarında 2001 yılı sonlarında başlayıp etkileri halen devam eden muhasebe skandalları sonrasında yoğun olarak gündeme gelen bilanço dışı muhasebe işlemleri, muhasebe standartlarının uygulanması ve mali tabloların güvenilirliği konusunda büyük önem taşımaktadır. Ortaklıkların varlık ve yükümlülükleri ile gelir ve giderlerini mali tabloları dışına çıkarmaları; bu sayede de maruz kalabilecekleri riskleri ve vergi yükümlülüklerini azaltmaları ya da gizlemeleri olarak ifade edilebilecek olan bilanço dışı muhasebe işlemleri, kamuyu aydınlatmanın gerektiği gibi yapılmaması durumunda, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihlerini yaparken ortaklıklar arasında karşılaştırma yapabilme imkanını büyük ölçüde zedelemektedir. Bu yüzden de, bilanço dışı muhasebe işlemlerinde; mali tabloların, bu tablolardan yararlanan tarafların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde yeterli, açık ve anlaşılır olması şeklinde ifade edilen tam açıklama kavramı gereği, konuya ilişkin detaylı bilginin mali tabloların bütünleyicisi olan dipnotlarda verilmesi bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır. Tam açıklama ilkesinin ortaklıklar tarafından uygulanmaması, aynı özelliklere sahip iki işletmenin, yatırımcılar tarafından birbirinden çok farklı algılanmasına ve dolayısıyla yatırım kararlarının çok farklı şekillendirilmesine neden olabilecektir.

Bilanço dışı muhasebeleştirme ve bilanço dışı finansman işlemleri, Enron olayından sonra dünya mali piyasalarında sorgulanmaya başlanmış; bu işlemlerde kullanılan özel amaçlı varlıklar da (ÖAV - SPE) yoğun bir biçimde gündeme getirilmiştir. Özellikle, ABD mali piyasalarında gündeme gelen uygulamalarda, genel kabul görmüş muhasebe standartlarında zayıf noktaların bulunması neticesinde yatırımcılardan bilgi saklamaya yönelik kullanılan ÖAV'lar, yatırımcıların sermaye piyasalarının şeffaflığına olan güvenlerinin sarsılmasına neden olmuştur.

1980'li yıllardan beri yaygın olarak kullanılmalarına ve IASB, FASB gibi kuruluşlar tarafından yapılan çeşitli düzenlemelerde sıklıkla telaffuz edilmelerine rağmen, ÖAV'lar için üzerinde mutabakata varılmış kesin bir tanım bulunmamaktadır. Bununla birlikte, ÖAV, tek bir etkinlikte veya tek bir amaç için bir dizi faaliyette bulunmak üzere tasarlanmış; anonim ortaklık, limited ortaklık, kolektif ortaklık, trust¹ vb. gibi birçok hukuki form alabilen işletme tipi olarak tanımlanabilir. Çok geniş bir alanda faaliyet gösterebilen ÖAV'ların temel işleyiş biçimleri, sponsor olarak adlandırılan ana ortaklığın varlıklarının bir kısmını, borç ve/veya özkaynakla finanse edilen ÖAV'a nakit veya bir başka varlık karşılığı devretmesi olarak özetlenebilir. Sponsorun ÖAV'ın sermayesinde azınlık paya sahip

¹ Trust, bir şahısla yedd-i emin arasında yapılan yazılı anlaşmaya göre, şahıs tarafından bir mali değer, yedd-i emine saklanmak üzere teslim edildiği hukuki yapıdır. Mali teslim eden şahıs, malın mülkiyetine sahip olabilir veya malın mülkiyeti üçüncü şahıslara devredilebilir. Yedd-i emin, mali mülkiyet sahipleri adına yönetmektedir.

olmasına veya hiç pay sahibi olmamasına karşın, ÖAV'ın faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu tek başına elde etmesi ve ÖAV'ın yükümlülüklerine çeşitli yollarla garanti vermesi de söz konusu işlemlerde sıklıkla karşılaşılan ve dikkat çekici özelliklerdendir.

Çalışmanın birinci bölümünde, çoğu zaman ÖAV kullanımını da içeren bilanço dışı finansman işlemleri ele alınacaktır. Bu bölümde, ortaklıkların bilanço dışı finansman yöntemini seçme nedenlerinin üzerinde durulacak, finansal kiralama ve menkul kıymetleştirme gibi işlem kalıplarının bilanço dışı finansman sağlama amacıyla kullanımına ilişkin bilgi verilecektir. ÖAV'lar, çalışmanın ikinci bölümünde detaylı olarak ele alınacak; proje finansmanı, sentetik kiralama ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gibi kullanım alanları ile finansal mühendislik aracı olarak kullanılmalarıyla muhasebe manipülasyonlarından ayrılmaları, incelenecek konu başlıkları olacaktır. Çalışmanın üçüncü bölümünde, yabancı ülke uygulamalarında ÖAV'lara ilişkin getirilen muhasebe ve kamuyu aydınlatma düzenlemeleri ile halen yapılmakta olan çalışmalar ele alınacak, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında konuya ilişkin hükümlere değinilecek ve konuya ilişkin öneriler getirilecektir. Dördüncü bölümde ise ÖAV'ların usulsüz olarak kullanımları sonucunda ortaya çıkabilecek sonuçları ve konuya ilişkin özel düzenlemeler yapmanın gerekliliğini ortaya koyması bakımından, Enron olayı ele alınacaktır. Çalışma, önceki bölümlerin ve ulaşılan sonuçların özetlendiği, genel değerlendirme ve sonuç bölümü ile son bulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

BİLANÇO DIŞI FİNANSMAN

1.1. Bilanço Dışı Finansman Kavramı ve Kullanılma Nedenleri

Bilanço dışı finansman, ortaklıkların faaliyetlerini sürdürmek amacıyla bilançolarının aktif ve pasifini etkilememek kaydıyla finansman bulmalarını ifade eder. ABD, İngiltere, Almanya gibi sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde hemen her büyüklükteki ve her dereceden kredi notuna sahip ortaklıklar tarafından yaygın olarak kullanılan bilanço dışı finansman yöntemi, temel olarak iki amaca hizmet etmektedir (Gamble, 1997). Bu amaçlardan ilki, mali tabloların yatırımcılara ve ortaklığa borç veren kurumlara daha güçlü görünmesini sağlamak ve böylece sermaye maliyetini düşürmektir. Bilanço dışı finansman aracılığıyla, kredi derecelendirme kuruluşları, bankalar ve ortaklığın finansman sağladığı diğer kişi/kuruluşların daha güçlü bir mali yapı ile karşılaşacakları, ortaklığa daha düşük teminat karşılığında, daha düşük oranlardan ve daha yüksek tutarda borç verecekleri varsayılmaktadır. Ancak, kredi derecelendirme kuruluşları ve bankalar gibi kurumsallaşmış mali tablo değerlendirme süreçlerinin kullanıldığı yapılarda,

ortaklıkların mali tablolarının detaylı olarak değerlendirilmeye tabi tutulması, söz konusu varsayımı zayıflatmaktadır. Özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarında, derecelendirmeye tabi tutulan ortaklıklara ilişkin daha sağlıklı sonuçlara varılması amacıyla finansal kiralama sözleşmeleri; bağlı ortaklık, iştirakler ve ortak girişimlerden konsolide mali tablolara dahil edilmemiş olanlara ait yükümlülükler ve ana ortaklığın söz konusu kuruluşlara vermiş olduğu garantiler, al veya öde (take or pay) sözleşmeleri ile menkul kıymetleştirilen varlıklar da yapılan mali analizlere dahil edilmektedir (Long, 2002). Bu nedenle de, her geçen gün daha da karmaşıklaşan ve daha fazla sayıda finansal aracın bir arada kullanıldığı bilanço dışı finansman yöntemleri ortaya çıkmakta; bu yolla, kredi derecelendirme kuruluşları ve bankaların mali tablo analizlerinin etrafından dolanmaya çalışılmaktadır.

Bilanço dışı finansman işlemlerinin bir başka kullanım amacı da vergi avantajı sağlamaktır. Ortaklıklar, tabi buldukları vergi mevzuatının boşluklarından faydalanmak amacıyla bilanço dışı finansmana imkan verecek yapılar oluşturmakta, böylece daha az vergi ödemeyi ve vergi avantajlarından yararlanmayı amaçlamaktadırlar.

Mali tablolar, bir ortaklığın mali durumuna ilişkin bilginin edinilebileceği en sağlıklı kaynak olduğundan, mali tabloları değiştirecek veya olması gerektiğinden farklı gösterecek her türlü işlem, her ne amaçla yapılırsa yapılsın, düzenlemelere uygun olarak gerçekleştirilmiş ve kamuyu aydınlatma gerekliliği yerine getirilmiş olsa bile, yatırımcılar tarafından şüpheyle karşılanmaktadır. Bu çerçevede, bilanço dışı finansman işlemlerinin hangi yollarla ve ne amaçla gerçekleştirildiğinin ortaklıklar tarafından ortaya konması, yatırımcılar tarafından söz konusu işlemlere önyargıyla yaklaşılmasını engelleyecektir.

1.2. Bilanço Dışı Finansman İşlem Kalıpları

Bilanço dışı finansman işlemleri, temel özelliklerine göre sınıflandırılacak olursa, üç farklı işlem kalıbı ile karşılaşılmaktadır (Gamble, 1997):

- a. Makine-ekipman veya bina gibi büyük nakit çıkışı gerektiren sermaye yatırımlarını satın almak yerine, finansal kiralama yoluna gitmek.
- b. Alacakları ve alacak senetlerini özkaynaklarla finanse etmek yerine, söz konusu varlıkları menkul kıymetleştirme işlemine tabi tutmak.
- c. Bilançodan seçilen varlık ve yükümlülüklerin devredilebileceği ortak girişimler veya ÖAV'lar kurmak.

İlerleyen bölümlerde ÖAV'lara ilişkin detaylı bilgi verileceğinden, bu bölümde bilanço dışı finansman işlem kalıplarından, sadece finansal kiralama ve menkul kıymetleştirmeye değinilecektir.

1.2.1 Finansal Kiralama İşlemleri

Kiralama işlemi, uluslararası muhasebe standartlarında², kiralayanın bir varlığın kullanım hakkını belli bir süre için ve bir kira karşılığında kiracıya devretmeyi taahhüt ettiği sözleşme olarak tanımlanmış olup, finansal kiralama (financial lease) ve faaliyet kiralaması (operating lease) olmak üzere ikili bir sınıflandırmaya tabi tutulmuştur (International Accounting Standards Board, 2002).

Kiralama işlemlerinin sınıflandırılması için uluslararası muhasebe standartlarında esas alınan ölçüt, varlığa sahip olmaktan kaynaklanan tüm risk ve yararların kiracıda mı yoksa kiralayanda mı olduğudur. Bir kiralama işleminde, varlığın mülkiyetine bağlı bütün risk ve yararlar, kiracıya önemli ölçüde devrediliyorsa, bu işlem finansal kiralama işlemi olarak; bunun dışında kalan kiralama işlemleri de faaliyet kiralama işlemi olarak kabul edilir.

Uluslararası muhasebe standartlarına göre bir kiralama işleminin finansal kiralama mı yoksa faaliyet kiralaması mı olduğu, sözleşme şekline göre, işlemin özünü ve içeriğine bağlıdır. Kiralama işleminin sonunda varlığın mülkiyeti kiracıya devrediliyorsa; kira sözleşmesi, kiracıya varlığı gerçek değerinin önemli ölçüde altında bir fiyata satın alma seçeneği sunuyorsa; kira süresi, varlığın devredilemeyeceği durumlarda da varlığın faydalı ömrünün büyük bölümünü kapsıyorsa; kiralama işleminin başlangıcında minimum kira ödemelerinin bugünkü değeri, varlığın gerçeğe uygun değerini oluşturuyorsa; finansal kiralama konusu varlığın, herhangi bir önemli değişiklik yapmaya gerek duyulmadan yalnızca kiracı tarafından kullanılabilme özelliği varsa, söz konusu işlemler finansal kiralama sayılır.

Aynı düzenleme uyarınca bir finansal kiralama işleminde, kiralamanın başlangıcında gelecekte ödenecek kira tutarları kiracının aktifinde varlık, pasifinde de borç olarak gösterilir. Bilançoda varlık ve borç olarak yer alan kiralama işleminin tutarı, varlığın gerçeğe uygun değeri veya minimum kira ödemelerinin bugünkü değerinden küçük olanıdır. Finansal kiralama işlemi, her muhasebe döneminde borçlanma maliyetlerine ek olarak amortisman giderine de yol açmaktadır.

Faaliyet kiralalarında ise işleme konu varlık, kiracının bilançosunda görünmemektedir. Bu işlemlerde, kiracı için kira ödemeleri, başka kriter bulunmadığı sürece fiili ödeme tutarları göz önünde tutulmaksızın gelir tablosunda eşit tutarlar yöntemine göre dönemlere gider olarak yansıtılmakta; kullanıcının zaman içinde sağlayacağı yararı temsilde daha iyi bir kriter bulunduğu durumlarda ise kira tutarları dönemlere bu kriterlere göre dağıtılmaktadır.

Faaliyet kiralalarında, kiracının gelecekteki minimum kira ödemelerinin vadelere göre toplam tutarını, kira ödemelerinin belirlenmesinde kullanılan kriterleri,

² IAS 17, Leases.

yeniden kiralama - satın alma opsiyonları için mevcut koşullar ve güncelleştirme hükümleri ile kira sözleşmesinin getirdiği sınırlamalar gibi genel bilgileri, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde açıklaması da uluslararası muhasebe standartları uyarınca zorunlu tutulmuştur.

Bu çerçevede, finansal raporlama sisteminde uluslararası muhasebe standartlarını benimsemiş olan bir ortaklığın, bilanço dışı finansman olanağından yararlanması için faaliyet kiralaması işlemini uygulaması gerekmektedir.

Ülkemizde finansal kiralama işlemlerine ilişkin temel düzenleme ise 28.6.1985 tarih ve 18795 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu'dur. Bu kanunda, finansal kiralama işleminin tanımı yapılmamış, daha ziyade kiraya veren ve kiracının hak ve yükümlülüklerine ilişkin düzenlemelere gidilmiştir (Derelioğlu,1997).

Ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında, mevcut durum itibariyle finansal kiralama işlemlerine ve bu işlemlerin muhasebeleştirilmesine ilişkin açık bir düzenleme bulunmamakta; finansal kiralama işleminin tanımı daha çok vergi mevzuatı dikkate alınarak yapılmaktadır. Bu çerçevede, ülkemiz uygulamasında finansal kiralama, bir yatırım malının mülkiyeti finansal kiralama şirketinde kalarak, önceden belirlenen kiralar karşılığında kullanım hakkının kiracıya verilmesi ve daha sonra sözleşmede belirlenen değer üzerinden kiracıya geçmesini sağlayan bir finansman yöntemi olarak tanımlanabilir. Finansal kiralama işlemlerinde, kiralanın varlık, kiraya verenin bilançosunda sabit kıymet olarak yansıtılmakta ve üzerinden amortisman ayrılmakta; sözleşme kapsamında ödenen kiralar, kiraya veren tarafından gelir, kiracı tarafından gider olarak gelir tablosuna yansıtılmaktadır. Bu durumda, varlıklarını finansal kiralama yoluyla edinmiş kiracı konumundaki ortaklığın bilançosu, söz konusu varlıklar ile işlem den doğan yükümlülükleri içermediğinden ve bu işlem dönemler itibariyle sadece gelir tablosuna yansıtıldığından, kiracı ortaklık bilanço dışı finansman olanağından yararlanmış olmaktadır (Derelioğlu,1997).

Faaliyet kiralamalarında kiracı, uluslararası muhasebe standartları uyarınca kamuyu aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde birçok açıklama yapmakla zorunlu kılınmasına rağmen, aynı konumda olan ortaklıkların ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapmaları gereken açıklama, Seri: XI, No:1 sayılı Tebliğ uyarınca 18 numaralı bilanço dipnotunda pasiflerde yer almayan taahhütlerin toplam tutarına ilişkin yapılacak bildirim ile sınırlıdır. Söz konusu açıklamada, pasiflerde yer almayan taahhütlere ilişkin olarak, sadece toplam tutarın verilmesinin zorunlu tutulması, açıklamanın kapsamlı ve açıklayıcı nitelikte olmasını sağlamaktan uzaktır.

1.2.2. Menkul Kıymetleştirme

Likit olmayan varlıkların likit ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüşümü olarak tanımlayabileceğimiz menkul kıymetleştirme, ilk olarak 1970'lerin ortalarında ABD'de ipoteğe dayalı alacaklar üzerinden yapılmaya başlanmıştır. 1980'lerin ortalarına gelindiğinde ise ipoteğe dayalı olmayan alacaklar da (otomobil kredisi, ticari krediler, kredi kartı alacakları, finansal kiralama alacakları gibi) menkul kıymetleştirme işlemlerine konu edilmeye başlanmıştır (Öcal,1997:111). Menkul kıymetleştirme sürecinde, diğer borçlanma tekniklerinden farklı olarak, çok sayıda taraf bulunduğundan, menkul kıymetleştirme için "yapılandırılmış finansman³" terimi de kullanılmaktadır. Ülkemizde, menkul kıymetleştirme ilk olarak finansal kiralama alacakları kullanılarak yapılmış; bunu, konut ve tüketici kredileri ile kredi kartı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi uygulamaları takip etmiştir (Öcal, 1997:111).

Menkul kıymetleştirme işlemi, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Söz konusu tebliğ hükümlerine göre, menkul kıymetleştirme işlemine konu edilebilecek varlıklar; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, bankalar dışındaki mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan senede bağlanmış alacaklar, Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları, T. Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacaklarıdır. Söz konusu varlıklar konu edilerek ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler, iskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da satılabilir. Aynı tebliğ hükümlerine göre, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilecek kuruluşlar; bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile genel finans ortaklıkları ile sınırlandırılmıştır.

Yurt dışı uygulamasında, sağlayacakları nakit akımları önceden belirlenebilir niteliğe sahip olan kredi kartı alacakları, taşıt kredileri, tüketici kredileri ve ipotekler gibi varlıkların kullanımı ile başlayan menkul kıymetleştirme işlemlerinde, mali piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde farklı özelliklere sahip birçok varlık, karmaşık yapılarda sıklıkla kullanılmaktadır. Basit bir menkul kıymetleştirme işleminde ise kaynak firma, işleme konu edeceği varlıklardan bir havuz oluşturur ve havuz, bu varlıkları devralma ve karşılığında menkul kıymet ihraç etme yetkisine sahip bir kuruluşa devredilir. Varlıkların devredildiği kuruluş da edindiği varlıklar

³ Structured finance.

karşılığında menkul kıymet ihraç ederek yatırımcılara satar. Bu işlemler esnasında, yedd-i emin kuruluş, portföyün saklanması, değerlendirilmesi ve nakit akımlarının kontrolü için devreye girer (Öcal, 1997:12). Tanımlanan şekilde işleyen bir menkul kıymetleştirme işleminde, verilen kredilerden doğan alacaklar bilanço dışına çıkarılmakta ve söz konusu alacaklardan doğan kredi riski, işlemde yer alan diğer taraflara devredilmektedir. Söz konusu işlem, EK/1'de yer alan şekilde yer almaktadır.

Menkul kıymetleştirme işlemine ilişkin birçok uygulamada, ÖAV'lar, işleme konu varlıkların devredildiği taraf olarak devreye girmektedir. Söz konusu hususa, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değinilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLAR

Gelişmiş mali piyasalara sahip ülkelerde birçok kuruluş tarafından yaygın olarak kullanılan ÖAV'lar, mali oranlarda iyileştirme sağlamak, daha iyi koşullarda finansman sağlamak, risk yönetimi ve vergi avantajı sağlamak amaçları çevresinde oluşturulmuş, yapılandırılmış finansman araçlarıdır. Bu çerçevede ÖAV, belli bir amaca ulaşmak için tek bir etkinlikte veya yine tek bir amaç için bir dizi faaliyette bulunmak üzere tasarlanmış; faaliyet süresi ve faaliyet alanı, kuruluşu esnasında sınırlandırılmış; anonim ortaklık, limited ortaklık, kolektif ortaklık, trust vb. gibi birçok hukuki form alabilen bir işletme tipi olarak tanımlanabilir (Jenkins, 2002:8). ÖAV'nın esas sözleşme, iç tüzük vb. hukuki metinlerinde detaylı olarak tanımlanmış olan faaliyet alanı, petrol boru hattı inşası gibi büyük ölçekli sermaye yatırımlarının üstlenilmesinden, alacak senetlerinin tahsiline kadar uzanan çok çeşitli işlemlerden birisi olabilir.

Çok geniş bir alanda faaliyet gösterebilen ÖAV'ların günümüzde yaygın olarak kullanılan ve en basite indirgenmiş işleyiş biçimleri, sponsor olarak adlandırılan ana ortaklığın, varlıklarının bir kısmını ÖAV'a nakit veya bir başka varlık karşılığı devretmesi olarak özetlenebilir (Jenkins, 2002:8). ÖAV'nın sponsordan söz konusu varlıkları devralabilmesi için gerekli finansman, ÖAV'nın üçüncü taraflardan borç alması veya üçüncü tarafların ÖAV'nın sermayesine ortak olmaları suretiyle gerçekleştirilir (Deloitte&Touche,2002). Sponsorun, ÖAV'nın sermayesinde çok düşük oranda payının olması veya hiç payının olmayışı ile sponsor tarafından ÖAV'nın yükümlülüklerine çeşitli yollarla garanti verilmesi de söz konusu işlemlerin sıklıkla karşılaşılan ve dikkat çekici özellikleridir.

ÖAV'ların dahil olabilecekleri diğer temel işlem kalıpları da sentetik kiralama ve proje finansmanı işlemleri olarak sıralanabilir.

2.1. Özel Amaçlı Varlıkların Proje Finansmanında Kullanımı

Tasarruf sahipleri, faaliyet alanı ÖAV'lar gibi sıkı sıkıya tanımlanmamış sıradan bir ortaklıkta pay sahibi olmaları veya böyle bir ortaklığa borç vermeleri durumunda, söz konusu ortaklığın maruz kalabileceği birçok riski (geri ödeme riski, iflas riski, piyasa riski, likidite riski, faaliyet riski vb.) kendi yatırımlarına da taşırlar. Buna karşın, ÖAV'ların faaliyet alanlarının detaylı olarak belirlenmiş olması, gelecekteki nakit akımları ile maruz kalacakları risklerin tespitini büyük ölçüde kolaylaştırmakta ve ÖAV'lar yatırımcılar açısından cazip seçenekler olarak ortaya çıkmaktadırlar (Dharan, 2002:3). Bu yüzden de, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde 1970'lerden itibaren kullanılmaya başlayan ÖAV'lar, önceleri proje finansmanı amaçlı ortak girişimler olarak ortaya çıkmış, daha sonraları yaygınlaşarak farklı birçok alanda tercih edilmeye başlanmıştır.

ÖAV'ların proje finansmanı amaçlı ortak girişimler olarak kullanımları; enerji santrali, boru hattı, havaalanı, liman ve ticari amaçlı gayrimenkul projeleri (alışveriş merkezleri, hastane vb.) gibi büyük sermaye yatırımları için ideal yapı olarak karşımıza çıkmaktadır. Basit bir örnek vermek gerekirse, herhangi bir ortaklığın büyük sermaye çıkışını gerektirecek bir doğal gaz boru hattı inşa edeceğini varsayalım. Ortaklık, böylesine büyük bir proje için yeterli özkaynağa sahip olmayabileceği gibi, projenin riskini tek başına üstlenmek istememesi nedeniyle de yabancı kaynak arayışına girebilir. Söz konusu proje için, ortaklığın bu proje dışında sürdürdüğü faaliyetler nedeniyle maruz kalabileceği diğer riskleri kendi üstüne almak istemeyen, ancak bağımsız bir proje olarak boru hattının olası risk/getiri yapısını cazip bulan yatırımcılara ulaşmak ise daha kolay olacaktır (Dharan, 2002:3). Bu özellikleri kendi bünyesinde toplayacak olan işletme tipi ise kuruluşu sırasında faaliyet konusu doğal gaz boru hattının inşası ve işletilmesiyle sınırlandırılmış bir ÖAV olacaktır. Bu sayede proje, sponsorun maruz kalabileceği diğer risklerden arındırılırken, sponsorun proje nedeniyle maruz kalacağı risk de finansmana yaptığı katkı ile sınırlı olacağından, ikili bir avantaj sağlanmış olacaktır.

Verilen örnekte, doğal gaz boru hattının inşası bittikten sonra elde edilecek nakit akımları, ÖAV'ın proje finansmanında kullandığı borçların geri ödenmesinde ve/veya ortaklarına kar payı dağıtımında kullanılacaktır. Söz konusu projenin gelecekte sürekli bir nakit akımı oluşturacak boru hattı vb. nitelikte bir yatırım yerine, proje bitiminde satılmak üzere inşa edilen bir alışveriş merkezi vb. olması durumunda ise ÖAV'ın faaliyetleri, alışveriş merkezinin satılması ve elde edilen gelirin projenin finansmanına katkıda bulunan taraflara dağıtılması ile son bulacaktır. ÖAV'ların proje finansmanında kullanılmaları EK/2'de yer alan şekilde verilmektedir.

Proje finansmanı amaçlı kullanılan ÖAV'larda da diğer amaçlarla kullanılan ÖAV'larda olduğu gibi sponsorun ortaklık payı asgari oranda tutulmakta veya

sponsorun ÖAV'in sermayesinde hiç payı bulunmamaktadır. Bu işlemde yatırımcılar, oluşturulacak ÖAV'in sermayesine ortak olabilecekleri gibi, ÖAV'a borçlanma araçları yoluyla da finansman sağlayabilirler.

2.2. Özel Amaçlı Varlıkların Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme İşlemlerinde Kullanımı

1970'lerden itibaren proje finansmanı amaçlı ortak girişimler olarak kullanılan ÖAV'ların yaygınlaşmaya başlamaları, 1970'lerin ikinci yarısı ile 1980'lere rastlamaktadır. ÖAV'ların günümüzde en yaygın kullanım alanları, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ile teminatlandırılmış borç yükümlülükleri⁴, ipoteğe dayalı menkul kıymetler⁵ gibi finansal araçları konu alan işlemleridir (Dharan, 2002:4).

ÖAV'ların varlığa dayalı menkul kıymetler piyasasında kullanımına en yaygın örnek, kredi derecesi ortalama olan bir ortaklığın elinde bulunan likit olmayan ve tek başlarına pazarlanma kabiliyeti düşük alacak senetlerini menkul kıymetleştirme işlemine tabi tutmasıdır. Böyle bir firmanın sahip olduğu seçilmiş bir veya birkaç alacak senedini devralmak, bu senetlerin taşıdıkları geri ödeme riski yüzünden yatırımcılar için cazip olmayabilir. Ancak, firmanın sahip olduğu alacak senetlerinden bir havuz oluşturması ve bu havuzu oluşturan alacak senetleri portföyünün menkul kıymetleştirilmesi, geri ödeme riskini düşüreceğinden, yatırımcılar açısından daha cazip olacaktır. Sponsorun, alacak senetleri tahsil edildikçe elde edilecek paraların sadece tasarruf sahiplerine aktarılacağı teminatını vermesi ise bu yatırımı daha da tercih edilir hale getirecektir. Böyle bir işlem için oluşturulacak ÖAV ise sayılan özelliklerin hepsini bünyesinde taşıyan ideal bir yapı olacaktır (Dharan, 2002:3).

Varlıklarını ÖAV'a devredecek olan sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraflarca ortak olma/borç verme yollarıyla finanse edilecek bir ÖAV'ın kullanılacağı bu yapıda; sponsor, elindeki alacak senetlerini nakit vb. karşılığında iskontolu olarak ÖAV'a devredecek ve ÖAV'ın faaliyetleri, alacak senetlerini tahsil etmek ile elde edilen parayı kendisine yatırım yapanlara aktarmakla sınırlandırılacaktır. Likiditesi düşük alacak senetlerini elinden çıkaran sponsor firma da bu işlem sonunda bilanço dışı finansman sağlayacak ve verimli alanlara kaydırabileceği likit kaynaklara kavuşacaktır.

ÖAV'ların varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işleminde kullanımları, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiş olan genel finans ortaklıkları ile benzerlik gösterse de, menkul kıymetleştirme de dahil olmak üzere çok geniş bir alanda faaliyet gösterebilen ÖAV'lar ile sadece

⁴ Collateralized debt obligation.

⁵ Mortgage based securities.

varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemi için kullanılan genel finans ortaklıklarının birbirini karşılayan terimler olduğunu düşünmek yanıltıcı olacaktır.

2.3. Özel Amaçlı Varlıkların Sentetik Kiralama İşlemlerinde Kullanımı

ÖAV'ların dahil olduğu bir başka işlem kalıbı olan sentetik kiralama, özellikle 1980'li yıllarda ABD'de popülerlik kazanmaya başlamış olup, günümüzde de yaygınlıkla uygulanan bir kiralama türüdür. ABD'de kurulu ortaklıklar için geçerli olan FASB ve vergi düzenlemeleri uyarınca, finansal muhasebe açısından "faaliyet kiralaması", vergisel açıdan da "finansal kiralama" olarak değerlendirilen sentetik kiralama işleminde amaç, kiralamaya konu varlığı ve ilgili borçları finansal raporlama kurallarına göre bilançoya dahil etmemek, varlığın mülkiyetinden doğan amortisman giderini ise vergi avantajı elde etmek üzere kullanmak olarak özetlenebilir (Hodge,1998).

1980'li yıllarda daha çok makine ve ekipman finansmanında kullanılan sentetik kiralama, 1980'lerin sonları ile 1990'lı yılların başlarında ABD gayrimenkul piyasasında yaşanan çöküş sonrasında, geleneksel ticari gayrimenkul finansman yöntemlerinin çökmesi, ortaklıkların hisse senetleri fiyatlarını olumlu olarak etkileyeceğini düşündükleri düşük "borç/özkaynak" oranlarına sahip olma istekleri ile muhasebe, vergi ve hukuk alanlarında gayrimenkul esaslı sentetik kiralama işlemlerine ilişkin çerçevenin daha belirgin hale gelmesi sonucunda, ticari gayrimenkul finansmanında da yaygın olarak kullanılmaya başlanmış, işlem hacmi olarak asıl büyümeyi 1990'larda gerçekleştirmiştir (Murray, 2000).

Başka işlem kalıplarının da kullanılabilmesine karşın, ÖAV kullanımı, sentetik kiralama işlemlerinde sıkça karşılaşılan bir uygulamadır. Sentetik kiralama işlemleri için çok çeşitli hukuksal formlarda kurulabilen ÖAV'ların ortak özellikleri, faaliyet alanlarının kuruluşu esas teşkil eden hukuki metinlerde kiralamaya konu olan varlığı satın almak/inşa etmek ve daha sonra kiralama işlemi yoluyla ortaklığın kullanımına sunmakla sınırlandırılmış olması ve gelecekte ÖAV'a ek mali yükümlülükler getirecek işlemlerin yasaklanmış olmasıdır.

Sentetik kiralama işlemleri için tesis edilen ÖAV'lar, genellikle finansman bonusu veya banka kredisi gibi yabancı kaynaklarla finanse edilmekte, buna karşın özkaynak kullanımı asgari düzeyde tutulmaktadır (Murray, 2000). Ortaklığın konsolide mali tablolarına dahil olmamasını teminen, ÖAV'ın sermayesinin tamamına sponsorla ilişkili olmayan üçüncü tarafların sahip olması da sentetik kiralama işlemlerinin karakteristik özelliklerindedir. Sentetik kiralama işlemlerinde, kiracı ortaklığın ÖAV'a yaptığı kira ödemelerinin tamamına yakın bir kısmı ÖAV tarafından, kendisine finansman sağlayan taraflara aktarılmaktadır. ÖAV'a yapılan kira ödemeleri ile ÖAV'ın yaptığı ödemeler arasındaki fark ise ÖAV'ın faaliyet giderleri için yapılan kesintiden ve ÖAV'ın kuruluşunda konulan sermaye için

ortakların beklenen getirisinden oluşmaktadır (Murray, 2000). ÖAV kullanımı yoluyla gerçekleştirilen bir sentetik kiralama işlemi EK/3'de yer almaktadır.

Finansal muhasebe açısından faaliyet kiralaması, vergisel açıdan da finansal kiralama olarak kabul edilen sentetik kiralama işleminde, işleme konu varlık/borç kiracının bilançosunda görünmediğinden ve kiracı vergisel amaçlarla amortisman gideri yapabildiğinden, bu işlem neticesinde elde edilen en büyük fayda, mali oranlarda görülen iyileşmedir (Hodge,1998). İşlem neticesinde işleme konu duran varlık ve bunun karşılığında maruz kalınan borç yükü bilanço dışında tutularak, özsermaye ve varlık verimliliği oranlarının (ROA, ROE) yüksek çıkması sağlanırken, "borç/özkaynak" oranı da geleneksel finansman yöntemlerine göre düşük çıkmakta ve ortaklığın hisse senetlerinin fiyatı olumlu etkilenmektedir (Murray, 2000).

Sentetik kiralama işlemlerinde kullanılan faiz oranları, genellikle LIBOR'a veya başka değişken faiz oranlarına bağlanmakta ve ÖAV'ların kiracının iflas riskinden uzak olarak yapılandırılmaları sebebiyle, işlemde kullanılan faiz oranları klasik finansman yollarına göre daha düşük olmaktadır (Hodge,1998). Kiracıya, ödemelerin sonunda sözleşmede belirlenen fiyattan varlığı satın alma hakkının verilmesi de, bu işlemlerde kiracı için bir başka avantajı oluşturmaktadır.

FASB düzenlemeleri uyarınca bir kiralama işleminin faaliyet kiralaması sayılabilmesi için bir takım koşullar getirilmiştir⁶. Buna göre:

- a. Kiralanan varlığın mülkiyetinin, kiralama süresinin bitiş tarihinde kendiliğinden kiracıya geçeceği öngörülmesi,
- b. Kiracıya, kiralanan varlığı, opsiyon kullanma tarihinde oluşması beklenen makul değerinden daha düşük bir bedelle satın alma hakkının verilmesi,
- c. Kira süresinin, kiralanan varlığın ekonomik ömrünün en az %75'ini kapsaması,
- d. Kira ödemelerinin bugünkü değerinin, kiralanan varlığın makul değerinin %90'ını geçmesi,

durumlarının herhangi birinin varlığında, kiralama işlemi "finansal kiralama" olarak kabul edilmekte ve faaliyet kiralamasının avantajlarından yararlanılamamaktadır. Bu yüzden de sentetik kiralama işleminin, söz konusu koşulların etrafından dolanacak şekilde tasarlanması gerekmektedir.

Bu çerçevede, sentetik kiralama işleminin kullanıcılarına getirdiği faydaları; iyileştirilmiş mali oranlara ulaşma, daha iyi koşullarda finansman sağlama, vergisel avantaj, finansman esnekliği sağlama ve varlığın değerinde gelecekte oluşabilecek artışlardan yararlanma olarak sıralamak mümkündür.

⁶ FASB Statement No:13, Accounting for Leases.

2.4. Özel Amaçlı Varlıkların Finansal Mühendislik Aracı Olarak Kullanılmalarıyla Muhasebe Manipülasyonlarından Ayrılmaları

ÖAV'lar, bir dizi hukuki işlemi kapsayan ve sözleşmelere dayalı karmaşık işlemler zinciri olarak nitelenebilecek tasarımlarıyla; giderlerin aktifleştirilmesi, gelir tahakkukları ve stok değerlemesi gibi yaygın olarak kullanılan ve karışık olmayan teknikleri içeren muhasebe manipülasyonlarından⁷ farklı değerlendirilmelidir.

ÖAV'ların kullanımları sonucunda ortaya çıkan finansal muhasebe ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin hususlar, sahip oldukları özellikler ve kapsamaları itibarıyla değerlendirildiğinde, söz konusu varlıkların muhasebe manipülasyon aracı yerine finansal mühendislik aracı olarak sınıflandırılmaları çok daha uygun olacaktır (Dharan, 2002:11).

ÖAV kullanımı ile muhasebe manipülasyonları arasındaki en önemli fark, ortaklıkların ÖAV kullanımlarında ortaya koydukları kurumsal yaklaşımdır. Maliyetlerin dağıtımı, tahakkukların hesaplanması gibi yöntemlerin kullanıldığı muhasebe manipülasyonlarında; işlemler için dışarıdan danışman kullanımı, yeni hukuksal yapıların oluşturulması veya sözleşmeler tesis edilmesi gibi karmaşık işlemlere girilmeden, sadece kişisel çaba ve beceri sonucunda netice alınmaktadır. Ancak, ÖAV'ların finansal mühendislik aracı olarak kullanımları, birçok danışmanın dahil olduğu uzun süreli bir planlama süreci ve dışardan finansman bulunması için yatırım bankalarının kullanımı gibi kurumsal yaklaşım gerektiren bir işlem türüdür (Dharan, 2002:12). Bu nedenle de ortaklıkların ÖAV kullanımları, sadece alt-orta düzeydeki muhasebe elemanları ile değil, üst düzey yöneticiler ve çoğu zaman yönetim kurulunun aktif katılımı ile gerçekleşir.

Kamuyu aydınlatma sürecinde mali bilgilerin, yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla elde edilebilir ve anlaşılır olması şeklinde tanımlanan şeffaflık ilkesinin, gerektiği gibi yerine getirilmemesi de ÖAV'ların muhasebe manipülasyonlarından ayrıldığı bir başka özelliktir. Muhasebe manipülasyonlarına konu olan işlemler, mali tablo kullanıcılarının yapacakları dikkatli bir inceleme neticesinde kolaylıkla ortaya çıkarılabilecek niteliktedir. Buna karşın, sadece mali tabloları inceleyerek ÖAV kullanımının ortaklığın mali tablolarına etkilerini tüm yönleriyle ortaya koyabilecek etkin bir metot geliştirilememiştir. Kamuyu aydınlatmada mevcut standartlar dikkate alındığında, en temel ÖAV uygulamasında bile, ortaklığın mali tablolarını inceleyerek işlemin gelecek dönemlerde ortaklığın performansını ne şekilde etkileyeceği konusunda sağlıklı bir tahminde bulunmak mümkün görünmemektedir (Dharan, 2002:13).

Özetlemek gerekirse, bir finansal mühendislik uygulaması olarak tanımlayabileceğimiz ÖAV kullanımı, birçok yönüyle geleneksel muhasebe

⁷ Accounting manipulations.

manipülasyonlarından ayrılmaktadır. Uygun maliyetle finansman sağlamak, maruz kalılabilecek riskleri düşürmek ve risk yönetimi yapmak gibi kurumsal finansman hedeflerine ulaşmayı sağladığı takdirde organizasyon için faydalı olan finansal mühendislik uygulamaları, kamuyu aydınlatmada şeffaflığın yeterince sağlanamaması nedeniyle, yatırımcılar için kimi zaman yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir. Özellikle ABD mali piyasalarında gündeme gelen uygulamalarda, genel kabul görmüş muhasebe standartlarında muhasebeleştirilmelerine ilişkin zayıf noktaların bulunması neticesinde yatırımcılardan bilgi saklamaya yönelik kullanılan ÖAV işlemleri, yatırımcıların sermaye piyasalarının şeffaflığına olan güveninin sarsılmasına neden olmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

3.1. Özel Amaçlı Varlıklara İlişkin Muhasebe Düzenlemeleri

ÖAV'ların yapılandırılmış finansman aracı olarak kullanılmaya başlanması ile beraber, bu işlemlerin muhasebesi konusunda karmaşık bir takım sorunlar da ortaya çıkmıştır (Jenkins, 2002:9). Ortaklıkların ÖAV kullanımı ile ulaşmayı hedefledikleri mali oranlarda iyileştirme sağlama, risk yönetimi ve daha iyi koşullarda finansman sağlama amaçlarının tamamının, ÖAV'ın varlık ve yükümlülüklerinin sponsorun konsolide mali tablolarına yansıtılıp yansıtılmayacağı hususuna bağlı olması, söz konusu işlemlerin muhasebeleştirilmelerinde konsolidasyona ilişkin düzenlemeleri ön plana çıkarmıştır. 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 yapılması gerekmediği düşünülen ÖAV konulu işlemler, söz konusu işlemlerin yüz milyarlarca \$'lık hacme ulaşmasından sonra, düzenleme yapmaya yetkili otoriteler tarafından dikkatle takip edilmeye başlanmıştır.

ÖAV konulu işlemlere ilişkin uluslararası düzenlemeler incelendiğinde, özellikleri itibariyle birbirinden farklı iki temel düzenleme ile karşılaşılmaktadır:

- a. ABD'de halka açık ortaklıkların uygulamakla mükellef oldukları FASB düzenlemeleri⁸.

⁸ Section 19(a) of the Securities Act of 1933, 15USC775(a), Section 13(b)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, 15 USC 78m(b)1, Accounting Series Release (ASR) No.4 and ASR No. 150.

- b. Avrupa Birliği'nde mevcut durum itibariyle birçok ülkede uygulanmakta birlikte, üye ülkelerin herhangi birindeki teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören ortaklıkların 2005 yılından itibaren uygulamakla mükellef olacakları IASB düzenlemeleri⁹.

ABD'de finansal raporlama, "kurallara dayalı" olma özelliğiyle dikkat çekmektedir. Söz konusu düzenlemeler kapsamında oluşturulmuş detaylı kurallarda, gerçekleştirilecek hemen her uygulamaya ilişkin kabul edilebilirlik ve edilemezlik sınırları, yorumlamaya asgari ölçüde yer bırakacak şekilde ortaya konulmaktadır. Ancak, ortaklık yöneticilerinin ortaklığın hisse senedi performansına dayalı olarak ödüllendirildiği ve mali piyasalarda her geçen gün yeni enstrümanların ortaya çıktığı dinamik bir ortamda, detaylı ve katı kurallar yoluyla düzenleme yapma fikri sorgulanır hale gelmiştir.

Kurallara dayalı olan FASB yaklaşımının tersine, yorumlamaya dayalı yaklaşımıyla dikkat çeken IASB düzenlemelerinde ise FASB düzenlemeleri gibi detaycı bir yaklaşım yerine, kullanıcının yorumuna da yer bırakan genel prensipler verilmesi yoluna gidilmiştir. IASB ve FASB düzenlemeleri arasındaki bu temel yaklaşım farklılığı, ÖAV konulu işlemlere ilişkin düzenlemelerde de hemen göze çarpmaktadır.

3.1.1. IASB'un Özel Amaçlı Varlık Konulu İşlemlere İlişkin Düzenlemeleri

IAS'da, 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 bulunmaktadır.

IASB bünyesinde çalışmalarını sürdüren SIC tarafından yapılan yorumlamalar, uluslararası muhasebe standartları ile aynı konumda bulunmasalar da; IAS 1¹⁰ uyarınca, ortaklıkların mali tabloları için ilgili tüm muhasebe standartlarına ve SIC'nin yapmış olduğu ilgili tüm yorumlara uyulmadıkça, "uluslararası muhasebe standartları ile uyumludur" nitelemesi yapılamaz. Bu çerçevede, IASB'un ÖAV'lara ilişkin düzenlemeleri sadece uluslararası muhasebe standartları ile sınırlı tutulmamalı, SIC yorumlamaları da dikkate alınmalıdır.

SIC-12'de ÖAV tanımı, dar kapsamlı ve iyi tanımlanmış amaçları gerçekleştirmek üzere sponsor olarak tanımlanan ortaklıklar tarafından tesis edilmiş varlık olarak yapılmıştır. Aynı tanımlama uyarınca sponsor, çoğu zaman kendi varlıklarının bir kısmını sermayesinde hiç payının bulunmadığı ÖAV'a devreder ve bunun karşılığında da borçlanma/ortaklık aracı, ÖAV'ın gelecekteki faaliyetleri sonucunda oluşacak faydaya katılım hakkı, kiralama hakkı gibi faydalar edinir.

⁹ Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the Application of International Accounting Standards.

¹⁰ IAS 1, Presentation of Financial Statements.

Konsolide mali tablolar ve iştiraklerdeki yatırımların muhasebeleştirilmesini konu alan IAS 27 uyarınca, mali raporlama yapan ortaklık, kontrolü altındaki varlıkları konsolide mali tablolara dahil etmelidir. Ancak, raporlama yapan ortaklığın, kontrolü altındaki ÖAV'ı hangi kıstasları gözeterek konsolidasyon işlemine tabi tutacağı, önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. SIC-12'de IAS 27 ile paralel olarak üzerinde fikir birliğine varılan yorum uyarınca; ÖAV, sponsor ile arasındaki ilişkiden sponsorun kontrolünde bulunduğu anlamının çıkarılabildiği durumlarda, sponsor tarafından konsolidasyona tabi tutulmalıdır.

Kontrol kavramı, IAS 27 madde 12'de, ana ortaklığın bir işletmenin oy haklarının yarısından fazlasını doğrudan veya dolaylı olarak elinde tutması olarak tanımlanmıştır. IAS 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 değildir. Kontrolde bahsedebilmek için, işletmenin faaliyetleri sonucu ortaya çıkacak faydadan pay sahibi olma hedefi de karar verme sürecini idare etme gücüne eşlik etmelidir.

IAS 27 madde 12 uyarınca, bazı koşulların varlığı halinde, bir işletmenin bir diğerinde oy haklarının yarısından daha azına sahip olması durumunda bile kontrolün sağlanabileceği de belirtilmiştir. Bu koşullar:

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

olarak sıralanmıştır.

SIC-12'de de, IAS 27'ye paralel olarak, ana ortaklığın ÖAV'ın sermayesinin yarısından daha azına sahip olması veya sermayesinde payının olmaması durumlarında kontrol sağlayabileceği kabul edilmiştir. ÖAV'ta sponsorun kontrolünün varlığına ilişkin değerlendirmeler yapılırken; sponsorun çoğu zaman ÖAV sermayesinde payının bulunmaması sebebiyle, her olay bazında ayrı ayrı değerlendirmek üzere, ilgili tüm faktörler dikkate alınmalıdır.

SIC-12 uyarınca, yukarıdaki tanımlamalara ek olarak, aşağıda sıralanan ve kontrolün varlığına işaret edebilecek durumlarda da ÖAV'ın sponsor tarafından konsolide mali tablolara dahil edilmesi gerekmektedir:

- a. ÖAV'nin faaliyetleri, raporlama yapan kuruluş adına ve kendi iş amaçları için, faaliyet sonucunda ortaya çıkacak faydayı yine raporlama yapan kuruluş elde edecek şekilde yürütülüyorsa.
- b. Raporlama yapan kuruluş, ÖAV'nin karar mekanizmasında, faaliyetler sonucu ortaya çıkan faydanın çoğunu kendisine yönlendirebilecek güce sahipse.
- c. Raporlama yapan kuruluşun, ÖAV'nin faaliyetleri sonucu ortaya çıkan faydanın çoğunu elde etme hakkı varsa ve bu yüzden ÖAV'nin faaliyeti sonucunda ortaya çıkacak risklere maruz kalıyorsa.
- d. Raporlama yapan kuruluş, ÖAV'nin faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan faydayı elde etmek için mülkiyetten doğan risklerin çoğunu üzerine alıyorsa.

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.

SIC-12'nin ekinde, raporlama yapan kuruluşun ÖAV üzerinde kontrolünün belirleyicilerine ilişkin örnekler de verilmiştir. 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 verilmiştir.

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 yetkisi sıralanmıştır.

SIC-12 uyarınca, raporlama yapan kuruluşun, ÖAV'nin esas sözleşmesinde yer alan hükümler veya diğer yollarla faaliyetler sonucunda, elde edilecek faydanın çoğunu tek başına elde etme hakkına sahip olması da kontrolün varlığına işaret 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 olmak sayılmıştır.

Sponsor, çoğu ÖAV uygulamasında, bilanço dışı finansmana olanak vermek ve konsolidasyon uygulamasının etrafından dolanmak amacıyla ÖAV'nin sermayesinde pay sahibi olmamakta ve ÖAV'nin faaliyetleri üzerindeki kontrolünü, kuruluş safhasında esas sözleşme vb. metinlere konulan hükümler aracılığıyla sağlamaktadır. Ancak, SIC-12'de yer alan konsolide edilme şartlarına ilişkin düzenlemelerin, sponsorun ÖAV'nin sermayesinde sahip olduğu paydan çok, ÖAV üzerinde doğrudan/dolaylı yollarla sahip olunan kontrol ve ÖAV'nin faaliyetleri sonucunda elde edilecek faydadan yararlanma derecesine yoğunlaşmış olması, söz

konusu uygulamaların önüne geçmekte; ilişkili olduğu ÖAV'ın sermayesinde hiç payı olmayan bir sponsorun bile, ÖAV'ı konsolide mali tablolarına dahil etmesine neden olabilmektedir.

3.1.2. FASB'un Özel Amaçlı Varlık Konulu İşlemlere İlişkin Düzenlemeleri

FASB düzenlemelerinde de IASB düzenlemelerinde olduğu gibi, ÖAV konulu işlemlerin konsolide mali tablolara olan etkileri hususu öne çıkmaktadır. FASB ARB No. 51 uyarınca; ortaklıkların, kontrolleri altındaki bağlı ortaklıkları, konsolide mali tablolarına dahil etmeleri gerekmektedir. Söz konusu düzenleme, ana ortaklığın bağlı ortaklıktaki oy haklarının çoğunluğuna sahip olması durumunda kolaylıkla uygulanmakla birlikte, benzer şartlarda ÖAV'ların devreye girmesi halinde, çoğu zaman uygulanmamaktadır. Bunun sebebi, ARB No. 51'de ana ortaklık - bağlı ortaklık arasındaki kontrol ilişkisinin, esas olarak oy haklarının kullanımına yönelik olarak düzenlenmesi; buna karşın birçok ÖAV'ın bu husustan kaçınılarak, sponsorun sermayede hiç payı olmayacak şekilde tasarlanmış olmasıdır.

ABD'de, finansal raporlama alanında ÖAV'lara ilişkin ilk düzenleme, FASB tarafından 1977'de, finansal kiralama işlemlerinin bilanço dışı finansman amaçlı kullanılmaları hususunda yapılmıştır. Söz konusu düzenleme, zamanla birçok değişikliğe uğramış; ancak, ÖAV uygulamalarında meydana gelen hızlı artış ve ÖAV'ların sürekli genişleyen kullanım alanları, düzenleyici kuruluşları her defasında uygulamanın gerisinde bırakmıştır. Bu çerçevede, ABD düzenleyici otoritelerinin konuya yaklaşımları, pro-aktif bulunmamakta, reaktif bir yaklaşım olarak nitelendirilmektedir.

FASB'un, sponsor firmaların ilişkili oldukları ÖAV'ları hangi şartlarda konsolide edip edemeyecekleri hususundaki net tavrı, SEC'in da aktif katılımı ile hazırlanan EITF¹¹ 90-15 ve EITF Topic D-14 düzenlemeleri ile ortaya çıkmıştır.

FASB düzenlemeleri uyarınca, aşağıda sıralanan koşulların tamamı sağlanmadığı takdirde, ÖAV'ın varlık ve yükümlülüklerinin sponsor tarafından konsolide mali tablolarına yansıtılması gerekmektedir (Jenkins, 2002:9):

- a. Sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraf kişi/kuruluşlar, ÖAV'ın sermayesinde yeterli tutarda pay sahibi olmalıdır.
- b. Sponsorla ilişkili olmayan üçüncü taraf kişi/kuruluşların ÖAV'ın sermayesindeki payları, anlamlı olmalıdır ("*anlamlı*" ifadesi, ÖAV'ın yabancı kaynaklar ve özkaynakları toplamının en az %3'üne eşit olmak şeklinde yorumlanmaktadır).

¹¹ Mevcut muhasebe standartlarının yorumlanması veya ortaya çıkan sorunlarına ilişkin olarak FASB'a destek verilmesi amacıyla oluşturulan EITF (The Emerging Issues Task Force), muhasebe alanında kariyer sahibi kişilerden oluşmaktadır ve SEC gözlemcisi de EITF toplantılarına katılmaktadır (Herdman, 2002:Appendix A).

ABD'de 2001 yılı sonunda ortaya çıkan ve çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak ele alınacak olan ÖAV'ların yoğun olarak kullanmış olduğu Enron olayı nedeniyle, kamuoyunda "%3 kuralı" olarak anılan düzenlemenin temel kaynaklarıdır.

ÖAV'ların konsolide edilmelerine ilişkin düzenlemeyi ve düzenleyici otoritelerin ÖAV'ların finansal mühendislik aracı olarak kullanılmasındaki hassasiyetlerini daha iyi anlamak için, SEC gözlemcisinin EITF Topic D-14'de yer alan açıklamasına değinmek yararlı olacaktır. Gözlemci, SEC'ın ÖAV'ların dahil olduğu alacak senedi, finansal kiralama vb. konulu işlemlere olan ilgisinin artmakta olduğunu; bu işlemlerin çeşitli özelliklerinin, çoğunluk pay sahipliği mevcut olmasa bile, ÖAV'ların konsolide edilip edilmeyeceği hususunda soruları gündeme getirdiğini belirtmiştir. Aynı açıklamada, ÖAV'ın 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 "anamlı" olması ve üçüncü tarafın ÖAV üzerinde kontrol ile pay sahipliğinden gelen risk ve getirilere sahip olması durumunda kabul edilebileceği de vurgulanmıştır. Söz konusu koşulların tümünün sağlanamaması durumunda ise sponsorun ÖAV'ı konsolide etmesi gerekmektedir ve ÖAV'a yapılan varlık devri satış olarak nitelendirilemez.

ÖAV'ların sponsor tarafından konsolide edilmesi hususunda, çoğunluk pay sahibi olup da sponsorla ilişkili olmayan üçüncü tarafların "anamlı" tutarda sermaye getirmesi şartının ortaya konulduğu EITF Topic D-14'de, konuya ilişkin net bir standart getirilmemiştir. Buna karşın; EITF 90-15'de "%3 kuralı" açıkça ortaya konulmuştur. Söz konusu düzenlemede "... *SEC mensupları, çalışma grubu ile yapılan görüşmeler neticesinde, çalışma grubu üyelerinin inanmış olduğu makul yatırım tutarının, asgari %3 olduğu sonucuna varmıştır. SEC mensupları, durumun gerektirmesi halinde bu oranın daha yüksek tutulabileceğine inanmaktadır.*" ifadesi yer almaktadır.

Yukarıda değinilen EITF düzenlemeleri ve süregelen uygulamalar incelendiğinde; "%3 kuralı"nın, EITF'un karşılaştığı spesifik sorunlara çözüm bulmak üzere geçici olarak getirildiği, ancak daha sonra piyasalar tarafından standart bir uygulama olarak benimsendiği anlaşılmaktadır. Bu uygulamada göze çarpan en önemli husus, ortaklıkların "%3 kuralı"nın konsolidasyona ilişkin yapılmış genel düzenlemelerden kaçış amaçlı kullanmalarıdır (Dharan,2002:21).

FASB'un, ÖAV'ların konsolide edilme şartlarına ilişkin düzenlemelerinde, uygulayıcılar için objektif bir bakış açısı sağlaması ve uygulamada karışıklığı engellemesi amacıyla sayısal esaslı hükümler getirilmiş olması, FASB'un 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 çıkmakta ve yoğun olarak eleştirilmektedir.

3.1.3. FASB'un Nitelikli Özel Amaçlı Varlık Düzenlemeleri

FASB'un ÖAV konulu işlemlerle ilgili olarak yapmış olduğu bir başka düzenleme de konsolidasyona tabi tutulmama özellikleri ile öne çıkan nitelikli özel amaçlı varlıklara (NÖAV - QSPE) ilişkin hükümlerin de bulunduğu Statement No. 140'dır. Esas olarak menkul kıymetleştirme işlemine ilişkin düzenlemeleri konu alan Statement No. 140, menkul kıymetleştirme işlemlerinde yoğun olarak kullanılmaları nedeniyle, ÖAV'lara ilişkin birçok hükmü de içermektedir.

Statement No. 140'da, menkul kıymetleştirme işlemlerinde kullanılan ÖAV'ların, konsolidasyona tabi tutulmaları zorunlu olmayan NÖAV'lar olarak kabul edilebilmeleri için gerekli koşullar sıralanmıştır. Söz konusu koşullar;

- ÖAV'ın menkul kıymetleştirmeye konu varlıkları devreden sponsordan bağımsız olması,
- ÖAV'ın faaliyet alanının önceden belirlenmesi,
- ÖAV'ın sahip olabileceği varlıkların niteliği,
- ÖAV'ın girişebileceği satış, mübadele ve varlık elden çıkarma işlemleri,

başlıkları altında özetlenebilir (Rosenblatt, Johnson ve Mountain, 2002:11 - Financial Accounting Standards Board, 2001:15-17).

Statement No. 140'a göre, ÖAV'ın 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 kıymetleştirme¹⁸ olması şartlarından birisinin mevcut olması gerekmektedir (Rosenblatt, Johnson ve Mountain, 2002:11).

ÖAV'ın faaliyet alanının önceden belirlenmesi hususunda ise ÖAV'ın faaliyet alanının, ÖAV'ın 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 hükümleri getirilmiştir (Rosenblatt, Johnson ve Mountain, 2002:11).

ÖAV'ın sahip olabileceği varlıkların niteliğine ilişkin olarak; söz konusu varlıkların ÖAV'a devredilmiş "pasif" nitelikte finansal varlıklar; "pasif" nitelikte türev araçlar; ÖAV'ın kuruluşunda veya varlıkların ÖAV'a devredilmesi sırasında

¹⁸ Guaranteed mortgage securitization.

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 olabileceği öngörülmüştür (Rosenblatt, Johnson ve Mountain, 2002:12-13).

Bu düzenleme uyarınca, finansal varlığın veya türev aracın "pasif" nitelikte olması için, ÖAV'ın bu varlığın ilgili olduğu kuruluşta borç servisine ilişkin kararlar dışında hiç bir karara dahil olmaması gerekmektedir. Buna göre NÖAV'ın yönetimde oy hakkı veren finansal araçlara sahip olması; NÖAV'ın sahip olduğu paylar aracılığıyla tek başına veya ilişkili olduğu taraflarla beraber, kontrol imkanı verecek veya karar mekanizmasında önemli etkisi olacak oranda pay sahibi olması uygun değildir.

NÖAV'ların, menkul kıymetleştirme işleminde varlıklarını devreden ortaklığın veya ilişkili kuruluşlarının mali tablolarına konsolide edilmemesi, ortaklıklar için bilanço dışı finansman anlamında büyük avantaj sağlamaktadır. Bu yüzden de ortaklıklar, menkul kıymetleştirme işlemlerinde kullanacakları ÖAV'ların tasarımını ve ÖAV'ın sahip olacağı varlıkların niteliğini, Statement No. 140'da belirtilen sınırlamalara uygun olarak belirlemekte; kuruluşlarının ardından ÖAV'ların girişecekleri satış ve mübadele işlemlerinin, sayılan şartları taşıması için büyük özen göstermektedir.

3.1.4. IASB ve FASB Düzenlemelerine İlişkin Genel Değerlendirme

IASB ve FASB tarafından ÖAV konulu işlemlere ilişkin yapılan düzenlemeler incelendiğinde; her iki düzenlemede de, ÖAV'ın varlık ve yükümlülüklerinin işleme taraf ortaklıkların konsolide mali tablolarına ne şekilde yansıtılacağı hususunun ön plana çıktığı ve getirilen düzenlemelerin bu konu çevresinde yoğunlaştığı görülmektedir. Ancak, önceki bölümlerde de değinildiği üzere, IASB ve FASB düzenlemeleri arasında temel yaklaşım farkları bulunmaktadır.

ÖAV'lar ile ilgili hükümler, FASB tarafından yapılmış olan düzenlemelerde, çeşitli alt düzenlemelerde dağınmak üzere yer almaktadır ve söz konusu düzenlemeler üzerinde genel bir mutabakata varılamamıştır. Buna karşın; IASB düzenlemelerinde, ÖAV'lar ile ilgili hükümler büyük ölçüde bir araya toplanmış ve IAS'ın genel özelliği olan yorumlamaya dayalı yaklaşım nedeniyle, uygulamada büyük ölçüde mutabakat sağlanabilmiştir.

Birçok ÖAV uygulamasında, sponsor ortaklığın, bilanço dışı finansmana olanak vermek ve konsolidasyon uygulamasının etrafından dolanmak amacıyla ÖAV'ın sermayesinde pay sahibi olmaması ile esas sözleşme vb. metinlere konulan hükümler aracılığıyla ÖAV üzerinde kontrol sağlanması, her iki düzenlemede de dikkate alınmış; konsolidasyon kararında, ÖAV'ın ortaklık yapısından çok, ÖAV'ın

ortaya koyacağı faydadan yararlanma derecesi, ÖAV üzerinde dolaylı yollardan sağlanan kontrol ile maruz kalınan risk/getiri yapısı, belirleyici hususlar olarak öne çıkmıştır.

Ancak, "kurallara dayalı" olması özelliğiyle dikkat çeken FASB 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 kuralı, birçok eleştiriye neden olmaktadır. Zira, sayısal standartlar getirilmesinin uygulayıcılar için objektif bir yaklaşım getireceği ve uygulamada karışıklığı engelleyeceği düşünülmüş olsa da; ÖAV tasarımının ve işleyiş esaslarının çok değişik şekillerde yapılabilmesi, getirilen standartların etrafından dolanılabilmesine imkan vermektedir.

FASB'un, ÖAV uygulamasında en çok karşılaştığı sorun; ÖAV'ların, oy haklarının ne kadarına sahip olunursa olunsun, çoğunluk pay sahiplerinin kontrolüne imkan vermeyecek şekilde tasarlanabilmeleri hususudur. Oy haklarının çoğuna sahip olunmasına rağmen, kontrolün sağlanamamasının iki temel sebebi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ÖAV'ların oy hakkının hiç ortaya çıkmadığı hukuki nevelerde kurulabilmeleri; ikincisi, ÖAV'nın esas sözleşme vb. hukuki metinlerinde, oy haklarının çoğunluğuna sahip ortakların, kontrolü ele almasını engelleyecek düzenlemeler yapılabilmesidir. Bu sayede sponsor, ÖAV'nın sermaye paylarının ilişkili olmayan üçüncü taraflarda olmasını sağlamakta; buna karşın, kontrolü kendinde tutarak, ekonomik faydanın çoğunu kendine yönlendirebilmekte ve konsolidasyon düzenlemesinin etrafından dolanabilmektedir.

ÖAV'nın ortaklık tarafından konsolide edilmesi hususunda kurallara dayalı katı bir yaklaşımın tersine, yorumlamaya dayalı bir yaklaşımın benimsendiği IASB düzenlemelerinde; kontrolün hangi şartlarda sağlanabileceği hususunda, sayısal standartlar vermek yerine, genel prensiplerin verilmiş olması; bu prensiplerin somut olaya uygulanmasında değerlendirmelere yer bırakılması ve böylece ÖAV'ların tasarımları ve işleyiş esasları üzerinde şekilsel değişiklikler yapılarak düzenlemenin etrafından dolanılabilmesi imkanının ortadan kaldırılması, söz konusu düzenlemenin üstünlükleri olarak değerlendirilebilir. ÖAV konulu IASB düzenlemelerinin FASB tarafından yapılmış olan düzenlemelere üstünlüğü, ABD'de özellikle Enron olayı sonrasında yoğun olarak dile getirilmekte; IASB düzenlemelerine benzer nitelikte bir düzenleme yapılmasının, sponsorların FASB'un mevcut düzenlemelerinin etrafından dolanma imkanlarını kısıtlayacağı, öne sürülmektedir.

3.2. FASB'un Enron Olayı Sonrasında Önerdiği Özel Amaçlı Varlık Düzenlemeleri

FASB, çalışmanın ilerleyen kısımlarında da değinilecek olan Enron olayı sonrasında, ÖAV'lara ilişkin düzenlemelerinin yetersizliğinin ortaya çıkması ve kendisine getirilen eleştirilerin yoğunluğu üzerine, konuya ilişkin önlemler alma yoluna gitmiştir. Bu önlemlerin ilki, ÖAV'ların konsolidasyonu hususunda 15.03.2003'te yürürlüğe girmek üzere bir tasarı¹⁹ hazırlamak ve bu tasarımı kamuoyunun bilgisine sunmak olmuştur.

FASB, ÖAV kullanımını kısıtlamak amacıyla değil, ÖAV'lar ile işlemde bulunan ortaklıkların mali 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 mali tabloları karşılaştırılabilirlik özelliğini yitirmiş işletmeler arasında, kamuyu aydınlatma açısından denge kurulmasını hedeflemektedir (Financial Accounting Standards Board, 2002:1).

Bu tasarının konusu olan ÖAV'ların belirleyici ortak özellikleri, oy hakkı veren payların ne kadarına sahip olunursa olunsun, söz konusu payların sahiplerine, ÖAV üzerinde kontrole imkan veren haklar sağlamamalarıdır. Tasarıda, oy haklarının çoğunluğuna sahip ortakların kontrolü ele almalarını engelleyecek durumlar, açıkça ortaya konulmaktadır.

Tasarıda, oy hakları dışındaki yollarla kontrol edilen ÖAV'ların tespit edilmesine ilişkin işlemlere yer verilmekte ve böyle bir ÖAV ile ilişkili olan ortaklıkların "değişken menfaat"²⁰ olarak adlandırılacak yollarla ÖAV'a mali destek sağlayıp sağlamadığının tespiti, zorunlu hale getirilmektedir.

ÖAV'lara varlık ve yükümlülüklerindeki değişimlerden doğrudan etkilenebilecek şekilde mali destek sağlanılmasında kullanılan yolların tamamı, tasarıda "değişken menfaat" olarak tanımlanmakta olup; 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 edilebileceği öngörülmüştür (Financial Accounting Standards Board, 2002:3).

Aşağıda sıralanan koşulların tümünü birden sağlamayan, oy hakkına sahip sermaye payları da, tasarıda değişken menfaat kapsamında değerlendirilmektedir (Financial Accounting Standards Board, 2002:4). Bu koşullar;

¹⁹ Exposure Draft - Proposed Interpretation, Consolidation of Certain Special Purpose Entities, an Interpretation of ARB No. 51

²⁰ Variable interests.

- a. ÖAV'in sermayesinin, finansman sağlamak için değişken menfaatlere başvurmaya gerek kalmayacak bir tutarda, yani ÖAV'in toplam varlıklarının genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre hesaplanmış makul değerlerinin %10'unun üzerinde olması,
 - b. ÖAV'in varlıkları yükümlülüklerini karşılamaya yetmediği zaman karşılaşılabilecek zarara, ilk olarak ortakların maruz kalması ve faaliyetler sonucunda elde edilecek kardan, ortakların payına düşecek kısım için herhangi bir taahhütte bulunulmaması,
 - c. ÖAV'in sermayesinde paya sahip olmak için konulan aynı sermayenin, bir başka ÖAV'ta sahip olunan ikincil menfaat olmaması,
 - d. Ortakların ÖAV'in sermayesindeki payının, doğrudan veya dolaylı olarak yine ÖAV veya ÖAV'in diğer ortakları tarafından finanse edilmemiş olması,
- şeklinde sıralanmıştır.

Tasarı uyarınca, ÖAV'ta değişken menfaatlerin çoğunluğunu elinde tutması veya elinde bulunan değişken menfaatlerin, ÖAV'in değişken menfaatlerine sahip diğer tarafların ellerinde bulunanlardan daha fazla olması durumunda, "esas lehdar"²¹ olarak nitelendirilen ortaklık; ÖAV'in mali tablolarını, ARB No. 51 uyarınca konsolidasyon yükümlülüğü doğmamış olsa da konsolide mali tablolarına dahil etmek zorunda olacaktır. Tasarıda, esas lehdara, konsolidasyona tabi tuttuğu ÖAV'in varlık, yükümlülük ve faaliyetlerine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü de getirilmektedir.

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'in konsolidasyonu bu tasarıdaki esaslara göre değil, oy hakkı veren payların konsolidasyonunu düzenleyen genel esaslara göre yapılmalıdır. Ancak, bu şartlar sağlanmıyorsa, ÖAV'in değişken menfaatler dikkate alınarak konsolidasyona tabi tutulması gerekmektedir (Financial Accounting Standards Board, 2002:4).

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. Sahiplerini, 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 hakları, borçluluğu temsil eden menkul kıymetler, finansal kiralama işlemleri, işletim ve diğer hizmet sözleşmeleri, varlık alımına ilişkin opsiyon hakkı,

²¹ Primary beneficiary.

satın alma sözleşmeleri, varlıkların gelecekteki değerlerine ilişkin verilen garantiler ve türev araçlar verilebilir (Financial Accounting Standards Board, 2002:7).

Tasarıda, IASB düzenlemelerinde SIC-12'nin ekinde konuya ilişkin açıklayıcı örnekler verilmesine benzer şekilde, ÖAV'larca girişilebilecek faaliyetlerde esas lehdarın tespitine yönelik örnekler de verilmiştir.

Buna göre; gayrimenkul, üretim tesisi veya makine-ekipman konulu finansal kiralama işlemlerinde, kiracı ortaklık, varlığın kiralama dönemi sonundaki değerine ilişkin bir fiyat garantisi vermiyorsa veya varlığı kiraya veren ÖAV'ın varlıklarının kiralama dönemi sonundaki değerinin, yükümlülüklerini karşılamaya yetecek düzeyde olacağını taahhüt etmiyorsa, ÖAV'a "borç vermek" yoluyla mali destek sağlayan tarafın/ tarafların esas lehdar olması muhtemeldir. Kiracı, yukarıda sayılan taahhütleri vermişse, kiracının esas lehdar olarak değerlendirilmesi gerekmektedir (Financial Accounting Standards Board, 2002:11).

ÖAV'ın stok satın almak ve bulundurmaya üzere tasarlandığı işlemlerde ise stokların gelecekte kullanımı veya satışı için finansman sağlayan tarafın, esas lehdar olması muhtemeldir (Financial Accounting Standards Board, 2002:12).

Tıbbi teknoloji, ilaç, elektronik cihaz ve bilgisayar yazılımı gibi ürünler konusunda araştırma-geliştirme faaliyetinde veya petrol, doğal gaz vb. gibi doğal kaynakları arama faaliyetinde bulunan bir ÖAV örneğinde ise ÖAV'ın sermaye payını veya geliştirdiği/bulduğu ürünleri gelecekte makul değerinden daha düşük fiyattan satın alma hakkı bulunan taraf, tasarıda esas lehdar olarak tanımlanmıştır (Financial Accounting Standards Board, 2002:12).

Piyasanın görüşlerinin toplanıp, FASB tarafından nihai yorumun yayınlanmasıyla birlikte yürürlüğe girecek olan tasarı ile daha önce üzerinde anlaşmaya varılmış bazı EITF yorumlarının²² ÖAV'lara ilişkin hükümlerinin tamamı, bazı EITF yorumlarının da²³ ÖAV'lara ilişkin hükümlerinin bir kısmı, iptal edilmektedir.

Öneri taslağında, FASB'un kurallara dayalı genel yaklaşımından ve ÖAV konulu işlemlere ilişkin önceki düzenlemelerinden farklı olarak, sadece ayrıntılı tanımlanmış kurallara bağlı kalınmadığı, bunun yanında, kullanıcının değerlendirmelerine de yer bırakıldığı dikkat çekmektedir.

FASB'un 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

²² EITF Issue No. 90-15,; EITF Topic No. D-14; EITF Issue No. 90-20 "Impact of FASB Statement No. 125 on Consolidation of Special Purpose Entities".

²³ EITF Issue No. 96-21 "Implementation Issues in Accounting for Leasing Transactions involving Special-Purpose Entities"; EITF Issue No. 97-1 "Implementation Issues in Accounting for Lease Transactions, including Those Involving Special-Purpose Entities".

olması ve oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olmaları gerekliliği de bu tasarı ile terk edilmiş; statik olarak nitelendirilebilecek bu yaklaşım yerine, "değişken menfaat" ve "esas lehdar" gibi daha dinamik kavramlar getirilmiştir. Tasarının ekinde verilen örneklerde, IASB'un SIC-12 düzenlemesine benzer şekilde, konsolidasyon kararının verilmesinde ÖAV'nin faaliyetler sonucu ortaya çıkan faydadan yararlanma hakkının açıkça dikkate alınması da öneri taslağının olumlu bir başka yönü olarak değerlendirilebilir.

3.3. SEC'in Bilanço Dışı İşlemler Hususunda Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin "MD&A" Düzenlemeleri

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 analizlerini (MD&A) içeren bildirimlerde iyileştirmeler öngören SEC açıklamasında, ortaklıklar için yeni kanuni yükümlülükler getirilmemekte, ancak mevcut MD&A düzenlemelerinin²⁴ uygulanması konusunda öneriler yapılarak, kamunun aydınlatılması süreci iyileştirilmektedir.

Ortaklıkların faaliyetlerine ilişkin sayısal verilere dayanan mali tabloların, yatırımcıların mevcut duruma ve geleceğe yönelik yorum yapmalarında yeterli olmadığı düşünülerek getirilen MD&A düzenlemeleri, yatırımcılara ortaklığa bir de kendi yöneticileri gözünden bakma fırsatı vermekte, bu da yatırım kararlarında faaliyetlere ilişkin olarak sadece geçmiş verilere dayanarak yorum yapma zorunluluğunu ortadan kaldırmaktadır.

SEC, yatırımcıların ortaklıkların faaliyetlerine ilişkin daha iyi bilgilendirilmelerini teminen, MD&A düzenlemelerinde 3 önemli alanda iyileştirmeler yapılmasını öngörmüştür:

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

ÖAV'lar ile doğrudan ilişkili olması nedeniyle, söz konusu düzenlemelerden sadece birincisi ele alınacaktır.

SEC düzenlemeleri uyarınca; ortaklıklar, MD&A açıklamaları kapsamında likidite ve sermaye kaynaklarını önemli ölçüde etkileyebilecek olan trendler,

²⁴Regulation S-K item 303, "Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations", Regulation S-B item 303, "Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations", Form 20-F item 5 "Operating and Financial Review and Prospects".

ihtiyaçlar, yükümlülükler, olaylar ve belirsizliklere deęinmelidir²⁵. 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 vermeleri önerilmektedir. Ortaklık, menkul kıymetleştirme veya AV kullanımı gibi yollarla likidite ve sermaye sağlıyorsa; bu işlemlerin amacı, ekonomik anlamı, işlemlerin temel Şartları, kurulan iliŐki sonucunda maruz kalınabilecek riskler gibi hususlara da kamuyu aydınlatma kapsamında değinilmelidir.

Düzenleme kapsamında, AV'ların kullanımı hususunda yukarda değinilen konulara ek olarak; ortaklığın AV kullanımına bağımlılık derecesi; AV kullanılan işlemlerde ne Şekilde finansman ve likidite sağlandığı, ortaklığın AV'tan alacaklılara karşı kendi üzerine aldığı geri ödeme ve piyasa risklerinin olup olmadığı; AV vasıtasıyla giriŐilen finansal kiralama, riske karşı korunma ve araştırma-geliştirme işlemlerinin niteliği; ortaklığın mali tablolarına doğrudan yansıtılmayan yükümlülükler ve AV kullanımına bağlı olarak sermaye ve likidite kaynaklarını riske atabilecek belirsizlikler de MD&A kapsamında tam ve eksiksiz bir Şekilde kamuya açıklanmalıdır.

AV kullanımının söz konusu olduğu durumlarda; ortaklık, yapılan sözleşmeler doğrultusunda AV'ın maruz kalabileceği zararları karŐılamak, ek finansman sağlamak, AV'ın elinde tuttuğu satın-alma opsiyonu sonucunda menkul kıymet ihraç etmek, AV'ın varlıklarını daha önce belirlenen tutarlar üzerinden satın almak ve bunlara benzer Şekillerde ortaklığın mali durumunu menfi yönde etkileyebilecek hususlara maruz kalabilecektir. Bu yüzden, yatırımcıların ortaklığın faaliyetleri ve mali tabloları hakkında tam ve eksiksiz olarak bilgilendirilmesini teminen, söz konusu hususlara da MD&A'de yer verilmelidir.

SEC açıklamasında, bilanço dışı işlemler yoluyla likidite ve sermaye sağlanmasına ilişkin olarak kamuya açıklanması gerekebilecek diğer hususlar; bilanço dışı muhasebeleŐtirilmeye konu varlığın tüm varlık ve yükümlülüklerine ilişkin detaylı bilgi; bilanço dışı muhasebeleŐtirilmeye 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 koŐul ve tutarları; ortaklığın mali durumunu etkileyebilecek veya ortaklığa herhangi bir yükümlülük getirebilecek garanti sözleşmeleri, al veya de anlaŐmaları, kredi mektupları veya kredi anlaŐmalarına ilişkin detaylı bilgi olarak sıralanmıştır.

²⁵Regulation S-K item 303, "Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations".

SEC, bilanço dışı işlemler de dahil olmak üzere likidite ve sermaye kaynakları hakkında dağınık olarak verilen bilgilerin, mali tablo kullanıcılarının daha kolay kavramalarını teminen, vade yapılarına ve çeşitlerine göre tasnif edilerek MD&A'de verilmesini de önermiştir (bkz. EK/4).

SEC'ın MD&A kurallarının uygulanması konusunda yapmış olduğu öneriler, ÖAV konulu işlemleri de kapsamak üzere, kamunun aydınlatılması sürecinde önemli iyileştirmeler yapmaktadır. Söz konusu iyileştirmeler sonucunda mali tablo kullanıcılarının tam ve eksiksiz bilgiye ulaşabilmesi, böylece yatırım kararlarının daha sağlıklı biçimde alınması ve piyasaların daha etkin biçimde işlemesi hedeflenmektedir (Pitt,2002).

3.4. Ülkemiz Sermaye Piyasası Mevzuatında Konuya İlişkin Düzenlemeler ve Karşılaşılması Muhtemel Sorunlar Karşısında Çözüm Önerileri

ÖAV'lar ve ortaklıkların ÖAV'lar ile yaptıkları işlemlere ilişkin herhangi bir "özel" düzenlemenin bulunmadığı ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı, ÖAV konulu işlemlerin ortaklıkların konsolide mali tablolarına etkisi açısından ele alındığında, 13.11.2001 tarih ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak 01.01.2003 tarihinden sonra sona eren yıllık ve bundan sonra gelecek ilk ara mali tablolardan geçerli olmak üzere yürürlüğe giren Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ hükümlerinin incelenmesi, yararlı olacaktır.

Amacı, ana ortaklık tarafından düzenlenecek konsolide mali tabloların hazırlanması ve ilgililere sunulması ile iştiraklerde, bağlı veya müşterek yönetime tabi ortaklıklardaki pay sahipliğinin muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemek olan Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ'de, bağlı ortaklıkların konsolidasyon yöntemine, müşterek yönetime tabi ortaklıkların müşterek yönetim konsolidasyonu yöntemine ve iştiraklerin özkaynak yöntemine tabi tutulması öngörülmüştür. Bu çerçevede, ÖAV'ların hangi kategoride değerlendirileceğini tespit edebilmek için bağlı ortaklık, müşterek yönetime tabi ortaklık ve iştirak terimlerinin üzerinde durmak gereklidir.

Bağlı ortaklıklar tanımı, Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ'de ana ortaklığın, doğrudan veya diğer bağlı ortaklıkları veya iştirakleri vasıtasıyla, sermaye ve yönetim ilişkileri çerçevesinde %50'den fazla oranda hisseye, oy hakkına veya yönetim çoğunluğunu seçme hakkına veya yönetim çoğunluğuna sahip olduğu işletmeler için kullanılırken; müşterek yönetime tabi ortaklık, yönetimi, konsolidasyona dahil ortaklıklar ile birlikte veya tek başına başka hissedar ve/veya hissedarlar grubunca ortak olarak paylaşılan işletmeler anlamında kullanılmaktadır.

Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ'de iştirak tanımı da, ana ortaklığın, yönetimine ve işletme politikalarının belirlenmesine katılma anlamında devamlı bir bağının ve/veya doğrudan veya dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunduğu ya da

sermayesinde %20 veya daha fazla, %50'den az oranda paya veya bu oranda yönetime katılma hakkına sahip bulunduğu işletmeler için yapılmıştır.

Bu çerçevede, söz konusu tanımlamalarda işletmelerin Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ uyarınca konsolidasyon, müşterek yönetim konsolidasyonu veya özkaynak yöntemlerinden birine dahil edilebilmesi için dikkate alınacak ölçütler; belli bir orandan fazla oranda hisseye, oy hakkına, yönetim çoğunluğunu seçme hakkına veya yönetim çoğunluğuna sahip olmak; yönetimi paylaşmak; yönetime katılma hakkına sahip olmak; yönetimine ve işletme politikalarının belirlenmesine katılma anlamında devamlı bağı olmak, şeklinde sıralanmıştır.

Söz konusu kıstaslar, 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 kalmaktadır. Zira, gelişmiş ülkelerde uygulanan birçok işlemde, sponsor olarak adlandırılan ortaklık, ÖAV'nin sermayesinde çok düşük oranlarda pay sahibi olmakta veya hiç pay sahibi olmamakta, yönetime doğrudan müdahale etmemekte; buna karşın, ÖAV'nin esas sözleşmesinde ve faaliyetlerini düzenleyici hukuki metinlerde yer alan hükümler aracılığıyla faaliyetler sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu tek başına elde etme hakkını elinde bulundurmaktadır. Mali tabloların hazırlanmasında, Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ hükümlerine uymak zorunda olacak ortaklıkların da kullanacakları ÖAV'nin tasarımı, 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 olabileceği düşünülmektedir.

Seri: XI, No:I sayılı Tebliğ'de, 18 numaralı bilanço dipnotunda pasiflerde yer almayan taahhütlerin toplam tutarına ilişkin açıklama yapılması; Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ'in konsolide mali tabloların dipnotlarını düzenleyen 17'nci maddesinde de konsolide mali tablo dipnotlarında:

- a. Ana ortaklığın, bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabi ortaklıkları, iştirakleri veya bunların veya kendi ortakları veya yöneticileri vasıtasıyla yönetiminde %20'den fazla oy hakkına, yöneticilerini seçme hakkına veya yönetime sahip olmakla birlikte sermayesinde pay sahibi olunmaması nedeniyle konsolide mali tablolara dahil etmediği bağlı ortaklıklar, müşterek yönetime tabi ortaklıklar ve iştiraklerle yapılan işlemlerin konsolide mali tablo kalemleri üzerindeki etkilerine ilişkin ayrıntılı açıklama yapması,
- b. Konsolide mali tabloların kapsamına girmeyen iştiraklerde ana ortaklığın sahip olduğu hisseler ve bu hisselerin muhasebeleştirilmelerine ilişkin bilgiler verilmesi,

- c. Konsolidasyona dahil edilmeyen ve ana ortaklık ve bağı ortaklık ile sermaye, yönetim ve denetim bakımından ilişkili bulunan ortaklıkların dahil edilmeme nedenlerinin verilmesi,
- d. Konsolide mali tabloları önemli ölçüde etkileyen ya da bunların açık, yorumlanabilir ve anlaşılabilir olması bakımından açıklanması gerekli olan diğer bilgilerin verilmesi,
- gerektiği düzenlenmiştir.

Ortaklık, ÖAV'lar ile yapmış olduğu işlemleri bu kapsamda değerlendirip konuya ilişkin olarak dipnotlarda açıklama yapsa bile, yurtdışı uygulamalarında kimi hallerde konsolide mali tablolara katılması gereken ÖAV'lar, konsolide bilanço ve gelir tablosunun dışında kalacak, sadece dipnotlardan konuya ilişkin bilgi edinilebilecektir.

Çalışmanın çeşitli bölümlerinde, yurtdışı uygulamasında ÖAV'ların, sponsorun mali tablolarının, özellikle de konsolide mali tablolarının dışında kalacak şekilde tasarlandıkları belirtilmiştir. 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 olması, ÖAV'ların kullanımını içeren bilanço dışı finansman işlemlerinin şimdiye kadar gündeme gelmemesine sebep olmuştur. Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ öncesinde konsolide mali tablo düzenleme mecburiyetleri olmayan, hisse senetleri borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören ortaklıklar, bilanço dışı finansman sağlamak amacıyla ÖAV kullanımı gibi özellik taşıyan işlem kalıpları kullanmak zorunda kalmamış, çok daha basit yollarla benzer sonuçlara ulaşabilmişlerdir. Ancak, Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ uyarınca konsolide mali tablo düzenleme yükümlülüğünün getirilmesinin ardından, söz konusu ortaklıkların ÖAV konulu işlemlere yönelebilecekleri düşünülmektedir.

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 kalmaları, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında da konuya ilişkin özel düzenlemeler yapılmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Türkiye'nin Avrupa Birliği üyeliğine yönelik sürdürülen mevzuat uyumlaştırma çalışmalarını ve Uluslararası Para Fonu'na verilen niyet mektuplarını da yapılacak düzenleme kapsamında değerlendirmek gerekmektedir.

Avrupa Birliği Parlamentosu ve Konseyi'nin 19.07.2002 tarih ve 1606/2002 tarihli düzenlemesi²⁶ uyarınca, AB üyesi ülkelerin herhangi birinde teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören ortaklıklar, konsolide mali tablolarını 01.01.2005 tarihinden itibaren IASB tarafından öngörülen standartlara uygun olarak hazırlamak zorundadır. Söz konusu düzenlemede, ÖAV'ların konsolidasyonun düzenlendiği SIC yorumlamaları da olarak uluslararası muhasebe standartlarının parçası olarak kabul edilmiştir. AB'ne üyelik sürecinde, mali mevzuatın ve dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatının da AB mevzuatı ile uyumlaştırılması gerektiğinden; ÖAV konusunda yapılacak bir düzenlemenin, IASB tarafından öngörülen standartlara uygun olarak hazırlanması uygun olacaktır.

Uluslararası Para Fonu'na verilen 30.07.2002 tarihli niyet mektubunun EK-B bölümü 61'inci maddesinde de, SPK'r.'nun enflasyon muhasebesi de dahil olmak üzere uluslararası muhasebe standartlarını, 01.01.2003 tarihine kadar uygulamaya koyacağı yönünde taahhüt verilmiştir.

Bu çerçevede, SPK'n.'nun 22'nci maddesinin (e) bendinde SPK'r.'na verilen yetki kapsamında, ÖAV'lar için özel bir düzenlemenin yapılması durumunda; bu düzenlemenin, AB üyeliğine yönelik olarak sürdürülen mevzuat uyumlaştırma çalışmalarına ve Uluslararası Para Fonu'na verilen uluslararası muhasebe standartlarının benimsenmesi taahhüdüne uygun olarak; IASB 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 olacağı düşünülmektedir. Ancak, söz konusu çalışmanın IASB düzenlemeleriyle sınırlı tutulmaması; FASB'un hazırlamakta olduğu ve 2003'de yürürlüğe girecek olan tasarı ile ÖAV konulu işlemlerde kamuyu aydınlatma hususunda SEC'in 22.01.2002 tarih ve "33-8056; 3445321; FR-61" sayılı açıklamasında önerilen MD&A düzenlemelerinin de dikkate alınması, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması açısından yararlı bulunmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ENRON OLAYI

4.1. Genel Bilgi

ÖAV kullanımını konu alan işlemler, 1970'lerden itibaren başlamaları ve 1990'larda yaygınlaşmalarına rağmen, ancak 2001 yılının sonlarında gündeme gelen ve ÖAV'ların bilanço makyajlama amacıyla yoğun olarak kullanıldığı Enron olayı

²⁶ Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the Application of International Accounting Standards.

sonrasında kamuoyunun dikkatini üzerinde toplamıştır. Enron olayının dikkatle incelenmesinin, ortaklıkların ÖAV kullanımına yönelme nedenlerini, ÖAV'ların usulsüz olarak kullanımları sonucunda ortaya çıkabilecek sonuçları ve ÖAV'lara ilişkin özel düzenlemeler yapmanın gerekliliğini ortaya koyması bakımından faydalı olacağı düşünülmektedir.

1985'de bir enerji şirketi olarak kurulan Enron, ABD'de devletin enerji piyasasına müdahalesini azaltmasıyla hızla büyümüş ve faaliyet alanını, enerji tedarikçiliğinden enerji kaynaklarına dayalı türev araçlar üzerine komisyonculuk hizmetine doğru hızla genişletmiştir.

2 Aralık 2001'de, ABD hukuki düzenlemeleri uyarınca Bölüm 11 (Chapter 11) isimli düzenleme çerçevesinde gönüllü iflas başvurusunda bulunduğunu kamuya duyuran Enron, yapmış olduğu bu açıklama ile ABD sermaye piyasalarını derinden etkilemiştir. 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 açıklaması, yatırımcıların ABD sermaye piyasalarına ve özellikle ortaklıkların kamuya açıkladıkları mali tablolara olan güvenini sarsmış, ABD sermaye piyasalarında büyük fiyat dalgalanmalarının yaşanmasına neden olmuştur. 1 Ocak 2001'de fiyatı 83,12 \$ olan Enron hisse senetleri, şirketin Bölüm 11 başvurusunu yapmasını zorunlu kılan olaylar zinciri sırasında sürekli değer kaybetmiş; 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 \$'a kadar gerilemiştir. Enron hisse senetlerinin son üç yıllık fiyat hareketleri EK/5'te yer alan grafikte verilmektedir.

Enron'un çöküşü olarak adlandırılabilen bu süreçte üç önemli husus etkili olmuştur:

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

4.2. Enron'un Özel Amaçlı Varlık Kullanım Nedenleri

Enron, 1990'lı yılların sonunda, büyüme stratejisine uyduğunu düşündüğü alanlara girerek faaliyetlerini genişletmeye başladı. 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'ı 10 yıl önce faaliyet alanına

girmeyen işlerden, %30-40 arasındaki bir kısmı ise 5 yıl önce faaliyet alanına girmeyen işlerden oluşuyordu ve kuruluş yıllarında faaliyet alanı enerji, emtia ve hizmet sağlamak olan şirket, temel faaliyet alanını hızla mali hizmetlere yönlendiriyordu (Powers, Troubh ve Winokur, 2002:36)

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 yatırımlar, bilanço ve gelir tablosu üzerinde kısa vadede büyük bir yük oluşturuyorlardı. 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 seçenek oluşturmuyordu. Ayrıca, borç yükünün artması, 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 durumdu. Yabancı kaynak kullanımına alternatif olabilecek özkaynak kullanımını ise sadece yapılacak yeni sermaye artırımları yoluyla gerçekleştirilebilirdi. Ancak, bu seçenek de sermaye artırımları hisse başına düşecek kar tutarını sulandıracağından, yatırımcılar ve menkul kıymet analistleri için cazip bulunmuyordu (Powers, Troubh ve Winokur, 2002:36). Enron yöneticileri de, hizmetleri karşılığında şirketten elde ettikleri parasal menfaatlerin 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 yöneldiler. EK/6'da yer alan şekilde, Enron olayında kullanılan tipik bir işlem özetlenmektedir.

1990'ların başından 2001 yılı başına kadar birçok ÖAV kuran Enron, 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 alacaklar), korunma amaçlı işlemler (Rhythms ve Raptor işlemleri) ve maddi duran varlıklarının satışı işlemlerinde yoğun olarak kullanmıştır (Powers, Troubh ve Winokur, 2002:36).

4.3. Enron'un Özel Amaçlı Varlık Kullanımını İçeren İşlemleri

Enron'un iflas başvurusu ile sonuçlanan büyük başarısızlığının ardında, ÖAV'ların gereğinden fazla, kontrolsüzce ve kural dışı kullanılması çok önemli bir yer teşkil etmektedir. Enron, ÖAV'ların 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 kullanmıştır.

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 \$ tutarında vergi sonrası düzeltme yapıldığını; LJM2 adlı ortaklık ve kurmuş olduğu ÖAV'lar ile yaptığı işlemlerde ihraç ettiği hisse senetlerinin geri alınması nedeniyle, sermayesinin 1,2 milyar \$ azaltıldığını belirtmiştir (Herdman,2001:Appendix A).

Şirket, bu açıklamadan yaklaşık bir ay sonra, 1997-2001 dönemi mali tablolarının, Chewco ve LJM1 ortaklıkları ile yapılan işlemlerle ilgili olarak yeniden düzenleneceğini açıkladı. Söz konusu düzeltmelerin Enron'un mali tablolarına etkisi EK/7'de yer alan tabloda özetlenmektedir (Powers, Troubh ve Winokur, 2002:3).

Enron'un 19 Kasım 2001 tarihinde 30.09.2001 ara mali dönemine ilişkin olarak SEC'a sunduğu bilgi formunda, daha önce kamuya açıklanan hususlara ek açıklamalar yapılıyor ve şirketin karlılığının düzeltilmesi için yeniden yapılandırmaya gidileceği ifade ediliyordu. Aynı bildirimde, şirketin kredi derecesinin düşürülmesi neticesinde, daha önce kurulmuş olan bir ÖAV ile ilgili olarak yapılması gereken 690 milyon \$ tutarındaki ödemenin vadesinin öne çekildiği ve şirketin kredi derecesinin "yatırım yapılabilir" derecesinin altına düşürülmesi halinde başka borçların vadelerinin de öne çekilebileceği kamuya açıklandı(Herdman,2001:Appendix A).

Enron'un Chewco, LJM1 ve LJM2 ile olan işlemlerinin bir kısmı mali tablolarının daha iyi görünmesini sağlamak üzere yapılmışken; bir kısmı da şirketin yatırımlarından etmiş olduğu zararın, mali tablolara yansımaları önlemek için yapılmıştır. Zarar gizleme amaçlı işlemlerde, Enron'un bir takım yatırımlarında karşılaştığı zararlar, geri planında yine Enron'un bulunduğu üçüncü taraflarca Enron'a ödenecek şekilde düzenlenen riskten korunma işlemleri yoluyla garantiye alınmış izlenimi veriliyordu. 2000 yılı üçüncü çeyreğinden 2001 yılı üçüncü çeyreğine kadar geçen sürede, bu işlemler yoluyla, şirket gelirlerinin yaklaşık 1 milyar \$ daha fazla gösterildiği tahmin edilmektedir(Powers, Troubh ve Winokur, 2002:4).

Chewco ve LJM1 ile yapılan işlemler neticesinde 2001 yılı Ekim ayında yapılan bilanço düzeltmeleri, söz konusu işlemlerin açık şekilde yanlış muhasebeleştirilmesi ya da yanlış tasarlanmış olması sonucunda yapılmışken; şirketin mali tablo düzeltmelerine neden olan diğer işlemlerde, mevcut muhasebe ilkelerinin etrafından dolanabilmek üzere kurulan karmaşık yapılara rağmen, hatalı olarak yorumlanabilecek muhasebeleştirme işlemleri yapılmıştır. Enron, bu işlemlerin hemen hemen tamamında, şirketin aynı zamanda bağımsız denetçisi olan Andersen'dan danışmanlık hizmeti almıştır.

Mali tablolarının daha iyi görünmesini sağlamak ve şirketin yatırımlarından etmiş olduğu zararları kapatmak için kullanılan ÖAV işlemlerinde, muhasebe düzenlemelerine aykırı olarak yorumlanabilecek hatalar yapmasına ek olarak, kamuyu aydınlatma hususunda da hatalar yapan Enron, kamuya açıkladığı mali raporları ile yıllık ve ara dönem mali tablolarında, LJM ortaklıklarına ilişkin bilgi vermiş olsa da; söz konusu bilgiler, şirketle ilişkili olmayan üçüncü kişi/kuruluşlarla yapılan işlemlerle aynı koşullarda yapıldığı ifade edilen ÖAV işlemlerinin niteliğine ve işleyiş şekillerine ilişkin tam ve anlaşılabilir olmaktan uzak olarak nitelendirilebilir (Powers, Troubh ve Winokur, 2002:17).

Enron yönetim kurulunun dışarıdan atadığı kişilerden oluşturulan araştırma komitesinin hazırlamış olduğu raporda²⁷ yer alan tespitler esas alınarak hazırlanan, Enron'un Chewco, LJM1 ve LJM2 ile yapmış olduğu işlemlere ilişkin özet bilgi, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde verilecektir.

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

Enron ve California kamu çalışanları emeklilik sistemi (CALPERS), 1993 yılında arasında JEDI adlı ortaklıkta birlikte pay sahibi oldular ve söz konusu ortaklıkta eşit ölçüde yönetim hakkına sahip olduklarından, Enron bu şirketi konsolidasyona tabi tutmadı.

Enron, 1997 yılı Kasım ayında, kurulacak daha büyük bir ortaklığa yatırım yapabilmesine imkan vermek amacıyla CALPERS'in JEDI'daki payını satın almak istedi. Ancak, JEDI'da CALPERS'in yerine başka bir ortağın bulunamaması durumunda JEDI'ı konsolide mali tablolarına dahil etmek zorunda kalacak olan Enron, bu durumun önüne geçmek için, çalışanlarından Michael J. KOPPER'in CALPERS'in payını satın almak üzere Chewco'yu kurmasını sağladı.

İşlem tarihinde mevcut olan muhasebe düzenlemeleri uyarınca, JEDI'nın Enron tarafından konsolidasyona tabi tutulmaması, Chewco'nun Enron'la ilişkili olmayan kişi/kuruluşlardan toplam varlıklarının %3'ü oranında sermaye bulmasına bağlıydı. Chewco, söz konusu sermayeyi temin edemediğinden, CALPERS'in JEDI'daki paylarını öz sermaye yerine borçlanmak suretiyle finansman sağlayarak devraldı. Enron ise söz konusu işlemde konsolidasyona tabi tutulmama şartlarının sağlanmamasına rağmen, Chewco'yu ve dolaylı olarak da JEDI'ı konsolide mali tablolarına dahil etmedi. 2001 yılında Andersen'la beraber yapılan gözden geçirmede Chewco'nun ve JEDI'nın durumlarının ÖAV'lara ilişkin muhasebe düzenlemelerine uygun olmadığı; Chewco ile JEDI'nın konsolide mali tablolara dahil edilmesi gerektiği

²⁷ POWERS, William C. ve TROUBH, Raymond S. ve WINOKUR Herbert S. February, 2002 Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.

tespit edildi. Enron, söz konusu tespitin neticesinde, 2001 yılı Kasım ayında yaptığı açıklamada, söz konusu ortaklıkların geriye dönük olarak konsolide mali tablolara dahil edileceğini bildirdi. Söz konusu işlem neticesinde, Enron'un geçmiş dönem karlarında büyük düşüşler yaşanırken, bilançosunun sermaye ve borçlar hesaplarında da büyük değişiklikler ortaya çıktı.

4.3.2. LJM Cayman, L.P. ve LJM2 Co-Investment, L.P. ile Olan İlişkiler

Enron, LJM1 ve LJM2 ile olan ticari ilişkilerine ilk olarak 1999'da yönetim kurulunun da onayı ile başladı. Söz konusu ilişkiler sonucunda, Enron'un mali tablolarında tutarı 1 milyar \$'ı geçen iyileştirmeler sağlanırken, aralarında Enron'un finansman alanındaki tepe yöneticisi (CFO) Andrew F. FASTOW'un da bulunduğu LJM ortaklıklarının sahipleri ve yöneticileri, büyük meblağlarda kar elde ettiler. LJM ortaklıklarının ortaklık yapıları, EK/8'de yer alan şekilde verilmektedir.

Haziran 1999'dan Haziran 2001'e kadar geçen iki yıllık sürede, LJM ortaklıkları ile Enron arasında yirmiden fazla ticari işlem gerçekleştirildi. Söz konusu işlemler, genel özellikleri dikkate alınarak sınıflandırılacak olursa, iki temel işlem kalıbı ortaya çıkmaktadır:

- a. Varlık satışları.
- b. Riskten korunma amaçlı gibi görünen işlemler.

Her iki işlem kalıbı da Enron'un zararına gerçekleştirilmesine rağmen, riskten korunma amaçlı işlemlerin verdiği zarar, diğerinden çok daha ciddi boyutlardadır.

4.3.2.1. Varlık Satışları

Enron, bilançosunun aktifinde taşımak istemediği varlıkları, çoğu zaman mali dönemlerin sonuna yakın tarihlere rastlamak üzere, LJM ortaklıklarına devretmekteydi. Normal şartlar altında mülkiyetle beraber, mülkiyetin beraberinde getirdiği risklerin de nakledilmesi halinde sıradan işlemler olarak nitelenebilecek varlık devirleri, risklerin nakledilmesi hususunda soru işaretleri oluştuğundan, sorgulanmaya açık olarak değerlendirilmektedir.

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 olaylar; özellikle de bu varlıklardan beşinin satış işlemlerinin gerçekleştirildiği mali dönemlerin bitmesinin hemen ertesinde Enron tarafından geri alınması ve LJM ortaklıklarının her işlemde önemli tutarlarda kar etmeleri, söz konusu işlemlerin meşruluğu hususunda tereddütler uyandırmaktadır.

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 olması ve satışa konu varlıkların Enron tarafından daha sonra geri alınması, bu işlemlerin usulüne uygun gerçekleştirilmiş ekonomik amaçlı satış işlemleri olarak nitelendirilebilmesine olanak vermemektedir. Bu çerçevede, LJM ortaklıkları ile yapılan işlemlerin Enron'un mali tablolarında makyajlamaya imkan vermek üzere tasarlanmış oldukları sonucuna varmak mümkündür.

4.3.2.2. Riskten Korunma Amaçlı İşlemler

LJM ortaklıkları ile Enron arasında yapılan riskten korunma amaçlı ilk işlem, yönetim kurulunun da onayı ile 1999 yılı Haziran ayında gerçekleşti. Normal şartlar altında yapılan riskten korunma amaçlı işlemlerde temel amaç, işletmeyle ilişkili olmayan üçüncü bir tarafla yapılan sözleşme neticesinde, sözleşmede belirlenmiş bir bedel ödeyerek, yapılan yatırımlarda edilmesi muhtemel zararlar için korunma sağlamaktır. Sözleşme yapılan taraf, yatırımın değeri düştüğü takdirde, oluşan zararı sözleşme hükümlerine uygun bir şekilde karşılar. Ancak, Enron ve LJM ortaklıkları arasında yapılan korunma amaçlı işlemler, verilen bu tarife uymamaktadır.

İlk olarak Enron'un Rhythms adlı teknoloji şirketine yapmış olduğu yatırımı korumak amacıyla tasarlanan bu işlemlerde; Enron, kendi hisse senetlerini bu işlem için kurulmuş olan "LJM Swap Sub, L.P." ticaret unvanlı ÖAV'a iskontolu fiyattan dolaylı olarak devrediyor, LJM1 de kurulan ÖAV'ın konsolidasyon dışı kalması için gerekli olan sermayeyi sağlıyordu. Enron'un sahip olduğu Rhythms hisse senetlerinin değeri düştüğü takdirde karşılaşılabilecek zarar, ÖAV'tan opsiyon kullanımı yoluyla tahsil edilecek, söz konusu ödemenin kaynağı da ÖAV'ın sahip olduğu Enron hisse senetleri olacaktır.

Enron ve Andersen tarafından 2001 yılında yapılan gözden geçirme sırasında, ÖAV'ın konsolidasyon dışı kalması için dışardan sermaye sağlama şartını yerine getirilmediği ve bu nedenle de konsolide mali tablolara dahil edilmesi gerektiği tespit edildi. Kasım 2001'de Enron'un konsolide mali tablolarına geriye dönük olarak dahil edilen ÖAV, 1999 yılı net dönem gelirinin 95 milyon \$, 2000 yılı net dönem gelirinin ise 8 milyon \$ azaltılmasına sebep oldu.

Enron'un, 2000 ve 2001 yıllarında yaptığı diğer riskten korunma amaçlı işlemlerde ise topluca "Raptor" adı verilen dört ÖAV (Talon LLC, Timberwolf LLC, Porcupine LLC, and Bobcat LLC) kullanıldı. Şirketin daha önce gerçekleştirdiği Rhythms işlemi örnek alınarak kurulan Raptor'lar, önceki işlemlerden çok daha karmaşık olarak tasarlanmıştı. Ancak bu işlemlerde de temel amaç, Enron'un piyasa değerine göre iskontolu değerden dolaylı yollarla 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

çıkıyordu. Söz konusu işlemlerde kullanılan ÖAV'lar için konsolidasyon zorunluluğunu bertaraf etmek amacıyla dışarıdan sermaye sağlama görevini ise LJM2 yerine getirdi.

Enron'un riskten korunma amaçlı işlemlerine danışmanlık hizmeti veren Andersen, söz konusu işlemlere onay vermesine rağmen; ekonomik amaçlı olmaktan çok muhasebe amaçlı olan bu işlemlerde, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin etrafından dolanılıyor, Enron'un yapmış olduğu yatırımlarında karşılaştığı zarar için ÖAV'ların yapacağı ödemelerin kaynağı yine Enron olduğundan, riskten korunma sağlanmıyordu. Söz konusu işlemlerde, muhasebenin temel ilkelerinden birisi olan, ortaklığın kendi hisse senetlerinin değerinde meydana gelen artışı/düşüşü gelir tablosuna yansıtamaması ilkesi de ihlal ediliyordu.

Enron, 1999'da Rhythms yatırımından 95 milyon \$ zarar etmesine karşın, aynı tutarı ilgili ÖAV'tan alarak mali tablolarına gelir olarak yansıttı. 2000 yılının ikinci yarısında da yapmış olduğu yatırımlarda büyük tutarlı zararlarla karşılaşan Enron, Raptor'larla yapılan türev araçlara dayalı riskten korunma işlemleri neticesinde, 532 milyon \$'lık bir gelir elde etti. Aynı dönemde Enron'un vergi öncesi karınının 650 milyon dolar olduğu düşünülecek olursa, işlemlerin şirketin karlılığına olan etkisi daha iyi değerlendirilebilir.

Yapılan yatırımlarda karşılaşılabilecek risklerden, dolaylı olarak kendi hisse senetlerini kullanarak korunma fikri, ekonomik anlamda çok önemli sakıncaları da beraberinde getirmiştir. 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 kabiliyeti kalmayacak ve bu yüzden de riskten korunma işlemi gerçekleşmeyecektir (Schwarcz, 2002:2). Enron'un Raptor işlemlerinde 2000 yılı sonu ve 2001 yılı başında karşılaştığı durum da tam olarak bu kalıba uymaktaydı. Enron'un kurmuş olduğu Raptor'lardan ikisi, sözleşme gereği Enron'a yapmaları gereken ödemeyi gerçekleştirecek kaynağa sahip değildi. Söz konusu durum yüzünden yaklaşık 500 milyon \$ tutarında bir zararla karşılaşma riskine giren Enron, bunun yerine Raptor'ları yeniden yapılandırma yoluna giderek, 2001 yılının ilk çeyreği bitmek üzereyken, söz konusu ÖAV'lara 800 milyon \$ tutarında Enron hisse senedi devir sözleşmesi aktardı. Ancak, Enron hisse senetlerinin piyasa değerinin 2001 yılında düşmeye devam etmesi, Raptor'ların ödeme yapma imkanını tamamen ortadan kaldırdı ve Eylül 2001'de ÖAV'lar ile yapılan riskten korunma işlemleri iptal edildi. Bunun sonucunda ise 16 Ekim 2001'de kamuya açıklanan yüzlerce milyon \$'lık vergi sonrası zarar ortaya çıktı.

BEŞİNCİ BÖLÜM

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Sermaye piyasalarını düzenleyici otoritelerin en önemli görevi; tam ve eksiksiz olarak gerçekleşecek kamuyu aydınlatma süreci neticesinde, yatırım kararlarının sağlıklı biçimde alınmasını sağlamak, böylece piyasaların doğru ve etkin biçimde işlemlerini temin ederek, birikimlerini bu piyasalarda değerlendiren tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumaktır.

ABD'de 2001 yılı sonunda ortaya çıkan Enron olayı ile başlayan ve ardından Xerox, WorldCom, Tyco International, ve Adelphia Communications gibi büyük ölçekli birçok firmada gözlenen muhasebe oyunları, yatırımcıların mali tablolara duydukları güveni azaltarak, sermaye piyasalarının olumsuz etkilenmesine sebep olmuş; sermaye piyasalarında bilginin güvenilirliğinin, tutarlılığının ve anlaşılabilirliğinin önemini ortaya koymuştur.

Bu çerçevede, ortaklıklara ilişkin mali bilgilerin yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla elde edilebilir ve anlaşılır olması şeklinde tanımlanabilecek olan şeffaflık ilkesi, yatırımcıların ortaklıklara ilişkin sağlıklı değerlendirmeler yapabilmesini sağlayarak, piyasaların etkin ve adil bir şekilde işlediğine ilişkin inancı artırması özelliği ile düzenleyici otoritelerin dikkate alınmaları gereken önemli bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Muhasebe standartları da ortaklıklara ilişkin mali bilgilerin, yatırım kararı vermeyi kolaylaştıracak şekilde; güvenilir, tutarlı, karşılaştırılabilir nitelikte ortaya konması konusunda bir çerçeve çizerek, şeffaflık ilkesine hizmet etmektedir.

ABD sermaye piyasalarındaki muhasebe skandalları sonrasında gündeme gelen bilanço dışı finansman işlemleri ve özellikle ÖAV'ların bu kapsamda kullanılmalrı, muhasebe standartlarının uygulanması ve mali tabloların güvenilirliği açısından büyük önem taşımaktadır. Ortaklıkların, bilançolarının aktif ve pasifini etkilememesi kaydıyla finansman temin etmeleri olarak tanımlanan bilanço dışı finansman işlemleri; konuya ilişkin kamuyu aydınlatmanın gerektiği gibi yapılmaması durumunda, ortaklıklar arasında karşılaştırma yapabilme imkanını büyük ölçüde zedelemektedir.

Mali piyasalarda yıllardır yaygın olarak kullanılmalrı ve SEC, IASB, FASB gibi kuruluşlar tarafından yapılan çeşitli düzenlemelerde telaffuz edilmelerine rağmen, üzerinde mutabakata varılmış kesin bir tanımı olmayan ÖAV'lar, bilanço dışı muhasebeleştirme yoluyla mali oranlarda iyileştirme sağlamak, daha iyi koşullarda finansman sağlamak, vergi avantajı sağlamak ve etkin risk yönetimi amaçları çevresinde oluşturulmuş yapılardır. Bu çerçevede, tipik bir ÖAV, belli bir amaca ulaşmak için tek bir etkinlikte veya yine tek bir amaç için bir dizi faaliyette bulunmak üzere tasarlanmış; faaliyet süresi ve faaliyet alanı, kuruluşu sırasında

sınırlandırılmış; anonim ortaklık, limited ortaklık, kollektif ortaklık, trust vb. gibi birçok hukuki form alabilen işletme olarak tanımlanabilir.

Büyük ölçekli sermaye yatırımlarının üstlenilmesinden, alacak senetlerinin tahsiline kadar çeşitli bir çok alanda faaliyet gösteren ÖAV'ların günümüzde yaygın olarak kullanılan ve en basite indirgenmiş işleyiş biçimi, sponsor olarak adlandırılan ortaklığın, varlıklarının bir kısmını, nakit veya bir başka varlık karşılığı ÖAV'a devretmesi olarak özetlenebilir. ÖAV'ın sponsordan söz konusu varlıkları devralabilmesi için gerekli finansman ise üçüncü taraflardan borç alınması veya üçüncü tarafların ÖAV'ın sermayesine ortak olması suretiyle sağlanır. Sponsorun ÖAV'ın sermayesinde azınlık paya sahip olmasına veya hiç pay sahibi olmamasına karşın, ÖAV'ın ortaya çıkaracağı faydanın çoğunu tek başına elde etmesi ve ÖAV'ın yükümlülüklerine çeşitli yollarla garanti vermesi de söz konusu işlemlerin sıklıkla karşılaşılan ve dikkat çekici özelliklerindedir.

ÖAV'ların yapılandırılmış finansman aracı olarak kullanılmaya başlanmaları ile beraber, bu işlemlerin muhasebesi konusunda karmaşık bir takım sorunlar da ortaya çıkmıştır. Özellikle ABD'de gündeme gelen uygulamalarda, genel kabul görmüş muhasebe standartlarında zayıf noktaların bulunması neticesinde, yatırımcılardan bilgi saklamaya yönelik kullanılan ÖAV'lar, yatırımcıların sermaye piyasalarının şeffaflığına olan güveninin sarsılmasına neden olmuştur.

Ortaklıkların, ÖAV kullanımı ile ulaşmayı hedefledikleri amaçların büyük kısmının ÖAV'ın sponsorun konsolide mali tablolarına katılıp katılmayacağı hususuna bağlı olması ve bu yüzden sponsorların kullanacakları ÖAV'ların tasarımını, konsolide mali tablolarına dahil olmayacak şekilde yapmaları, ÖAV konulu işlemlerin muhasebeleştirilmesinde konsolidasyona ilişkin düzenlemelerin ön plana çıkmasına sebep olmuştur.

FASB ve IASB tarafından yapılan düzenlemelerde, sponsorun bilanço dışı finansmana olanak vermek ve konsolidasyon uygulamasının etrafından dolanmak amacıyla ÖAV'ın sermayesinde pay sahibi olmaması ve esas sözleşme vb. metinlere konulan hükümler aracılığıyla ÖAV üzerinde kontrol sağlaması hususları dikkate alınmış; sponsorun konsolidasyon kararında, ÖAV'ın ortaklık yapısından çok, ÖAV'ın ortaya koyacağı faydadan yararlanma derecesi, ÖAV üzerinde dolaylı yollardan sağlanan kontrol ile maruz kalınan risk/getiri yapısı, dikkate alınması gereken belirleyici hususlar olarak öne çıkmıştır.

"Kurallara dayalı" olması özelliğiyle dikkat çeken FASB düzenlemelerinde, ÖAV'ın sponsor tarafından konsolide edilmeme şartlarına ilişkin olarak getirilen sayısal standartlar, ÖAV'ların tasarımlarının ve işleyiş esaslarının çok değişik şekillerde yapılabilmesi ve katı standartların etrafından kolayca dolanılabilmesi nedeniyle, eleştirilere neden olmaktadır. ÖAV'ın ortaklık tarafından konsolide edilmesi hususunda "yorumlamaya dayalı" bir yaklaşımın benimsendiği IASB

düzenlemelerinde ise sayısal standartlar vermek yerine, genel prensiplerin verilmiş olması ve bu prensiplerin somut olaya uygulanmasında değerlendirmelere yer bırakılması, ÖAV'ların tasarımları ve işleyiş esasları üzerinde şekilsel değişiklikler yapılarak düzenlemenin etrafından dolanma imkanını zayıflatmıştır.

ÖAV'lar ve ÖAV'lar ile yapılan işlemlere ilişkin herhangi bir özel düzenleme içermeyen ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı, ÖAV konulu işlemlerin konsolide mali tablolara etkileri açısından ele alındığında; konsolide mali tabloların hazırlanmasına ve iştiraklerde, bağlı veya müşterek yönetime tabi ortaklıklardaki pay sahipliğinin muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esasların belirlendiği Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ hükümlerinin incelenmesi gerekmektedir.

Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ'de, ana ortaklıkla ilgili işletmeler için konsolidasyon, müşterek yönetim konsolidasyonu veya özkaynak yöntemlerinden birinin uygulanabilmesi için dikkate alınacak kıstaslar, sıradan işletmeler için yeterli olsa da; ortaklıkların kullanacakları ÖAV'ın tasarımını, sermayede hiç pay sahibi olmayacak ve yönetime katılmayacak, ancak faaliyetler sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu tek başına elde edecek şekilde yapmaları durumunda, Tebliğ hükümlerinin etrafından dolanmaları ve kullandıkları ÖAV'ları konsolide mali tabloların dışında tutabilmeleri mümkün olabilecektir.

Seri:XI, No:21 sayılı Tebliğ uyarınca konsolide mali tablo düzenleme yükümlülüğünün getirilmesinin ardından; ortaklıkların ülkemizde şimdiye kadar gündeme gelmemiş, ancak yurtdışında yaygın olarak kullanılmakta olan ÖAV konulu işlemlere başvurabilecekleri düşünülmektedir. Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, düzenleyici otoritelerin, ÖAV'ları konu alan işlemlerin müdahale alanları dışında kalmamasını teminen, özel düzenlemeler yapmak zorunda kalmaları, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında da konuya ilişkin özel düzenlemeler yapmanın gerekliliğini ortaya koymaktadır.

SPKn.'nun 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 Uluslararası Para Fonu'na verilen uluslararası muhasebe standartlarının benimsenmesi taahhüdüne uygun olarak; IASB 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 olacağı düşünülmektedir. Söz konusu çalışmanın, IASB düzenlemeleriyle sınırlı tutulmayarak, FASB'un hazırlamakta olduğu ve 2003'de yürürlüğe girecek olan tasarı ile SEC'in ÖAV konulu işlemlerde kamuyu aydınlatma hususundaki önerilerinin dikkate alınması da, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması açısından yararlı olacaktır.

KAYNAKÇA

- AMAT, Oriol ve BLAKE, John ve DOWDS, Jack
1999 Economics Working Paper - Ethics of Creative Accounting.
- ARTHUR COX AND CO.
2002 Establishing Special Purpose Vehicles in Ireland.
- BUSINESSWEEK MAGAZİNE
January, 2002 Special Report-The Enron Scandal.
- BYRNES, Nanette ve Başk. February,
2002 Five Ways to Avoid More Enrons, BusinessWeek Magazine.
- DELOITTE & TOUCHE
May, 2002 Trough the SPE Looking Glass: Improving the Transparency of SPEs, For the Record - A Technical Update From Deloitte&Touche's TMT Group.
- DERELİOĞLU, Deniz
1997 Finansal Kiralama ve Finansal Kiralama İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.
- DHARAN, Bala G.
2002 Financial Engineering with Special Purpose Entities.
- DUNALEY, Michael ve WILSON, Sharon
2002 Tidying Up After Enron- Regulatory Issues.
- EMSHWILLER, John R. ve SMITH, Rebecca
January 21, 2002 Murky Waters: A Premier on the Enron Partnerships, The Wall Street Journal.
- EVAN, Nick March,
2002 Enronist, Witch-Hunts and Financial Hypochondria, Euromoney Magazine.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD
2000 Summary of FASB Statement No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities - A Replacement of FASB Statement No. 125.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD
2001 Special Report - A Guide to Implementation of Statement 140 on Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD

June 28, 2002 Exposure Draft- Proposed Interpretation, Consolidation of Certain Special Purpose Entities, an Interpretation of ARB No. 51.

FINANCIAL EXECUTIVES INTERNATIONAL

Jan 2002 Special Purpose Entities: Understanding the Guidelines, Issues Alert.

GAMBLE, Richard H.

1997, Shrewd (and Ethical) Tactics in Off-Balance-Sheet Financing, Controller Magazine.

HENRY, David ve Başk.

2002 Who Else Is Hiding Debt, BusinessWeek Magazine.

HERDMAN , Robert K.

December 12, 2001 Testimony of Chief Accountant U.S. Securities Exchange Commission Concerning Recent Events Relating to Enron Corporation.

HODGE, James B.

1998 The Synthetic Lease: Off Balance Sheet Financing of Real Property , California Real Property Journal.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD

2002 International Accounting Standards 2002.

JENKINS, Edmund L.

Feb 14, 2002 Testimony of Financial Accounting Standards Board Chairman.

KAHN, Jeremy February,

2002 Off balance Sheet and Out of Control, Fortune Magazine.

KAVANAGH, Barbara T.

2002 Securitization and Structured Finance: Legitimate Business Management Tools.

KIRKPATRICK & LOCKHART LLP

May 7, 2002 Interpretative Guidance on the Consolidation of Special Purpose Entities- An Overview.

KPMG'S DEPARTMENT OF PROFESSIONAL PRACTICE

March 1, 2002 New Accounting for SPEs, Defining Issues.

KPMG'S DEPARTMENT OF PROFESSIONAL PRACTICE

May, 2002 The Developing Model for SPE Accounting, Defining Issues.

LONG, Russell E.

2002 Credit Rating Update: Factoring Off-Balance-Sheet Financing Into the Ratings Process, Standart & Poor's Ratings Direct.

- MAPLES and CALDER, CAYMAN ISLANDS ATTORNEYS AT LAW
2002 Cayman Islands Special Purpose Entities.
- MAYER, BROWN, ROWE & MAW
2002 After Enron SEC Recommends, Securities Update.
- MAYER, BROWN, ROWE & MAW
2002 Concerns Over The Use of SPEs by Financial Institutions, Securities Update.
- MURRAY, Jack C. 2000
Off Balance Sheet Financing: Synthetic Leasing, John C. (Jack) Murray Reference Library.
- MURRAY, Jack C.
2000 Use of SPEs in Synthetic Leasing Transactions, John C. (Jack) Murray Reference Library.
- OSRERLAND, Andrew May, 2002
Reining IN SPEs, CFO Magazine.
- ÖCAL, Nurcan
1997 Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, SPK Yayınları No:106.
- PITT, Harvey J.
March 21, 2002 Oral Testimony of Chairman U.S. Securities Exchange Commission Concerning Accounting and Investor Protection Issues Raised by Enron and Other Public Companies.
- PITT, Harvey J.
March 21, 2002 Written Testimony of Chairman U.S. Securities Exchange Commission Concerning Accounting and Investor Protection Issues Raised by Enron and Other Public Companies.
- POWERS, William C. ve TROUBH , Raymond S. ve WINOKUR Herbert S.
February ,2002 Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS
2002 Europe and IAS 2005: Your Questions Answered.
- REGULATION (EC) NO 1606/2002 of the European Parliament and of the Council.
- ROSENBLATT, Marty ve Başk.
2002 Securitization Accounting under FASB 140.

SCHWARCZ, L. Steven

2002 Enron, and the Use and Abuse of SPE in Corporate Structures, Duke Law School Public Law and Legal Theory Series - Research Paper No:28.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION

2002 Release Nos. 33-8040; 34-45149; FR-60.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION

2002 Release Nos. 33-8056; 34-45321; FR-61.

SERMAYE PİYASASI KANUNU.

SERMAYE PİYASASI MEVZUATI.

SERWER, Andy February,

2002 Dirty Rotten Numbers, Fortune Magazine.

SHERMAN, Leslie E.

2002 Introduction to Project Finance- A Guide for Contractors and Engineers.

SIMPSON, Glenn R.

April 10, 2002 Firms Repeatedly Dodged Efforts To Rein In Off-the-Books Deals, The Wall Street Journal.

WALKERS ATTORNEYS AT LAW

2002 Off Balance Sheet Financing and Special Purpose Entities

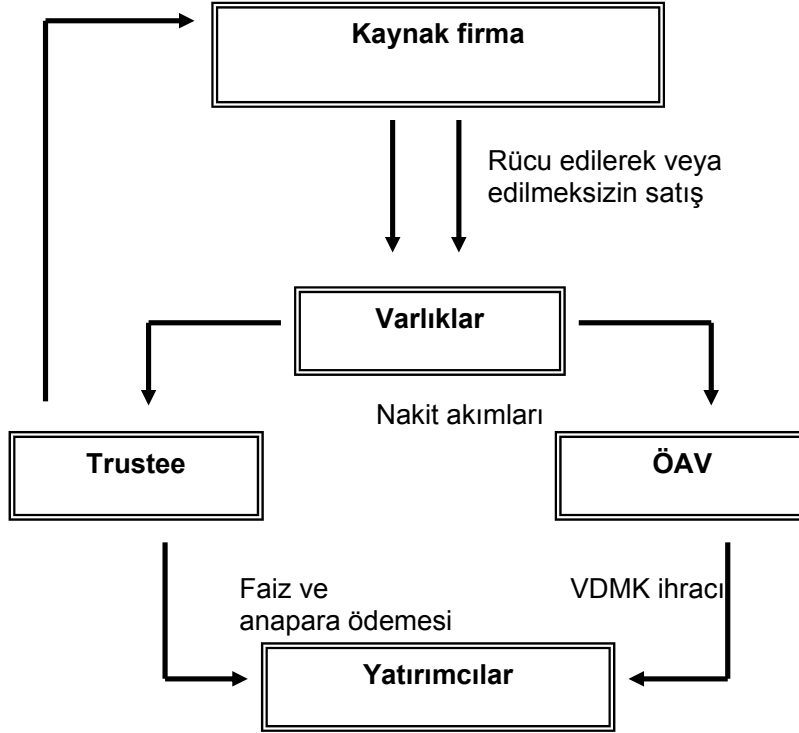
WAYMAN, Richard J.

2002 Off Balance Sheet Accounting, Earnings Management Accounting Red Flags.

EK DİZİNİ

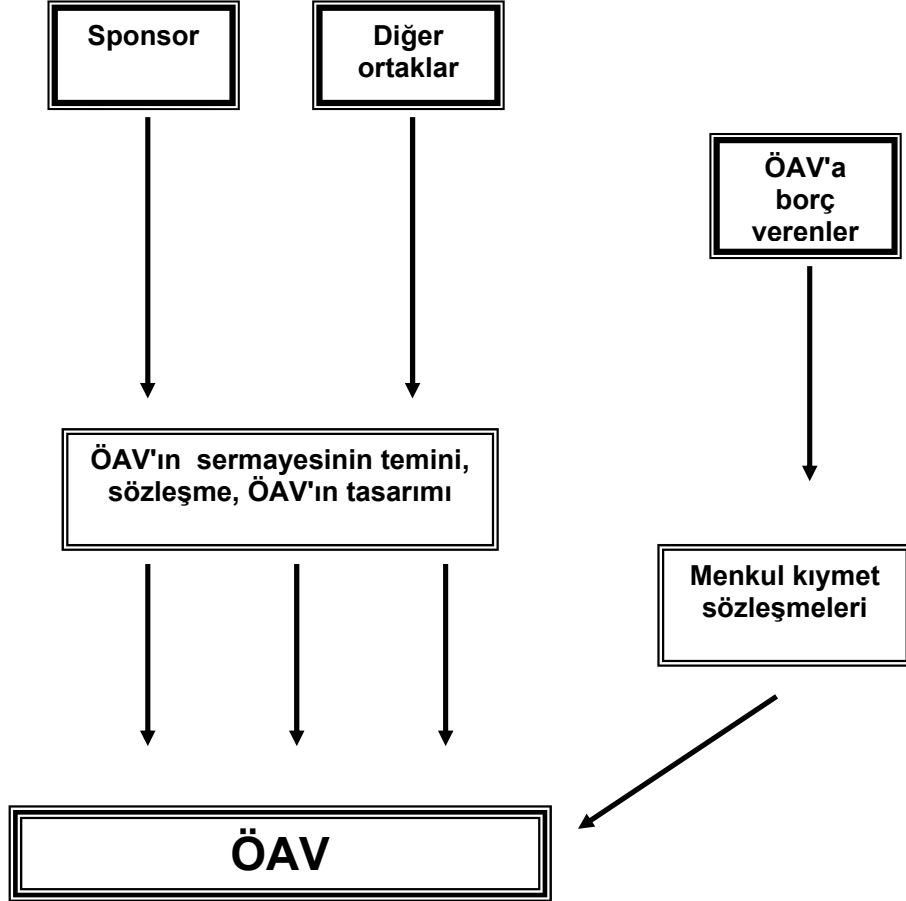
- EK/1.** BASİT BİR MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİ.
- EK/2.** ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN PROJE FİNANSMANINDA KULLANIMI.
- EK/3.** ÖAV KULLANIMI YOLUYLA GERÇEKLEŞTİRİLEN BİR SENTETİK KİRALAMA İŞLEMİ.
- EK/4.** SEC'İN ORTAKLIKLAR İÇİN ÖNERDİĞİ TABLO.
- EK/5.** ENRON HİSSE SENETLERİNİN FİYAT DEĞİŞİMLERİ.
- EK/6.** ENRON OLAYINDA KULLANILAN ÖAV ÖRNEĞİ .
- EK/7.** MALİ TABLO DÜZELTMELERİNİN ENRON'A ETKİLERİ.
- EK/8.** LJM CAYMAN, L.P. ve LJM2 CO-INVESTMENT, L.P. ORTAKLIK YAPILARI.

BASİT BİR MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİ

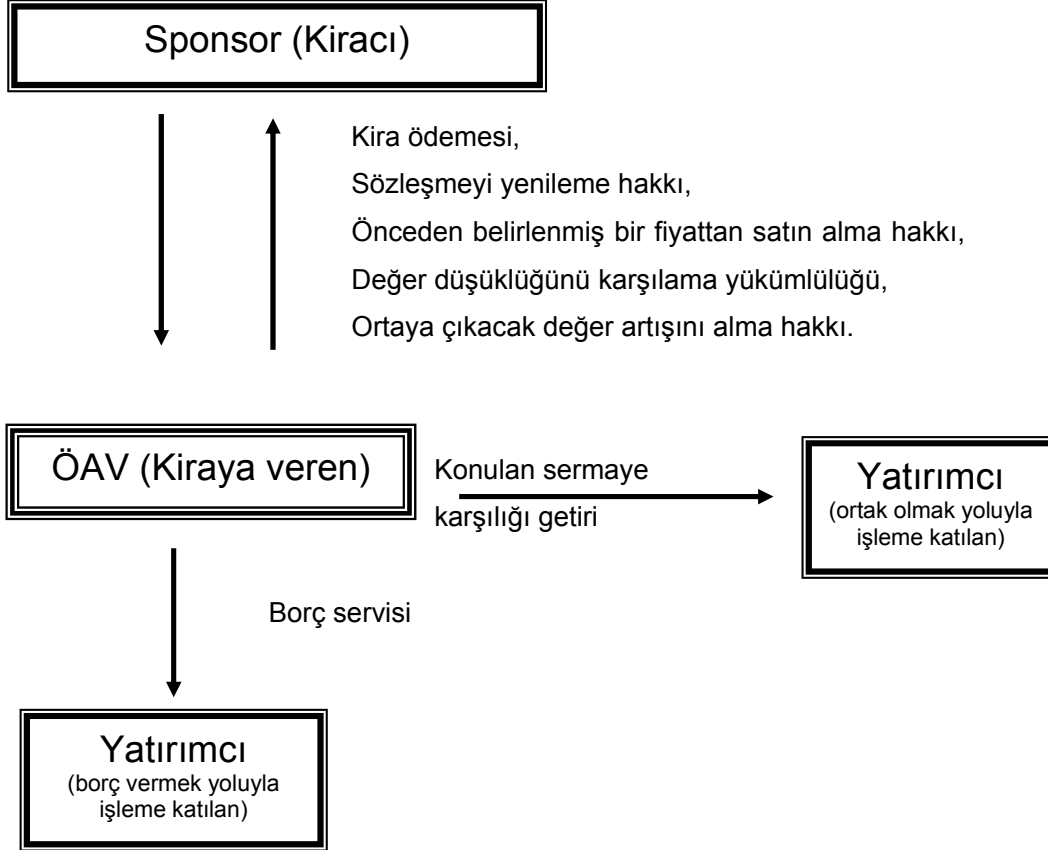


(ÖCAL, 1997:13)

ÖZEL AMAÇLI VARLIKLARIN PROJE FİNANSMANINDA KULLANIMI



**ÖAV KULLANIMI YOLUYLA GERÇEKLEŞTİRİLEN BİR SENTETİK
KİRALAMA İŞLEMİ.**



SEC'İN ORTAKLIKLAR İÇİN ÖNERDİĞİ TABLO

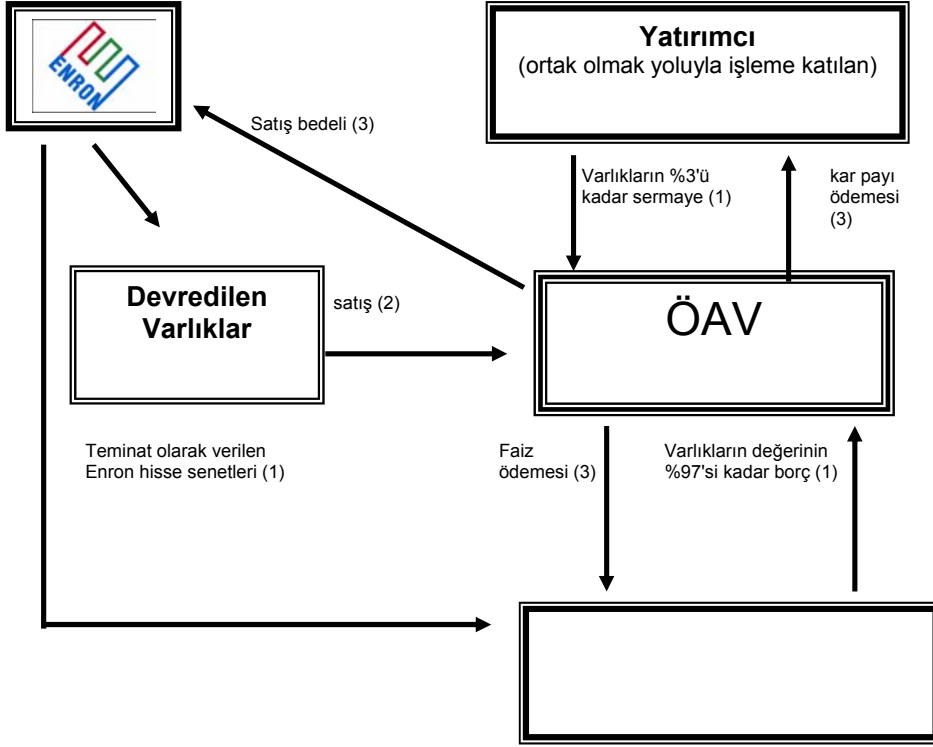
Sözleşmeden doğan yükümlülükler	Dönemlere göre ödemeler				
	Toplam	1 yıldan önce	1-3 yıl	4-5 yıl	5 yıldan sonra
Uzun vadeli borç					
Finansal kiralama					
Faaliyet kiralaması					
Koşulsuz alım sözleşmeleri					
Diğer uzun vadeli yükümlülükler					
Toplam yükümlülükler					

ENRON HİSSE SENETLERİNİN FİYAT DEĞİŞİMLERİ



(<http://investor.stockpoint.com>)

ENRON OLAYINDA KULLANILAN ÖAV ÖRNEĞİ



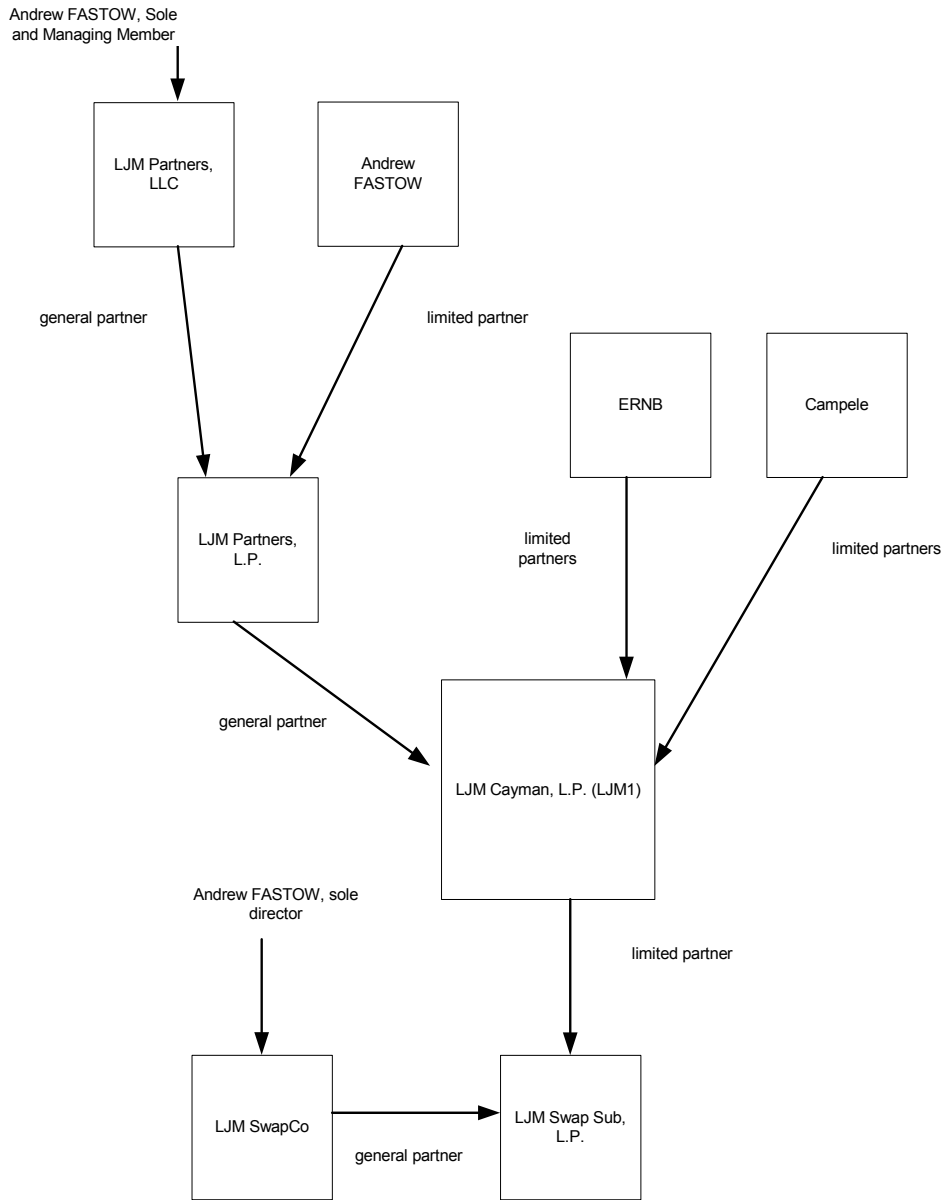
1. İşlemden yararlanılmak üzere bir ÖAV tasarlanır; Enron'la ilişkili olmayan üçüncü taraflar sermaye koymak ve borç vermek yoluyla ÖAV'ı finanse ederler.
2. Enron, iştirak ettiği şirketlerin hisse senetleri, sahip olduğu üretim tesisleri vb. varlıkları ÖAV'a satır.
3. ÖAV, kar payı ve faiz ödemesi karşılığında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

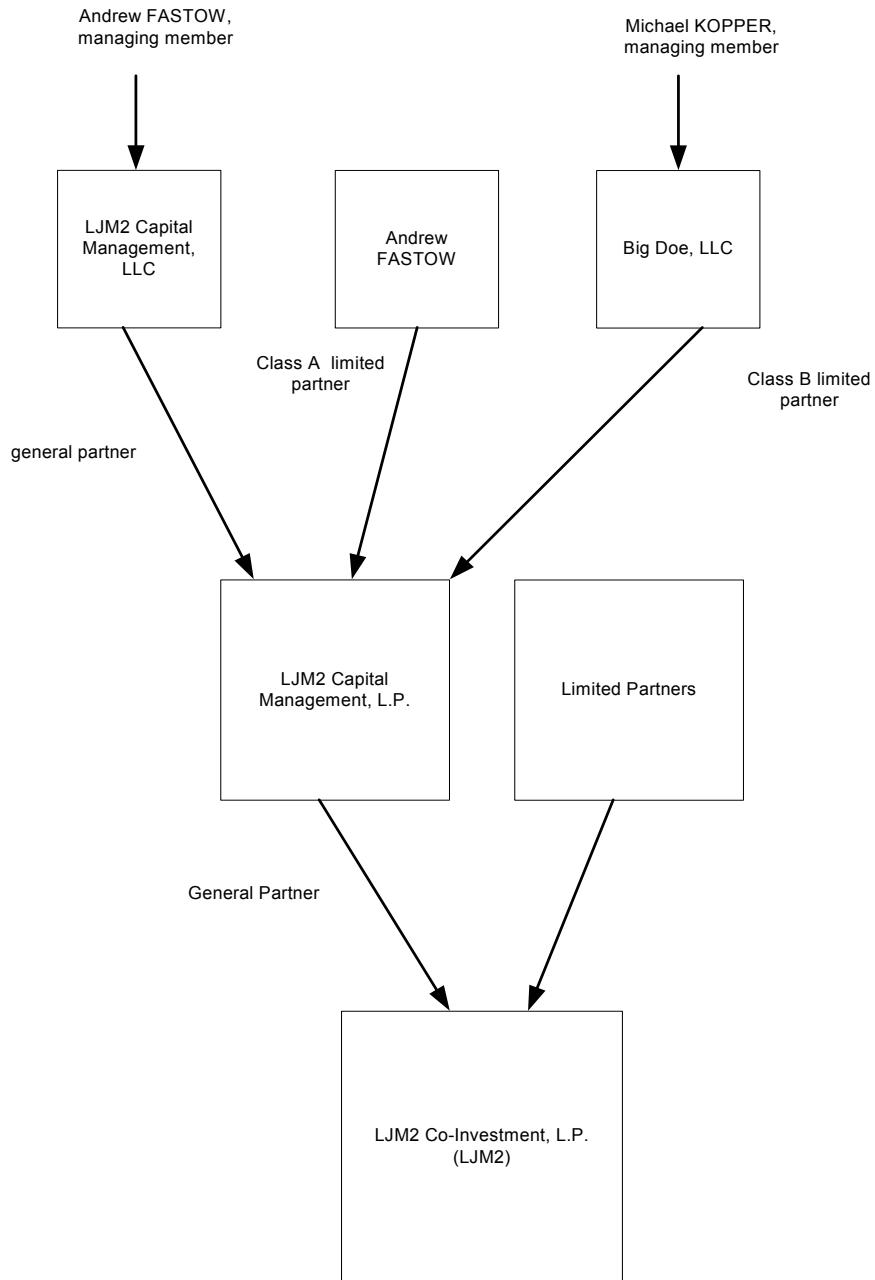
MALİ TABLO DÜZELTMELERİNİN ENRON'A ETKİLERİ

	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

(Powers, Troubh ve Winokur, 2002:3)

**LJM CAYMAN, L.P. ve LJM2 CO-INVESTMENT, L.P.
ORTAKLIK YAPILARI**





(Powers, Troubh ve Winokur, 2002:70-74)



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**ÖZEL AMAÇLI VARLIKLAR
(SPECIAL PURPOSE ENTITIES)
VE
BİLANÇO DIŞI MUHASEBELEŞTİRME YÖNTEMİ
OLARAK KULLANIMLARI**

YETERLİK ETÜDÜ

**Burak ARTUNÇ
Uzman Yardımcısı**

**Ekim 2002
ANKARA**