

Sonraki Enron'u Beklerken*

Peter EAVIS

Enron çok kötü bir şirketti ve çöküşü de benzeri görülmedik şekilde dramatik oldu. Fakat 1990'ların kızgın iş ortamında Enron'u bu derecede yüksek ve baş döndürücü noktalara fırlatan tuhaf şebekeden küçük şirketler de yararlandı. Bunlar arasında ikisi bilhassa dikkat çekmekteydi: Biri Texas'da yerleşik, kötü bir kredi siciline sahip kitleyi müşteri olarak seçen çılgınca büyüyen AmeriCredit, diğeri ise bir dizi modern enerji işletmeleri inşa ederek ABD elektrik piyasasına hükmetmeye çalışan Calpine. Aynen Enron gibi, bu iki şirket de bir zamanlar tavana vuran hisselerinin tepetaklak düşüşünü tecrübe etti. Calpine'in piyasa değeri, geçen Nisan'da (2001) 17 milyar dolar ile zirveye ulaşmıştı, şimdi 4 milyara düştü, AmeriCredit hisse değerleri Ağustos 2001'de 5 milyar dolarken, bugün 1,85 milyar dolara indi. Bu şirketler piyasadan borç alarak ayakta kalabilmektedir. Fakat böylesine hızlı büyümelerinin – ve hâlâ sermaye bulabilmelerinin- sebepleri şüphe uyandıracak şekilde benzer ve kirlidir. İlki, bu şirketleri işleten kişilerin diğerlerinden daha zeki ve yenilikçi olduğuna dair piyasayı izleyenleri iknâ eden etkileyici kazanç raporlarına dayanan güçlü bir mitoloji. İkinci sebep; potansiyel zaafalarını gizleyen ve yüksek kazanç raporları hazırlayan şüpheli muhasebe ve sofistike finansal mühendislik teknikleri. Sahip olduğumuz tek gerçek veri, Calpine ve AmeriCredit'in temelsiz olmadığına ilişkin tek gerçek garantimiz, denetleme kuruluşlarının denetleme raporları: AmeriCredit için Price Waterhouse Coopers'dan ve, tahmin ettiğiniz gibi, Calpine için Arthur Anderson'dan. Başka bir ifadeyle, yeni Enronlar için hazır olun.

Kredi merdiveninin en altında yer alan bireylere otomobil kredileri vererek "ciddi" bir şekilde büyüyen AmeriCredit ile başlayalım. Aslında, AmeriCredit çok

Peter Eavis, The Street.com'da finans köşesi yazarı.

büyük bir şirket değil. Zirve değerine ulaştığında bile, piyasa değeri Merrill Lynch'in sadece onda biriydi. Fakat firma, kredi temini endüstrisinin riskli kısmında çok hızlı büyüdüğünden çok büyük ilgi çekti. Fort Worth'da yerleşik bu şirket, 2001'de otomobil kredisi portföyünü % 51 gibi muazzam bir ölçüde büyütürken 12 milyar dolara ulaştırdı. Böylesi bir büyümenin normal olarak yatırımcıları kaygılandırması gerekirdi. Ancak AmeriCredit'e etkisi aksi yönde oldu. Şimdi tedbir fonları yöneten muteber bir Wall Street analisti Tom Brown, tam bir AmeriCredit hayranı. Brown, Ocak ayında kendi web sayfası bankstocks.com'da şöyle yazıyordu: "AmeriCredit, 2001 yılında, entelektüel ve rekabet edebilen, süreklilik arzedecek bir üstünlüğe sahip olduğunu gösterdi." Hatta, *Wall Street Journal*'in iyi haber alan "Heard On the Street" (Sokaktan Duyduklarım) sütununda bile şirketin potansiyel müşterilerini akıllıca tahmin edebilme kabiliyeti olduğu gibi, olumlu kanaatlere yer veriliyordu.

Bu, sadece, insanları kendilerinden geçirip, Enron'a da koşturan türden bir mit yaratma yöntemi. Goldman Sachs analisti David Fleischer geçen yılın başında şunu iddia etti: "Enron benzersiz ve bize göre olağanüstü bir satış zinciri (imtiyaz mağazaları- franchise) inşa etti." Buna benzer şekilde, AmeriCredit propagandacıları şirket yöneticilerinin rakiplerinden çok daha yetenekli olduklarına inanıyor ve şirketin iddialarına göre doğru ödünç alıcıları seçmesini sağlayan ve onlara iyi ödeme oranları uygulayan AmeriCredit'in yenilenmeyi teşvik edici kredi değerlendirmesi modelini örnek gösteriyorlardı. Fakat rakipleri, AmeriCredit'in bugünün zayıf pazarında, mükemmel yakın bir kredi geçmişine sahip insanlar arasından şimdiki kadar hızlı büyümelerine yetecek kadar kredi talebi bulacağı konusunda şüpheliler. Ayrıca, eğer AmeriCredit riskli/problemlili kredi geçmişi olan insanlara çok miktarda ödünç para veriyorsa, çok yakında ekonomik durgunluk bu insanların kredileri geri ödemesinin zorlaşmasının sıkıntısını hissedecektir.

AmeriCredit'in itibarını yükselten sebeplerden biri de "hileli" muhasebe kayıtları tutması. Enron uzun dönemli tahmini kârlarını, para elinde olmamasına rağmen gelir hanesinde gösterdi. Benzer şekilde, AmeriCredit'in muhasebe sistemi, henüz ödenmeyen kredilerin üzerindeki en yüksek (up-front) kârlarını dahil etmesini mümkün kılıyor. Bu tamamıyla yasal, fakat kesinlikle güvenilir bir muhasebe yöntemi. Ayrıca eğer kredi geri ödemeleri konusundaki iyimser tahminler tutmazsa, AmeriCredit, beklenenden daha yüksek bir zararı bertaraf etmek için varlıklarının değerini düşük göstermek durumunda kalabilir. Şirketin diğer anahtar rakamlarla da oynadığını düşünmemiz için elimizde sebepler mevcut. AmeriCredit, zorlanan borçluların ödemelerini aksatmalarına müsaade etmeye başladı. Bir ekonomik durgunluk döneminde bu hayırseverlik gibi görünebilir. AmeriCredit ise, bu ertelemelerin zaten pek çoğunun sonunda ödeme takvimlerine geri döndüklerini söylüyor. Ancak şu da mümkün ki, şirket bunları zamanında

ödenmemiş olarak bildirmemeyi tercih ediyor olabilir, çünkü böylece zararını göstermekten kaçınmış oluyor.

AmeriCredit'in Enron'la en büyük benzerliği, kazancını arttırmak için çok ince malî düzenlemeler yapmış olmasıdır. Enron, "özel amaçlı araçlar"ını veya Marlin ve Osprey gibi fonlarını kamufle etmek için, bilançosundan aktifinde yer alan malvarlıklarını sildi. Bu tröstler daha sonra piyasaya 3 milyar doların üzerinde hisse senedi sürdü ki bunların kazancı sonunda Enron'a döndü. Mamafih, Enron'un hisse senedi değerleri belli bir seviyenin altına indiğinde ve geçen Kasım'da olduğu gibi kredi notu kötüye düştüğünde, bu senetler anında geri ödenmeliydi. Aslında bu fonlardaki turtıklayıcılar, Enron'un çöküşünün başlıca sebebi oldu...

AmeriCredit'in kurduğu türden fonlarda görünürde anormal veya netameli bir durum yok. Fakat Enron'da olduğu gibi harekete geçmeye hazır öldürücü potansiyel turtıklayıcılar ihtiva ediyor. AmeriCredit, pek çok finansal şirket gibi, kredilerini, daha sonra fonları vasıtasıyla sattığı hisse senedi paketleri halinde sunuyor. Senet satışlarından elde edilen kazançlar da doğrudan AmeriCredit'e geri dönüyor. Şirket için fonlar, hisse senedi alıcılarını kredi kalitesindeki düşme ihtimaline karşı korumak üzere tasarlanan tedbirlerdir. Meselâ, bir fonda, gecikmiş veya hiç yerine getirilmemiş geri ödemelerin miktarı yükselirse, fonun nakit rezerv miktarı artırılmalıdır. Bugünlerde, AmeriCredit'in muhtelif senetlerinde geri ödeme gecikmelerinde bir patlama söz konusu olabilir. Belli miktarda fonda bu durum meydana gelirse, AmeriCredit'in senetlerini garanti altına alan sigorta şirketi, bundan sonra bu senetleri desteklemeyi reddedebilir ve AmeriCredit batma tehlikesiyle karşı karşıya kalabilir.

Calpine ise "asla kaybetmez" mitolojisinden de faydalandı. Üstelik, son yıllarda, Wall Street analistleri, sürekli Calpine'in üst düzey yöneticilerini vizyon sahibi, hayal gücü yüksek kimseler olarak gösterdi. 2000'in sonunda Goldman'den Jon Raleigh abartıyla, şirketi pohpohlayarak Calpine'in "kendi kulvarında en hızlı büyüyen şirket olacağını" söyledi. Calpine'in her zaman, Enron gibi büyümeye ilişkin, maceravari bir hevesi ve enerji piyasasında bir devrim yaratma arzusu oldu. Calpine'in amacı, sanat eseri enerji işletmelerinden mümkün olduğu kadar çok sayıda inşa etmeyi ve şundan öyle emindi ki, sağlam bir iktisadî büyüme ve yaygın internet kullanımını kendisine olan talebi katlayarak arttıracaktı. Calpine 1999'un başında, toplamda 15,000 megawatt elektrik üretebilecek kapasitede fabrikalar inşa etmek istediğini ilân etti. Yıl sonu itibarıyla, bu rakam 25,000'e yükseldi; 2001'in başında yeni hedef şok edici bir şekilde 70,000 megawattı ki bu bugün ile 2005 yılları arasında üretilmesi beklenen enerji kapasitesinin toplamının yarısına yakın bir miktara tekabül ediyor. Analizciler ve yatırımcılar da, bu hedefleri teşvik ettiler. 70,000 megawatt hedefinin yakalandığının ilan edildiği hafta, Calpine hisseleri % 20'nin üstünde bir hızla yükseldi. Williams Capital

Sonraki Enron' u Beklerken

Group'tan analizci Chris Ellinghaus, bu hedefin Calpine'i "Kuzey Amerika'nın en saldırgan enerji istasyonu müteşebbisi" yaptığını kabul etti ve ayrıca müşterilerini muhtemelen şirketin "en iyi ve en başarılı" olduğu konusunda da temin etti.

Problem şu ki bu tahminler çılgınca ve gerçek dışı. Daha Ocak'ta, Kaliforniya'da yerleşik San Jose isimli şirket, büyüme programını 26,000 megawattla sınırlamaya karar vermişti. Calpine ise sonunda frenlere basmasına rağmen 14 milyar dolar gibi dev bir borçla karşı karşıya kaldı. Soru şu: Enerji fabrikaları borçların geri ödemesini sağlayacak nakit akışını da sağlayacak mı? Şüpheciler bunun mümkün olmadığını ve Calpine'in hileli muhasebe yürüterek problemlerini örtbas ettiğini iddia ediyor. Geçenlerde, *New York Times* Calpine'in ticarî kârlarını nasıl planladığını sorgulamıştı. İleriye bakarak, şirket sadece 2002 yılında açık pazarda enerji satışlarından ne kadar kazanmayı beklediğini söyleyecektir ki bu da beklenen toplam satışların % 35'ini teşkil eder. Fakat, Enron benzeri bir belirsizlik sergileyerek, Calpine, bu yıl yaptığı uzun vadeli sözleşmelerle satmaya anlaştığı % 65'in marjini açıklamayı reddediyor. Biliyoruz ki bu sözleşmelerin bir kısmı, enerji krizinin ortadan kalkmasıyla doğal gaz ve elektrik fiyatlarının aşağı çekildiği Kaliforniya eyaletiyle yapıldı. Bu belirsizlik hali, Enron'un düşüşünde gözardı edilen sebeplerden bir tanesiydi ve muhtemelen aynı sebep Calpine'i de zorluyordur. Açıkçası, bu yıl enerji kârlarının düşük olması, şirketin şiddetli bir çatlardama yaşayacağını gösteriyor.

Calpine ve AmeriCredit'in Enron'un akıbetine uğrayabileceğini gösteren bir başka kanıt daha var: Üst düzey yöneticileri şirket hisselerini satıyorlar. Geçen oniki ay içinde, AmeriCredit'in kurucusu ve başkanı Clifton Morris, 20 milyar doların üzerinde; Calpine'in kurucusu ve Genel Müdürü Peter Cartwright ise 10 milyar doların üzerinde hisse satışı gerçekleştirdi. Maalesef, Enron yalnız kalma-
yacak...

Çeviren: Özlem YILMAZ

* *The New Republic*, 24 Ocak 2002; *The New Republic Online*, 4 Şubat 2002.