

De externe verslaggeving van Enron met betrekking tot verbonden partijen, in het bijzonder special purpose entities

Henk Langendijk en Bart van Praag

SAMENVATTING Is door Enron voldaan aan de vereisten van US GAAP ten aanzien van de verwerking en toelichting van haar verbonden partijen, in het bijzonder de special purpose entities (SPE's)? In dit artikel wordt deze vraag beantwoord, waarbij eerst kort wordt ingegaan op de relevante vereisten van US GAAP. Voorts wordt ingegaan op enkele transacties van Enron met haar SPE's, teneinde de problematiek te illustreren. Vervolgens zijn de jaarrapporten Enron 1999 en 2000 getoetst aan de vereisten van US GAAP. Geconcludeerd kan worden dat deze jaarrapporten van Enron ten aanzien van SPE's niet voldoen aan de vereisten van US GAAP.

1 Inleiding

Enron is in 1985 ontstaan uit een fusie tussen Houston Natural Gas en Internoth. Tijdens de jaren negentig verschuiven de bedrijfsactiviteiten van het vervoeren van gas naar het handelen in termijncontracten in onder andere energie, metalen, datanetwerkcapaciteit, houtproducten en zelfs het weer. Doordat Enron economisch risico loopt bij het handelen in deze contracten, vertoont het primaire proces van de onderneming overeenkomsten met een hedge fund of een investment bank.

Enron maakt op grote schaal gebruik van zogenaamde Special Purpose Entities (SPE's). Deze SPE's gebruikt Enron om risico's op contractposities af te dekken, opbrengsten te genereren via verkoop van haar activa en eigen schulden off geconsolideerde balans te stallen.

Prof. Dr. H.P.A. J. Langendijk is hoogleraar Externe verslaggeving aan Universiteit Nyenrode en hoogleraar Externe verslaggeving aan de Universiteit van Amsterdam.

Dr. B. J. van Praag is universitair docent Externe verslaggeving aan de Universiteit van Amsterdam en verbonden aan MarketXS als product manager.

Het doel van dit artikel is om de externe verslaggeving van Enron omtrent verbonden partijen, in het bijzonder de SPE's, te behandelen en voorzover mogelijk te toetsen aan US GAAP. Hiertoe wordt in paragraaf 2 ingegaan op het fenomeen SPE, de criteria onder US GAAP om als SPE te kwalificeren en de toelichting die US GAAP vereist in het jaarrapport met betrekking tot verbonden partijen, in het bijzonder SPE's. In paragraaf 3 wordt de werking van bepaalde transacties tussen Enron en enkele SPE's behandeld, toegespitst op twee hoofdvormen: a. hedge-transacties en b. buy back-overeenkomsten. Bij de hedgetransacties wordt ingegaan op het onderscheid tussen accounting hedge en economic hedge. In paragraaf 4 wordt de externe verslaggeving (in casu de jaarrapporten 1999 en 2000) van Enron getoetst aan US GAAP, waarbij de kwalificatie van SPE's van Enron naar US GAAP (en dus geen consolidatie door Enron) en de toelichting omtrent de verbonden partijen, in het bijzonder de SPE's in de jaarrapporten van Enron, centraal staan. Tevens wordt daarbij informatie over verplichtingen in de jaarrapporten van Enron belicht, daar deze betrekking hebben op de verbonden partijen (inclusief de SPE's). Het artikel wordt afgesloten met een korte samenvatting en enkele conclusies.

2 De regels over de externe verslaggeving van verbonden partijen, in het bijzonder SPE's

SPE's in de vorm van partnerships zijn volgens US GAAP een verbonden partij (zie Delaney e.a., 2001, p. 562). SPE's worden opgericht met een nauw omschreven doel en hebben veelal de rechtsvorm van een vennootschap, een partnership of een trust. Doeleinden van een SPE kunnen zijn: a. het financieren van de aankoop van een actief en optreden als een lessor van dat actief; b. het ontplooiën van R&D-activiteiten ten bate van een andere entiteit; c. het financieren van de aankoop van financiële activa, zoals hypotheek of vorderingen door

Korte chronologie van belangrijke gebeurtenissen met betrekking tot Enron

Op **16 oktober 2001** kondigt Enron aan dat een verliespost van \$ 544 miljoen (na belastingen) moet worden opgenomen in de winst- en verliesrekening met betrekking tot transacties met LJM2 (een partnership ontworpen en bestuurd door Fastow, de Chief Financial Officer (CFO) van Enron). Voorts kondigt Enron ook een vermindering aan van \$ 1,2 miljard van het aandelenkapitaal Enron als gevolg van transacties met LJM2. De volgende dag stuurt de SEC een brief aan Enron dat ze met een informeel onderzoek beginnen.

Op **8 november 2001** kondigt Enron door middel van een Form 8-K Report* aan dat de jaarrekeningen voor de boekjaren 1997-2000 en de rapportages over kwartaal 1 en 2 van 2001 moeten worden aangepast vanwege fouten in de externe verslaggeving aangaande transacties met een andere door Fastow ontworpen en bestuurde partnership, genaamd LJM1, en een additionele verbonden partnership, genaamd Chewco. Chewco wordt bestuurd door een andere Enron-werknemer, Kopper genaamd, die aan Fastow rapporteert. Deze aanpassingen zijn dermate groot dat – in samenhang met de verliespost van \$ 544 miljoen en de afboeking van het aandelenkapitaal van \$ 1,2 miljard van 16 oktober 2001 – het vertrouwen van de markt en beleggers in Enron tot nihil terugloopt. Door de aanpassingen van 8 november 2001 neemt de nettowinst in 1997 af met \$ 28 miljoen (van \$ 105 miljoen in totaal), met \$ 133 miljoen in 1998 (van \$ 703 miljoen in totaal), met \$ 248 miljoen in 1999 (van \$ 893 miljoen in totaal) en met \$ 99 miljoen in 2000 (van \$ 979 miljoen in totaal).

Het eigen vermogen neemt af met \$ 258 miljoen in 1997, met \$ 391 miljoen in 1998, met \$ 710 miljoen in 1999, en met \$ 754 miljoen in 2000. De schulden nemen toe met \$ 711 miljoen in 1997, met \$ 561 miljoen in 1998, met \$ 685 miljoen in 1999, en met \$ 628 miljoen in 2000. Tevens wordt door Enron geopenbaard dat Fastow meer dan \$ 30 miljoen heeft ontvangen voor het besturen van LJM1 en LJM2.

Op **2 december 2001** moet Enron – in 2000 qua omzet de zevende onderneming van de VS – uitstel van betaling aanvragen.

* Een Form 8-K Report dient om belangrijke nieuwe informatie, zoals aanpassingen van voorgaande kwartaal of jaarlijkse financial statements aan de SEC te melden.

het uitgeven van schuldpapier aan investeerders. Dit wordt wel omschreven als securitisatie. Een definitie van een SPE geeft US GAAP overigens niet.

Het hoofddoel van een SPE-structuur is om wettelijk bepaalde activa te isoleren van de verkoper van die activa (vaak de sponsor genoemd, in dit artikel Enron) en zijn vreemdvermogenverschaffers. De activa in de SPE en cash flows die de SPE genereert, kunnen alleen worden gebruikt om betalingen te verrichten aan de schuldeisers (veelal grote institutionele beleggers) die het schuldpapier hebben van de SPE.

De externe verslaggeving over SPE's door de sponsor wordt volgens US GAAP bepaald door FAS 125 (vervangen door FAS 140, die met ingang van 31 maart 2001 van kracht is). Voor de toelichting van verbonden partijen – waaronder SPE's – geldt FAS 57.

Het werkingsgebied van FAS 125 zijn SPE's waarin financiële activa van een sponsor zijn ondergebracht. Deze activa moeten buiten het bereik zijn van de sponsor en zijn vreemdvermogenverschaffers, zelfs in het geval van faillissement. De SPE moet zelfstandig over de ondergebrachte financiële activa kunnen beschikken en de sponsor mag geen control hebben over deze activa.

Volgens FAS 125, paragraaf 26 moet een SPE aan de volgende voorwaarden voldoen om als zodanig

te kwalificeren (en dus geen consolidatie door de sponsor):

- 1 Het is een trust, vennootschap, of een andere rechtspersoon wiens activiteiten permanent worden beperkt door wettelijke documenten die aangeven dat de SPE:
 - Overgedragen activa beheert
 - Baten genererende vermogenstitels uitgeeft
 - Opbrengsten van de aangehouden activa ontvangt en herinvesteert in financiële instrumenten totdat tot uitdeling wordt overgegaan aan de houders van uitgegeven vermogenstitels
 - Belast is met het verdelen van baten aan de houders van uitgegeven vermogenstitels
- 2 De SPE staat wettelijk apart van de sponsor. Dit wil zeggen dat de sponsor geen control heeft over de SPE. Voldoet een SPE niet aan deze criteria, dan moet de sponsor de SPE consolideren. Volgens McConnell (2002, p. 5) is de praktische betekenis van voornoemde bepalingen van FAS 125 dat een SPE zijn eigen Raad van Bestuur benoemt, zijn eigen kosten betaalt, geen kosten betaalt van de sponsor, zijn activa niet mengt met activa van de sponsor en alleen activiteiten ontplooit volgens de wettelijke documenten van de SPE. Door de sponsor moet per SPE in het jaar-rapport worden toegelicht:

- a bedragen van de activa en passiva en de eventuele afschrijvingsbedragen gedurende de periode;
- b de fair value van de activa onder a;
- c de achterliggende factoren voor een impairment van activa en het bedrag van een impairment van activa. Voorts geldt voor de toelichting op verbonden partijen (inclusief SPE's) ook FAS 57 (zie hierna).

Indien FAS 125 niet van toepassing is op een SPE is Topic No. D-14 van de SEC en EITF No. 90-15 van de FASB van toepassing.

Volgens Topic No. D-14 behoeft een sponsor een SPE niet te consolideren indien:

- a de meerderheidsaandeelhouder van de SPE een onafhankelijke derde partij is;
- b deze derde partij een substantiële investering heeft gedaan in het eigen vermogen van de SPE;
- c deze derde partij control heeft over de SPE;
- d deze derde partij substantiële risico's loopt en substantiële baten verkrijgt uit hoofde van het bezit van de activa van de SPE (inclusief de restwaarde).

Volgens EITF 90-15 is er sprake van een substantiële investering in het eigen vermogen van de SPE door een derde partij, indien minimaal 3% van het totaal van de activa van de SPE als eigen vermogen wordt gefourneerd.

Met betrekking tot d geeft EITF 90-15 aan dat een investering door een derde in het eigen vermogen van een SPE niet 'at risk' is indien de investeerder in het eigen vermogen een risicogarantie krijgt van de sponsor met betrekking tot zijn investeringsbedrag en de opbrengst daarvan.

Topic No. D-14 en EITF 90-15 gaan niet in op de eisen voor de toelichting van SPE's in de jaarrapporten van een sponsor. Hierbij is ons inziens FAS 57 van belang. Volgens FAS 57 (paragraaf 2) moet de toelichting:

- de aard van de relatie tussen sponsor en SPE omvatten;
- een beschrijving geven van de transacties tussen beiden;
- de dollarbedragen verstrekken van de transacties tussen beiden;
- bedragen te vorderen of verschuldigd per elke balansdatum geven, inclusief de voorwaarden en de wijze van vereffening.

Indien noodzakelijk voor het begrip van de relatie moet de naam van de SPE worden genoemd. Aggregatie van bepaalde zelfde transacties is toegestaan, maar wel per type verbonden partij. Volgens FAS 57, paragraaf 3 moet het feit dat er sprake is van arm's length-transacties tussen sponsor en SPE worden toegelicht en aangetoond.

Concluderend kan worden gesteld dat FAS 125 een control-benadering heeft ten aanzien van het wel of niet consolideren van een SPE door de sponsor en dat Topic No. 14 en EITF 90-15 meer een risk and rewards-benadering kennen. Laatstgenoemde regels kennen echter ook gewicht toe aan control. De SPE's van Enron zullen op beide laatstgenoemde aspecten worden getoetst. De reden hiervoor is dat in de Form 8-K Report van 8 november 2001 van Enron op Topic No. 14 en EITF 90-15 wordt geijkt.

3 De werking van transacties tussen Enron en enkele SPE's

3.1 Inleiding

In paragraaf 3 wordt de werking van bepaalde transacties tussen Enron en enkele SPE's behandeld, toegespitst op twee hoofdvormen: a. hedgetransacties en b. buy back-overeenkomsten. Bij de hedgetransacties wordt ingegaan op het onderscheid tussen accounting hedge en economic hedge. De tekst in deze paragraaf is deels ontleend aan het rapport van Powers e.a. (2002). De commissie Powers is door de Raad van Bestuur van Enron ingesteld om de werking van SPE's en externe verslaggeving door Enron ten aanzien van de SPE's te onderzoeken.

3.2 Hedgetransacties tussen Enron en de SPE LJM Swap Sub en de vier Raptors SPE's

Het principe van een hedge is om een contract af te sluiten met een kredietwaardige onafhankelijke partij die tegen een vergoeding bereid is om het economisch risico met betrekking tot een investering te dragen (*economische hedge*). Indien de waarde van een investering daalt, draagt deze derde het verlies. Enron maakt gebruik van SPE's om *accounting hedges* te implementeren. Dat wil zeggen dat voor de externe verslaggeving het prijsrisico niet meer binnen de consolidatiekring valt, terwijl het economisch risico vaak onveranderd blijft en wel degelijk door de onderneming wordt gedragen.

Een voorbeeld van deze praktijk zijn de transacties van Enron met LJM1 en LJM Swap Sub (hierna Swap Sub). Enron heeft een investering in de internetonderneming Rhythms gedaan van \$ 10 miljoen en deze onderneming gaat vervolgens naar de beurs. Door een explosie van de koers is het pakket dat Enron bezit gestegen in waarde naar circa \$ 300 miljoen. Door een afspraak dat Enron de aandelen de eerste periode na beursgang niet mag verkopen, kan de

boekwinst niet worden gerealiseerd. Door het risico van koersveranderingen met een hedge af te dekken, kan de winst van Enron worden beschermd tegen koersdaling van aandelen Rhythms. Enron vindt echter geen onafhankelijke derde partij die bereid is om deze transactie te doen, onder meer omdat het aandeel wat Enron in Rhythms heeft te groot is. De CFO van Enron Fastow besluit de transactie daarom te doen met een aan Enron gerelateerde SPE. Een overzicht van de transactiestructuur staat weergegeven in figuur 1. In essentie bestaat de figuur uit drie onderdelen:

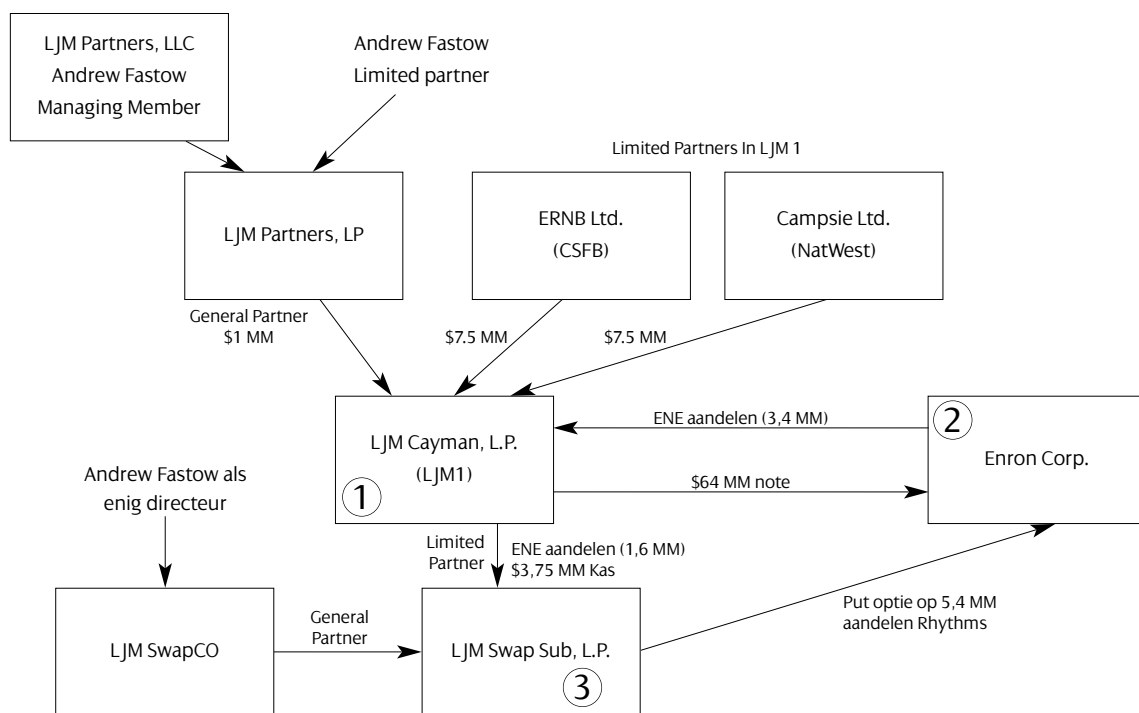
- (1) de LJM1 / Swap Sub structuur;
- (2) het financieren van de LJM1 / Swap Sub structuur met behulp van aandelen Enron;
- (3) de accounting hedge van Swap Sub met Enron. Dit is met deze nummers in figuur 1 aangegeven.

(1) De LJM1 / Swap Sub structuur

LJM1 is opgericht in juni 1999. Fastow is het enige en managend lid van LJM Partners, LLC, die op haar beurt de general partner is van LJM Partners, L.P. Deze is vervolgens algemeen partner in LJM1. Daarnaast is er nog \$15 miljoen ingebracht door ERNB Ltd. en Campsie Ltd. die respectievelijk gelieerd zijn aan de financiële instellingen Credit Suisse First Boston (CSFB) en NatWest.

De rechtspersoon in de structuur die daadwerkelijk actief is in de transacties, is LJM Cayman, L.P. en deze wordt aangeduid als LJM1. LJM1 is later ook voor andere transacties gebruikt. Onder LJM1 hangt een limited partnership, LJM Swap Sub L.P. geheten. Ook deze Swap Sub wordt door Fastow beheerst via LJM SwapCo waar Fastow als enig directeur optreedt.

Figuur 1. Het afdekken van het risico van de belegging in aandelen Rhythms via LJM1 en Swap Sub.



Legenda:

MM = miljoenen

ENE = aandelen Enron

ERNB Ltd. (CSFB) en Campsie Ltd. (NatWest) zijn institutionele investeerders in de SPE LJM1.

Er zijn drie stappen in de transactie: (1) LJM1 wordt opgericht; (2) Enron verschaft financiering; (3) Swap Sub verkoopt een put aan Enron.

Bron: Figuur 1 is in sterk aangepaste vorm ontleend aan Powers e.a. (2002, p. 81).

(2) Financiering Swap Sub

Om LJM1 van vermogen te voorzien verschaft Enron 3,4 miljoen aandelen Enron¹ (hierna aangeduid met het symbool voor het aandeel ENE) aan LJM1 en verschaft LJM1 aan Enron een note (= vordering) voor \$ 64 miljoen. Enron boekt deze \$ 64 miljoen als bate. Het is echter niet correct om deze transacties als verkoop van aandelen ENE door Enron te bestempelen daar het hier om aandelen van de onderneming zelf gaat. 1,6 miljoen aandelen ENE die door Enron aan LJM1 zijn verschaft, worden doorgeplaatst naar Swap Sub en daarnaast krijgt Swap Sub een kasstorting van \$3,75 miljoen.

(3) De accounting hedge van Swap Sub met Enron

De clausule bij de beursgang van Rhythms verhindert Enron om de aandelen te verkopen. Door putcontracten te kopen met als uitoefenprijs de huidige waarde van het aandeel Rhythms, kan Enron het risico afdekken en voorkomen dat een daling van de koers van Rhythms een belangrijk negatief effect zou hebben op de winst- en verliesrekening van Enron. Swap Sub schrijft een putoptie op 5,4 miljoen aandelen Rhythms en Enron koopt deze put. Bij een daling van de koers van het aandeel Rhythms zal de waardestijging van de put de waardedaling van het aandelenpakket teniet doen. Indien Swap Sub Enron zou moeten betalen vanwege de Rhythms-putopties, zijn de eigen aandelen Enron in bezit van Swap Sub de belangrijkste bron van betaling. Zolang niet zowel de koers van aandelen Rhythms als van aandelen Enron tegelijk sterk dalen, kan Swap Sub haar verplichtingen nakomen. Doordat de hedge afhankelijk is van de veronderstelling dat de beide koersen niet gelijktijdig zullen dalen, is hier geen sprake van een economische hedge maar van een accounting hedge. Het risico is immers maar ten dele overgedragen aan Swap Sub. Zelfs al laat US GAAP deze constructie toe, dan moet in ieder geval worden geconcludeerd dat de constructie, indien deze niet wordt toegelicht in het jaarrapport van Enron, het inzicht niet bevordert in de daadwerkelijke risico's die Enron loopt.

In het eerste kwartaal van 2000 is de Rhythms-positie geliquideerd. Dit gebeurde onder andere omdat Enron de Rhythms-aandelen ondertussen mocht verkopen en de koers van deze aandelen bleef dalen. Daarnaast bleek dat interne analyses aangaven dat er een 68%-kans was dat de Swap Sub-structuur niet aan haar verplichtingen kon voldoen. Vooral dit laatste maakt duidelijk dat er hier geen sprake is geweest van een economische hedge, maar van een accounting hedge.

De andere hedgetransacties met de Raptors SPE's zijn in essentie op dezelfde wijze geconstrueerd. Aandelen (of rechten op aandelen Enron) zijn door Enron aan de Raptors verkocht. Hier fourneert LJM2 het derde (outside) aandelenkapitaal aan de Raptors teneinde te voorkomen dat deze Raptors door Enron moeten worden geconsolideerd. Ook bij de Raptors geldt weer dat indien de waarde van beleggingen van Enron, die via de Raptors is gedekt, zou dalen, Enron betaald zou worden in de vorm van aandelen (of rechten op aandelen) van Enron zelf.

3.3 Buy back-transacties tussen Enron en SPE's

Enron verkoopt activa die het uit de boeken wil hebben aan de SPE's. Deze transacties vinden vaak plaats vlak voor het einde van een rapportageperiode. Zeven transacties zijn vlak voor het einde van het derde en vierde kwartaal van 1999 aangegaan met LJM1 en LJM2. Enron koopt vijf van de zeven voornoemde activa na het einde van de desbetreffende verslaggevingsperiode (soms binnen enkele maanden) weer terug. LJM1 en LJM2 maken een winst op elke transactie, zelfs wanneer het actief dat is gekocht, in marktwaarde is gedaald. Volgens een presentatie van Fastow voor de Finance Committee van de Raad van Bestuur van Enron genereren deze activatransacties direct of indirect een winst voor Enron van \$ 229 miljoen in het tweede halfjaar van 1999 (inclusief een hedgetransactie). Enron rapporteert in dezelfde periode een winst voor belastingen van \$ 570 miljoen en na belastingen van \$ 549 miljoen. De invloed van deze transacties op de getoonde winst is derhalve zeer groot. In drie van de voornoemde activatransacties, waarbij Enron de activa terugkoopt, is Enron van tevoren met LJM1 en LJM2 overeengekomen dat deze SPE's geen risico op verlies lopen op deze transacties.

4 De inhoud van de jaarrapporten Enron 1999 en 2000

In deze paragraaf wordt de inhoud van de jaarrapporten 1999 en 2000 van Enron besproken ten aanzien van verbonden partijen, in het bijzonder de SPE's. Voorts wordt ingegaan op informatie omtrent on- en off-balance-verplichtingen van Enron in de jaarrapporten. Deze verplichtingen hebben betrekking op de verbonden partijen (inclusief de SPE's). Tevens vindt een toetsing van de inhoud van de jaarrapporten 1999 en 2000 van Enron plaats met betrekking tot de vigerende regelgeving (FAS 125, Topic No. D-14, EITF No. 90-15 en FAS 57).

4.1 Verbonden partijen (inclusief SPE's)

Deze verbonden partijen zijn volgens het jaarrapport 1999 zowel ongeconsolideerde deelnemingen als de SPE's (in de vorm van limited partnerships). Onder het hoofd Related parties verhaalt Enron in de jaarrapporten 1999 en 2000 wat voor transacties er plaatsvinden tussen Enron en deze verbonden partijen en soms tussen verbonden partijen zelf. Hieruit blijkt een veelvuldige in- en verkoop van financiële activa en de verkoop van (rechten op) aandelen Enron door Enron aan de verbonden partijen in ruil voor vorderingen van Enron op de SPE's in kwestie. Verder worden er opties geschreven en gekocht en andere hedgetransacties gepleegd om posities van de SPE's te dekken of posities van Enron te dekken.

In het jaarrapport 1999 worden onder het hoofd Related parties de namen genoemd van de SPE's (LJM1 en LJM2) en de ongeconsolideerde deelnemingen JEDI en Whitewing. Ook wordt hierbij duidelijk gemaakt dat een 'senior officer' van Enron deze SPE's (LJM1 en LJM2) bestuurt. Voorts wordt in het jaarrapport 1999 aangegeven dat een andere 'officer' van Enron in JEDI heeft geïnvesteerd en 'from time to time acts as agent on behalf of' JEDI management.

Het moge duidelijk zijn dat deze belangenverstrengeling vragen oproept met betrekking tot de onafhankelijkheid van deze SPE's ten opzichte van Enron. Veelvuldige transacties tussen SPE's en ongeconsolideerde deelnemingen en tussen Enron en SPE's en tussen Enron en ongeconsolideerde deelnemingen, waarbij vaak de sturing plaatsvindt door hooggeplaatst personeel van Enron, roepen vragen op omtrent het arm's length-karakter van deze transacties.

Dit klemt des te meer daar het vooral transacties zijn in de vorm van (toekomstige) rechten op aandelen Enron en financiële activa afkomstig van Enron.

Ook kan de vraag worden opgeworpen of Enron niet via genoemde personeelsleden control heeft over de SPE's. Er moet dan worden getoetst of de senior officer of de officer optreedt als general partner in de SPE en volledig beschikkingsbevoegd is. Dit is via de tekst van de jaarrapporten niet mogelijk. Voor de senior officer en officer geldt dat ook indien zij wel control hebben over de SPE's, dat nog niet wil zeggen dat Enron control heeft over de SPE's. US GAAP is niet duidelijk op dit punt. Volgens Powers e.a. (2002) zijn de constructies met de SPE's zo opgezet dat de 'senior officer' en de 'officer' niet alle bevoegdheden hebben. Ook de limited partners hebben bepaalde beslissingsbevoegdheden. Dit maakt de toetsing of Enron via deze personeelsleden control heeft over de SPE's zeer

lastig. Formeel lijkt het niet zo te zijn, materieel lijkt het wel het geval te zijn.

Overigens zijn Chewco, JEDI en Swap Sub getoetst aan Topic D-14 en EITF 90-15 (zie Form 8-K Report van 8 november 2001). Chewco voldoet niet aan het 3%-eigen vermogen van derden aandeelhouders at risk. Derhalve moet Chewco door Enron worden geconsolideerd. Chewco is een partnership waaronder JEDI valt. Volgens de Form 8-K Report van 8 november 2001 moet daardoor ook JEDI door Enron worden geconsolideerd. Ook Swap Sub voldoet niet aan het 3%-criterium en moet derhalve door Enron worden geconsolideerd.

Blijkbaar voldoen deze SPE's niet aan de voorwaarden om onder FAS 125 te vallen. Het zou kunnen zijn dat deze SPE's zich niet beperken tot alleen financiële activa, maar ook andere activa verhandelen. Met zekerheid is dit echter niet vast te stellen.

Het management van Enron geeft in de slotzin van de paragraaf over verbonden partijen in jaarrapport 1999 aan dat zij gelooft dat de voorwaarden van de contracten met verbonden partijen gelijk zijn aan die met niet-verbonden partijen. De leiding van Enron geeft in jaarrapport 1999 echter op geen enkele wijze aan waaruit dit arm's length-karakter blijkt.

Het jaarrapport 2000 geeft veel meer tekst over de verbonden partijen onder het hoofd Related parties. Namen van verbonden partijen worden in tegenstelling tot 1999 echter niet meer genoemd (met uitzondering van Whitewing). De SPE's worden nu aangeduid met Related party, waarbij wordt opgemerkt dat deze worden bestuurd door een 'senior officer' van Enron. Hierbij wordt tevens gesproken over nieuw gevormde SPE's, die worden aangeduid als de Entities. Tal van transacties, veelal in de vorm van (rechten op) aandelen Enron worden weergegeven. Onder meer wordt melding gemaakt van hedgetransacties tussen Enron en de Entities voor een bedrag van \$ 2,1 miljard. Enron realiseert een opbrengst van \$ 500 miljoen op waardeveranderingen van deze middels de Entities gedekte posities.

Bij vergelijking van de tekst onder het hoofd Related parties in het jaarrapport 1999 met de tekst onder het hoofd Related parties in het jaarrapport 2000 kan worden geanalyseerd dat er transacties zijn geweest tussen Enron en LJM1 en LJM2 (namen worden echter in het jaarrapport 2000 niet genoemd). Tevens wordt aangegeven dat de voornoemde 'senior officer' geen financieel belang heeft in de verhandelde aandelen Enron en geen zeggenschap heeft verbonden aan deze aandelen. Verder valt op dat de andere 'officer' niet meer wordt gemeld in het jaarrapport 2000.

Uit het 8-K Report van 8 november 2001 is gebleken dat de 'senior officer' de Enron CFO Fastow is en dat

de 'officer' Kopper heet. De 'Entities' zijn de vier SPE's Raptors 1, 2, 3 en 4 genaamd.

Bij vergelijking van de toelichting van Enron in de jaarrapporten 1999 en 2000 valt op dat Enron wel ingaat op de verbonden partijen. De toelichting is echter summier met betrekking tot de aard van de relatie tussen Enron en SPE's. De transacties tussen Enron en SPE's zijn onvolledig en geaggregeerd weergegeven. Aggregatie van bepaalde zelfde transacties per type verbonden partij is overigens volgens FAS 57 toegestaan. De dollarbedragen van transacties tussen Enron en de SPE's worden zeer onvolledig weergegeven. Verder moet ook veel meer toelichting worden gegeven over het feit waarom de transacties met de verbonden partijen op arm's length-basis zijn. De namen van de SPE's moeten ook worden genoemd (dit geldt voor financial statements 2000). Voorts moet op basis van SEC Regulation S-K Item 404 en SEC Regulation S-X paragraaf 4-08 ook de huidige en waarschijnlijke economische voordelen van de transacties tussen Enron en de SPE's voor Fastow (en ander personeel) van Enron in de financial statements worden gemeld.

Hedgetransacties

De hedgetransacties zijn in essentie accounting hedges en geen economic hedges. Er is namelijk geen sprake van substantiële overdracht van economische risico's van Enron richting Swap Sub en Raptors. Volgens Powers e.a. (2002, p. 14) schijnen deze hedgetransacties ontworpen te zijn om verslaggevingsregels te omzeilen door het opnemen van hedgingwinsten door Enron ten opzichte van voornoemde SPE's teneinde verliezen op de waarde van beleggingen in kwartaalrapporten en jaarrapporten van Enron te neutraliseren. De economische realiteit van deze transacties is dat Enron *nooit* aan het *risico van verlies* kan ontkomen, omdat Enron de bulk van de activa levert waarmee de SPE's Enron moeten betalen (namelijk (rechten op) aandelen Enron).

Enron gebruikt deze strategie om het nemen van verliezen in de winst- en verliesrekening te voorkomen. Enron's winst voor belastingen met betrekking tot het laatste halfjaar van 2000 is in totaal \$ 650 miljoen. 'Winsten' op transacties met de Raptors zijn 80% van dat totaal!

Het idee om de beleggingen van Enron te hedgen met de waarde van het aandelenkapitaal van Enron herbergt een serieus probleem in zich vanuit een economisch perspectief. Indien de waarde van de beleggingen van Enron sterk daalt op hetzelfde moment dat de waarde van het aandeel Enron sterk daalt, kunnen de SPE's hun verplichtingen niet meer nako-

men en de hedges falen. Dit is precies wat is gebeurd in het najaar van 2000 en voorjaar 2001. Twee van de Raptors hebben onvoldoende betalingscapaciteit om Enron te betalen ten aanzien van de hedges, die zij met Enron zijn aangegaan.

Enron zou derhalve een verlies hebben moeten nemen van \$ 500 miljoen (voor belastingen) teneinde het gebrek aan betalingscapaciteit van de twee voornoemde Raptors tot uitdrukking te brengen. Teneinde deze problemen te ondervangen, zijn de andere twee solvente Raptors borg gaan staan voor de Raptors in betalingsproblemen. Verder is Enron overeengekomen voor een bepaald bedrag aandelen Enron te leveren aan de insolvente Raptors en heeft Enron aandelen Enron verkocht met een korting van 23% aan de insolvente Raptors. Met deze transacties is de post Schulden aan Enron op de balans van de twee insolvente Raptors verhoogd met \$ 828 miljoen.

Echter, ook deze herstructurering heeft niet kunnen verhelpen dat in een dalende markt voor de beleggingen die Enron aanhoudt de tegenwaarde van de hedges alleen de aandelen Enron zijn, die ook continu en sterk in waarde dalen in 2001. Het probleem van de betalingscapaciteit van de vier Raptors is daardoor onoplosbaar geworden. De Raptors zijn opgeheven in september 2001. Dit heeft geresulteerd in de onverwachte aankondiging door Enron op 16 oktober 2001 van een verliespost van \$ 544 miljoen na belastingen te verwerken in het resultaat.

Powers e.a. (2002) komen ook tot de conclusie dat het outside eigen vermogen dat aan Raptor 1 is gefouneerd, niet aan US GAAP voldoet. LJM2 heeft aan Raptor 1 outside eigen vermogen ter beschikking gesteld dat wel voldoet aan het minimum percentage van 3%. Het belang van LJM2 in Raptor 1 was echter niet 'at risk'. Enron garandeert LJM2 feitelijk een bepaalde contractueel afgesproken opbrengst op haar belang in Raptor1. Enron loopt het risico, hetgeen erop zou duiden dat Enron Raptor 1 ook moet consolideren. Deze correctie is door Enron (nog) niet overgenomen.

Buy back-overeenkomsten

Powers e.a. (2002) komen tot de conclusie dat drie activatransacties geen verkoop zijn volgens US GAAP. Het gaat hierbij om de drie transacties waarbij Enron de verkochte activa terugkoopt en Enron met de kopers (LJM1 en LJM2) is overeengekomen dat zij geen risico op verlies lopen. De overige buy back-overeenkomsten zijn volgens US GAAP verantwoord. De buy back-overeenkomsten zien zij als een middel om de kwartaalcijfers van Enron positief te beïnvloeden. Het is te verwachten dat de SEC of de FASB met meer gedetailleerde regels zal komen op dit terrein.

4.2 Toelichting ten aanzien van verplichtingen van Enron on- en off-balance en de gecombineerde financiële gegevens van ongeconsolideerde belangen van Enron

In de jaarrapporten 1999 respectievelijk 2000 is een overzicht opgenomen genaamd 'Selected Financial and Credit Information (Unaudited)'. In dit overzicht wordt de schuldpositie 'on-balance' en 'off-balance' tezamen weergegeven. Op subtiële wijze weet de ondernemingsleiding de suggestie te wekken dat er nauwelijks off-balance-verplichtingen zijn. De afgegeven garanties voor off-balance-verplichtingen zonder onderpand van Enron worden door de leiding op 10% van het uitstaande bedrag geschat. Tevens meldt de leiding in dit overzicht dat de schulden van ongeconsolideerde deelnemingen (waaronder SPE's) van Enron niet kunnen worden verhaald op Enron zelf. Een on-balance-schuld wordt afgetrokken van de totale schuldpositie in beide jaren (1999 en 2000), omdat Enron verwacht dat deze schuld kan worden voldaan via aandelen van een dochtermaatschappij van Enron (EOG Resources genaamd). Er resteert een schuldpositie van \$ 8,2 miljard on-balance en \$ 8,8 miljard on- + off-balance voor boekjaar 1999 en

\$ 10,2 on-balance en \$ 10,5 on- + off-balance voor boekjaar 2000.

Het niet of nauwelijks opnemen van off-balance-verplichtingen in dit overzicht lijkt in tegenspraak met tal van passages in de jaarrapporten 1999 en 2000, waaruit blijkt dat Enron onder bepaalde omstandigheden wel degelijk aansprakelijk is voor risico's en (daaruit ontstane) schuldposities. Bepaalde financiële contracten, waarbij Enron partij is, moeten vervroegd worden afgewikkeld indien het Enron aandeel beneden bepaalde koersen – die soms in de jaarrapporten worden weergegeven – zakt, of indien de credit rating van de schulden van Enron beneden de 'investment grade' zakt. De 'investment grade' is de hoogte van de credit rating waarbij bepaalde investeerders in de Verenigde Staten statutair nog mogen beleggen in een bepaald aandeel. Onder deze 'grade' valt deze vraag voor een bepaald aandeel weg. Dit alles kan tot gevolg hebben dat Enron aandelen moet uitgeven en indien dit niet toereikend is om de ontstane schuldpositie te delgen, moet het restant in cash worden voldaan. Enron geeft daarbij wel de waarschuwing af dat de hoogte van de credit rating van groot belang is voor het succes van

Overzicht 1. Selected Financial and Credit Information (Unaudited) (in miljoenen dollars) (gedeeltelijk overgenomen uit de jaarrapporten 1999 en 2000)

Verplichtingen	2000	1999	1998
Schulden op de balans (korte en lange termijn)	10.229	8.152	7.357
Items gemuteerd in verplichtingen positie:			
Verkochte debiteuren	-	-	202
Garanties (a)	213	180	96
Restwaarde garanties van leases	556	715	1.039
Netto verplichting uit hoofde van prijsrisico management activiteiten (b)	-	-	87
Schuld (op de balans) om te wisselen in aandelen van EOG Resources (c)	(532)	(239)	-
Schulden van ongeconsolideerde deelnemingen (d)	-	-	-
Transportverplichtingen van Enron	-	-	-
Totaal verplichtingen on- + off-balance	10.466	8.808	8.781

- (a) De schatting van het management met betrekking tot de risicopositie van Enron aangaande garanties zonder onderpand is 10% van de totale nominale waarde van de afgegeven garanties.
- (b) Overschot van prijsrisicomanagement verplichtingen ten opzichte van prijsrisicomanagement activa. Dit zijn op de balans tegen market-to-market-waardering opgenomen activa en verplichtingen uit hoofde van financiële en commodity-contracten.
- (c) Enron verwacht deze verplichting te kunnen voldoen via de levering van aandelen van EOG Resources (dochter van Enron).
- (d) Schulden van ongeconsolideerde deelnemingen zijn zonder verhaalrecht en derhalve niet als verplichting van Enron opgenomen.

de wholesale business en het vermogen van Enron om liquide te zijn. De wholesale business is het leeuwendeel van de totale omzet, marge en balans-totaal van Enron.

Ook voor schulden van bepaalde dochtermaatschappijen en ongeconsolideerde belangen stelt Enron zich op soortgelijke wijze garant. Hierbij wordt specifiek het 34%-belang in Azurix genoemd, waar ook al in 1997 een aanzienlijk bedrag door Enron is afgeboekt wegens slechte bedrijfsomstandigheden. Van belang is dat wordt opgemerkt in het jaarrapport 1999 dat deze van beurskoers Enron of credit rating Enron afhankelijke verplichtingen in het boekjaar 2000 en 2001 aflopen. Er worden echter geen specifieke bedragen genoemd. Het jaarrapport 2000 geeft aan dat Azurix wederom moet worden afgewaardeerd en wel in totaal voor \$ 470 miljoen, waarvan \$ 326 miljoen voor rekening is van Enron. Volgens het deelnemingspercentage (34%) zou dit \$ 159 miljoen moeten zijn. Dit indiceert dat Enron voor deze ongeconsolideerde deelneming voor 69% aansprakelijk is voor verliezen. Blijkbaar is de 'income sharing ratio' van Enron sterk afwijkend van de invloed die Enron kan uitoefenen bij Azurix. Dit wordt verder niet toegelicht in het jaarrapport. Het staat overigens in schril contrast met het door Enron gereleveerde in het voornoemde ongecontroleerde schuldpositie overzicht (zie Overzicht 1).

Het jaarrapport 2000 geeft voor 2000 en 1999 een venster op de grootte van de ongeconsolideerde deelnemingen relatief ten opzichte van Enron zelf.

Het moge duidelijk zijn dat de impact van deze ongeconsolideerde deelnemingen voor Enron in deze twee boekjaren aanzienlijk was in termen van aandeel in de winst en ook (eventuele) aansprakelijkheid van Enron (via garanties et cetera) voor de schulden van deze ongeconsolideerde deelnemingen. Indien de koers van Enron of de credit rating onder een bepaald niveau zou komen, was er een domino-effect met de schulden van de ongeconsolideerde deelnemingen.

Volgens FAS 57 moeten de bedragen te vorderen of verschuldigd per elke balansdatum, inclusief voorwaarden en de wijze van vereffening zijn opgenomen in de toelichting als onderdeel van het jaarrapport. Dit is slechts op zeer globale wijze in de jaarrapporten 1999 en 2000 van Enron opgenomen.

De positie van de SPE's is daaruit niet te traceren (zowel individueel als in totaliteit). FAS 57 staat wel aggregatie toe, maar dan soortgelijke transacties per type verbonden partij. Hieraan heeft Enron volstrekt niet voldaan in de jaarrapporten 1999 en 2000.

Wel geeft Enron een duidelijk zicht op de zeer grote invloed van de ongeconsolideerde deelnemingen in totaliteit op de resultaatpositie en vermogenspositie van Enron.

Overzicht 2. De grootte van de Enron-groep en de grootte van het totaal aan ongeconsolideerde deelnemingen van Enron gemeten in balanstotaal, schulden, totaal en eigen vermogen (in \$ miljard), alsmede nettowinst (in \$ miljoen) en de relatieve impact van uitdeling van winst door ongeconsolideerde deelnemingen voor de nettowinst van de Enron groep (in \$ miljoen).

	Enron groep		Totaal ongeconsolideerde deelnemingen	
	2000	1999	2000	1999
(\$ miljard)				
Balanstotaal	65,5	33,4	34,2	27,0
Schulden totaal	50,7	20,4	20,6	15,3
Eigen vermogen	14,8	13,0	13,6	11,7
(\$ miljoen)				
Nettowinst	979	893	586	1.857
Uitdeling van winst ongeconsolideerde deelnemingen aan Enron			137	482

5 Samenvatting en conclusies

Uit de jaarrapporten 1999 en 2000 van Enron blijkt dat Enron wel degelijk informatie verstrekt over verbonden partijen en SPE's. Deze informatie voldoet echter op een aantal punten niet aan de vereisten van US GAAP. Opvallend hierbij is overigens dat de SPE's van Enron, zowel in de Form 8-K Report van 8 november 2001 als door Powers e.a. (2002) is getoetst aan Topic D-14 en EITF 90-15 en niet aan FAS 125. Het zou kunnen zijn dat de SPE's van Enron niet alleen financiële activa, maar ook andere activa beheren. In dat geval wordt niet voldaan aan de toepassingsvereisten van FAS 125. De SPE's zijn aangestuurd door het personeel van Enron om via accounting hedges de winst- en verliesrekening van Enron te ontdoen van teveel 'earnings volatility'. Ook zijn deze SPE's gebruikt om activatransacties mee te plegen die de winst- en verliesrekening van Enron een beter aanzien moeten geven. Deze transacties zijn vaak weer op korte termijn teruggedraaid (buy back-karakter). Volgens Powers e.a. (2002) hebben de hedgetransacties en buy back-transacties ertoe geleid dat Enron in de periode van het derde kwartaal 2000 tot en met het derde kwartaal 2001 1 miljard meer aan nettowinst heeft geboekt dan het volgens US GAAP zou hebben mogen doen.

Door Enron zelf is achteraf geconstateerd dat haar externe verslaggeving niet aan US GAAP voldoet (zie de door de ondernemingsleiding van Enron ingediende Form 8-K Report van 8 november 2001). Onze conclusie is dat de externe verslaggeving van Enron op een aantal specifieke punten ten aanzien van verbonden partijen, in het bijzonder de SPE's, niet voldoet aan de vereisten van US GAAP.

US GAAP zal naar verwachting met betrekking tot kwalificatiecriteria voor een SPE verder worden aangescherpt. Specifiek zal hierbij aandacht worden besteed aan control-criteria en de rol van key-personeel van de sponsor bij SPE's. Voorts zal in het algemeen meer aandacht worden besteed door Amerikaanse regelgevers aan omzeterkenning (revenue recognition) met betrekking tot belangen die niet worden geconsolideerd. Ook is te verwachten dat de criteria voor omzeterkenning in het geval van buy back-overeenkomsten zullen worden aangescherpt. Niet te verwachten valt dat de regelgeving in de Verenigde Staten zal worden voorzien van een toets naar de *economische betekenis* van transacties en constructies. De vorm van de (overvloed aan) regels staat voorop in de VS en laat zich conceptueel moeilijk verdragen met een subjectieve toets naar de economische betekenis van transacties. Ook de controlerende accountants in

de VS zouden dan moeten worden getraind in deze toets en het mechanisch toepassen van de regels bij klanten deels moeten loslaten als controlebenadering. Voorts lijkt het onafwendbaar dat de SEC zijn toezicht op de financial statements van ondernemingen zal versterken. De uiteindelijke ondergang van Enron is mede toe te schrijven aan het afnemen van vertrouwen door beleggers. Als fundamentele oorzaak van de ondergang blijft echter het gebrek aan operationele winsten. Interessant is de gedachte dat Enron nog zou kunnen bestaan als de waarde van de beleggingen van Enron en de waarde van het aandeel Enron niet tegelijkertijd en in sterke mate zouden zijn gedaald. ■

Literatuur

- Delaney, P.R., B.J. Epstein, R. Nach en S. Weiss Budak, (2001), *Wiley GAAP Interpretation and Application of Generally accepted accounting principles 2001*, Wiley, New York.
- Enron Annual Reports 1997, 1998, 1999 en 2000.*
- Enron Form 8-K Report, (8 November 2001), *Restatement of prior period financial statements (for the years ended December 31, 1997 through 2000 and the quarters ended 31 March and June 30 2001)*.
- FASB, (1996), SFAS No. 125, *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*, FASB, Stamford.
- FASB, (2000), SFAS No. 140, *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities a replacement of FASB statement No. 125*, FASB, Stamford.
- FASB, (1991), EITF Issue No. 90-15, *Impact of Nonsubstantive Lessors, Residual Value Guarantees, and Other Provisions in Leasing Transactions*, FASB, Stamford.
- FASB/SEC, (1990), Topic No. D-14, *Transactions involving Special-Purpose Entities*, FASB, Stamford.
- FASB, (1982), SFAS No. 57, *Related Party Disclosures*, FASB, Stamford.
- McConnell, P., (2002), GAAP and Financial Analysis Post-Enron, in: *Life After Enron: A special report*, Bear, Stearns & Co., www.bearstearns.com, pp. 3-7.
- Powers, W.C., Jr., R.S. Trough en H.S. Winokur Jr., (2002), *Report of Investigations by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.*, Austin, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/sicreport/sicreport020102.pdf>.
- Williams, J.R., J.V. Carcello en J. Weiss, (2000), *2000 Miller GAAP Implementation Manual Restatement and Analysis of Other Current FASB, EITF and AICPA Pronouncements*, Harcourt, San Diego.

Noot

- De betreffende aandelen zijn onderdeel van een andere transactie en zijn bezwaard met restricties. Om deze reden worden ze tegen een discount aan LJM1 verstrekt. Later koopt Enron deze aandelen terug zonder in de prijs rekening te houden met de restricties.