



Munich Personal RePEc Archive

## **Ponzi Finance from Mr. Ponzi to Mr. Madoff**

Coskun, Yener

January 2010

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/28369/>  
MPRA Paper No. 28369, posted 24. January 2011 / 09:31

## Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansman

Yener COŞKUN<sup>1</sup>

Sermaye Piyasası Kurulu Baş Uzmanı

**Özet:** Ponzi finansman ilave finansal varlık girişi ile, varlık yetersizliğinin geçici biçimde giderilmesi ve yükümlülüklerin yerine getirilmesine dayalı sahtecilik ve iflasa eğilimli bir finansman modelidir. 1980'lerde yaşanan Banker Krizi sırasında bazı banker kuruluşların fon temin etmesi, Anadolu'daki bazı şirketlerin menkul kıymetlerini mevzuata aykırı olarak halka arz etmek suretiyle izinsiz para toplaması ve Titan saadet zinciri gibi olaylar ülkemizde ortaya çıkan ponzi finansman olaylarına verilebilecek örneklerin başında gelmektedir. Söz konusu hukuk dışı finansman modeli ABD'de ortaya çıkan Madoff vak'ası ile birlikte yeniden gündeme gelmiştir. Bu çalışmada; Madoff vak'ası çerçevesinde ponzi finansman kavramı incelenmekte ve özellikle finansal şirketlerde ortaya çıkabilecek bu tür sahteciliklerin önlenmesinin ne ölçüde mümkün olduğuna ilişkin bir değerlendirme sunulmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Ponzi sahteciliği, Madoff, Banker Krizi, öz disiplin, resmi disiplin, piyasa disiplini.

### Giriş

Peter'den çalıp Paul'e ödeyen devlet, her zaman için Paul'ün desteklenmesine dayanmaktadır.<sup>2</sup>  
George Bernard Shaw

2007 yılının ortalarında su yüzüne çıkan ve önce ABD'de ardından da küresel ölçekte etkili olan finansal kriz ile birlikte; büyüme dinamikleri, bölüşüm sorunları, finans sektörünün başboşluğu ve "esas çocuk" küreselleşme başta olmak üzere liberal iktisadın baş tacı politikaları bir kez daha tartışılmaya başlanmıştır.

İşlerin iyi gideceği beklentisine dayalı olarak pozisyon alan şirketlerin bulaşıcılık nedeniyle önemli finansal başarısızlıklar yaşadığı ve hatta İzlanda örneğinde ülkelerin bile iflasını ilan ettiği kriz ortamı küresel riskleri beklenmedik ölçülerde artırmıştır.

Finansal piyasalarda bazen kötü daha kötüyü sahneye davet edebilmektedir.

Küresel risklerle birlikte iflas risklerinin de artması, sahtecilik ve ponzi risklerinin de artacağı habercisidir. Paranın peşindeki insanın doğası fırsat kollayan bir vasa sahiptir. Nitekim tarih bize bu iş için suların krizle bulunmasına ihtiyaç dahi olmadığını söylemektedir.

### Ponzi Finansman Kavramı

<sup>1</sup> Yazar halen Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Taşınmaz Geliştirme Ana Bilim Dalı'nda doktora çalışmalarını sürdürmektedir.

Tel: 90 312 292 88 24 E-Posta:ycoskun@spk.gov.tr

Bu çalışmada yer alan görüşler Yazar'ın kendisine ait olup, bağlantılı olduğu kurumların görüşlerini yansıtmamaktadır.

<sup>2</sup> Peter'den çalıp Paul'e ödenmesi ponzi finansmanın çalışma ilkesidir (SEC İnternet Sitesi, 2008a). Peter vergi ödeyen ve Paul ise tıbbi karteldir ([http://www.whale.to/a/thinking\\_q.html](http://www.whale.to/a/thinking_q.html), Erişim Tarihi: 09.09.2009).

Barron's (2000: 519) işletme terimleri sözlüğü ponzi sahteciliğini (ponzi scheme), mevcut yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerini yeni yatırımcıların fonlarıyla temin eden ve gerekli ödemelerin (yükümlülük) yeni nakit akışlarını (varlık) aşması durumunda “çökmesi beklenen” yanlış bir yatırım fırsatı olarak tanımlamaktadır. Ponzi sahteciliği ile eşanlamlı olarak kullanılan piramit sahteciliği (pyramid scheme) de yeni katılımcının sisteme sunacağı taze paraya dayalı olarak sürdürülen bir finansal sahtecilik türüdür.

### **Bay Ponzi'nin Hikayesi**

Bu toplumda (ücretli işçiler) toplumsal basamakta yükselen nadir kesim, bunu komşuları pahasına yaptı. Böylece üst mertebedekiler fakirlerin kusurları ve aptallıkları üzerinde daha fazla durmaya başladılar.  
Hill (1998: 42).

Münihli aktris Spitzeder'in Bavyalı çiftçilerden 3 milyon gulden söğüşlemek için bir yıl boyunca % 20 ödemesi ve 1872 yılı sonunda yardımcısı ile birlikte ağır hapis ile cezalandırılması ve işten atılmış bir memur olan Placht'ın 1.600 dul ve yetimin parasını % 40 verme vaadiyle alıp borsada kaybederek 6 yıl hapse mahkûm olması ponzi finansmanın bilinen erken örnekleridir (Kindleberger, 2007: 114).

Ponzi sahteciliğinin isim babası 1920'li yıllarda New England sakinlerini posta pulu spekülasyonu ile dolandırarak “mesleğe giren” Charles Ponzi'dir. Bay Ponzi, ABD doları ile yabancı ülke paraları arasındaki kur farkının uluslararası posta pulu alım satımından kar elde etmesine yardımcı olacağını düşünür. Bu işlemleri finanse edebilmek için ise yatırımcılara bankaların tasarruf hesabından elde edilebilecek % 5'lik faiz yerine, % 40 getiri önerir. Ve 7,9 milyon dolar toplar. Yeni yatırımcıların katılımı ile eski yatırımcılara taahhüt edilen faizin ödenebildiği sistem çöktüğünde ise, Ponzi'nin satın aldığı uluslararası posta pullarının değerinin sadece 30 dolar olduğu görülür (SEC<sup>3</sup> Internet Sitesi, 2008a ve Kindleberger, 2007: 113).

Shaw'un ifadesiyle “Peter'den çal, Paul'e öde” ilkesi ile günümüzde de sürdürülmekte olan ponzi sahteciliği, iflasa giden şirketlerde veya doğrudan “sahtecilik yapmak üzere teşkilatlanmış yapılarda” tipik olarak görülebilmektedir. Ve maalesef bu iş, Hill'in bahsettiği gibi, tamahkarın kusur ve aptallıkları üzerine kuruludur.

---

<sup>3</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, ABD Sermaye Piyasası Kurulu.

*Coşkun, Yener. (2010). Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansman. Sermaye Piyasası Dergisi 1 (1): 10-13.*

## **Bay Madoff'un Hikayesi**

*Hepsi büyük bir yalandı.*  
Bernard L. Madoff

Madoff'un yatırım danışmanlığı hakkında iki çalışanına iletildiği ve SEC (SEC Internet Sitesi, 2008b) suç duyurusunda yer verilen mesajı.

*Olağan dışı derecede şeytani.*  
Denny Chin

Madoff hakkında, savunma avukatlarının öngördüğününün 10 katı ile, 150 yıl hapis cezası veren hâkimin suç hakkındaki sözleri.

*Pişman olmaya devam edeceğimiz bir başarısızlık.*

Marry L. Schapiro  
SEC Başkanı

The New York Times (2009a,b).

Finans tarihinin şimdiye kadar kaydettiği en büyük ponzi finansman sahteciliği "Madoff Vak'ası"dır. Vak'aya ilişkin olarak 2008 Aralık ayında suç duyurusunda bulunan SEC (SEC Internet Sitesi, 2008b) iddianamesi Madoff'un faaliyetlerine kısmen de olsa ışık tutmaktadır. Söz konusu iddianamede Bernard L. Madoff, sahibi olduğu BMIS (Bernard L. Madoff Investment Securities LLC) üzerinden yatırım danışmanlığı hizmetlerine dayalı ponzi finansmanda bulunmakla suçlanmıştır.

Suç duyurusu metninde Madoff'un sahibi olduğu ve SEC'ye yatırım danışmanı ve broker-dealer olarak kayıtlı olan BMIS'in yükümlülüklerinin yaklaşık tutarının 50 milyar dolar olduğu ifade edilmekle birlikte, 2008/Ocak itibarı ile SEC'ye en son sunulan Form ADV'de<sup>4</sup> 23 müşterisi olan BMIS'in varlık büyüklüğünün 17 milyar doların üzerinde olduğuna yer verilmiştir. Buna karşılık şirketin kıdemli bir çalışanına göre, yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında şirketin yönetimi altında bulunan varlık büyüklüğü 8-15 milyar dolar arasındadır. Yatırım hesaplarında hisse senedi ve opsiyonlara dayalı işlem yapan şirketin likidite darlığı yaşamasının altında, müşteri varlıklarının yaklaşık 7 milyar dolarlık kısmının müşterilerce iadesi talebi etkili olmuştur.

Madoff hakkında 150 yıl toplam hapis cezasına hükmeden hâkim Denny Chin suç ile ilgili olarak olağandışı derecede şeytani demiştir. Neden olabileceği muhtemel kayıpların 65 milyar dolara ulaşabileceği tahmin edilen Madoff'a aykırılık bazında verilen cezalar şöyledir; çalışan emeklilik planında hırsızlık: 5 yıl; yalancı tanıklık: 5 yıl; yalan beyan: 5 yıl; yatırım danışmanlığı sahteciliği: 5 yıl; para aklama: 10 yıl; SEC'ye yanıltıcı dosya sunulması: 20 yıl; iletişim sahteciliği (wire fraud): 20 yıl; posta sahteciliği (mail fraud)<sup>5</sup>: 20 yıl; menkul kıymet

<sup>4</sup> Form ADV SEC'ye kayıtlı yatırım danışmanları tarafından düzenli aralıklarla SEC'ye iletilen ve yatırım danışmanlığı ve ilgili faaliyetler hakkında bilgi veren bir açıklama formudur.

<sup>5</sup> İletişim sahteciliği, para toplamak için telefonda yanıltıcı sunumlar yapılması gibi elektronik iletişim araçları kullanılarak işlenen bir sahtecilik fiilidir. Posta sahteciliği ise ekonomik çıkar elde edilmesi amacıyla ABD Posta Hizmetleri (US Postal Service) kullanılarak posta yoluyla yanıltıcı sunumlar yapılmasıdır (Black's Law Dictionary, 1999: 672).

*Coşkun, Yener. (2010). Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansman. Sermaye Piyasası Dergisi 1 (1): 10-13.*

sahteciliği: 20 yıl ve iki olay için uluslararası para aklama: 40 yıl (The New York Times, 2009a).

Bu şeytani olayın baş sorumlusu Madoff olmakla birlikte, düzenleyici ve denetleyici kurum sıfatıyla SEC'nin resmi disiplin süreçlerinin (düzenleme, denetim ve yaptırım) zamanlı ve etkili biçimde işlemediği (veya işlemediği) de açık bir biçimde görülmüştür.

Ponzi sahteciliğine sadece finans sektöründe rastlanmamaktadır. Doğrudan ponzi sahteciliği yapmak üzere teşkilatlanmış yapıların ülkemizde en bilinen örneği Titan Saadet Zinciri olarak isimlendirilen sistem olmuştur.

### **Yerli Saadet Zinciri Vak'aları**

Şu sıraya bakın, vatandaşın bana güvenine bakın. Elimde satacak mal yok. Namussuzum, şu gazete kâğıdına imzama atıp versem, milyarları toparım. Ama yapmam. Bana yakışmaz. Bana güvenenleri aldatmam.

Cevher Özden'in tıraş olurken İbrahim Betil'e anlattıkları.  
Betil (2002, 81).

Çoklu seviyeli pazarlama (multi-level marketing) veya ağ pazarlaması (network marketing) olarak adlandırılan yapıda katılımcı kişiler, bir distribütör ile mal ve hizmet pazarlanması karşılığında komisyon elde edilmesi için belli bir ücret yatırılması, ayrıca getirilen her yeni üye için de belli bir komisyon alınması hak/borcuna sahip olmaktadır (Federal Trade Commission Internet Sitesi, 2008).

Akşam Gazetesi (2001) de bu yapının bizdeki örneği olan Titan sisteminin işleyişi şöyle tarif ediliyor; "Şirket, temizlik malzemeleri ve cilt bakım ürünleri pazarlamak amacıyla kuruldu. Daha sonra müşterilerini lüks otellerde yemekli toplantılarda ağırlamaya başladı. Bu toplantılarda konuşan şirket ortakları, katılanlara şirkete üye kazandırmaları halinde binlerce dolar kazanacaklarını vaat ediyor. Müşterilerden 888 ve 1088 dolar para yatırmaları karşılığında ürünleri pazarlamak için kendilerine distribütörlük verileceği söyleniyor. Daha sonra üye olan her müşteriden en az iki üye daha bulmaları isteniyor. Bu sayede korkunç paralar kazanacakları söylenerek müşteriler kandırılıyor."

SPK'nın yurt içi ve dışında yaptığı muhtelif girişimlere karşın (halkın bilgilendirilmesi, suç duyuruları vb.) Anadolu'daki bazı şirketlerin menkul kıymetlerini mevzuata aykırı olarak halka arz etmek suretiyle izinsiz para toplamasına dayalı hukuk dışı finansman modeli de ponzi finansmana örnek teşkil eder. Bu şirketlerin önemli bir kısmı iflasa eğilimli bir hayat sürmüştür.

İflas öncesinde hukuk ve piyasa mantığı içinde faaliyetlerini sürdüren şirketlerin iflas sürecinde Ponzi'yi araç olarak kullanabilmesi şirket iflasları tarihinin pek de şaşırtıcı olmayan bir yönüne işaret eder. Cin fikirli girişimcilik açısından mümbit olan ülkemiz finans sektöründe iflasa giden banka ve aracı kurumlarda da ponzi finansman olaylarının yaşandığı bilinmektedir. Ayrıca 1980'lerde yaşanan Banker Krizi sırasında bazı banker kuruluşlarının sonu hüsrarla biten yüksek faize dayalı fon toplama gayretini de bu kapsamda değerlendirebiliriz.

### **Bu İşten Kurtuluş Var Mı?**

Peki, bizleri Enron-İmar Bankası benzeri iflaslardan, Ponzi ve benzeri melanetlerden iyilerin dostu kötülerin düşmanı olan (muhasebe ve finansal raporlama, iç kontrol, iç denetim, risk yönetimi ve kurumsal yönetim unsurlarını içeren) öz disiplin sistemi; veya devlet (resmi disiplin) veya bizatihi piyasanın kendisi (ve piyasa disiplini sağlayan bağımsız denetim ve derecelendirme gibi kurumlar) kurtaramaz mı?

Resmi, piyasa ve öz disiplinin içsel yetersizlikleri ve eksikleri; disipline edici etkenlerin işleyişinde ve risklerin yönetiminde finansal başarısızlıkları önleyici mükemmel

Coşkun, Yener. (2010). *Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansman. Sermaye Piyasası Dergisi 1 (1): 10-13.*

çözümlerin bulunmadığını göstermektedir (bkz. Coşkun, 2007 ve 2008). Kanaatimizce yapılması gereken Wall Street ve City'ye rağmen biraz daha "kontrollü" bir serbest piyasa ekonomisinde iflas/finansal başarısızlıkta asıl kaybedenin şirket ortak/yöneticileri olduğunun altını yeni hukuk ve ceza kuralları ile daha kalın biçimde çizmektir. Tıpkı daha öncekilerde olduğu gibi yakın dönemde yurt içi ve dışı finans sektöründe ortaya çıkan finansal başarısızlıkların şirket içi tedbirlerle öz disiplin etkinliğinin geliştirilmesinin ve şirket uygulamalarında etik kurallara uyulmasının önemini daha da artırdığına şüphe yoktur (Coşkun, 2009: 50).

ABD'de yaşanan ve dünyanın kalan kısmında etkisi fazlasıyla hissedilen hisse senedi ve emlak balonu dönemlerini tecrübe eden piyasa oyuncularının başlıca davranış biçimini karakterize eden aşırı iyimserliğin gerçeküstü dünyasından, gerçek dünyaya intikal etmek için bu belirlemeler yol gösterici olabilir. Bunlara rağmen inancı sarsılmayanlar için bkz. Carroll (1865).

#### KAYNAKÇA

Akşam Gazetesi. (2001). *Titan'ın Çıtrakları Usta Oldu*. 26.01.2001 Tarihli Elektronik Nüsha. İnternet: <http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/2001/01/26/guncel/guncel1.html> (Erişim Tarihi: 25.09.2009).

BARRON'S. (2000). **Dictionary of Business Terms**. Third Edition. USA.

BETİL, İbrahim. (2002). **Hafiften Bankacılık**. Birinci Basım. Ocak. Ana Yayıncılık: İstanbul.

BLACK'S LAW DICTIONARY. (1999). Bryan A.GARNER (baş editör). Seventh Edition. St. Paul. Minn.

CARROLL, Lewis. (1865). *Alis Harikalar Diyarında*. Türkçe Yayın Editörü: Şahin GÜÇ, 2005, sf: 5-20. Martı Yayıncılık: İstanbul.

COŞKUN, Yener. (2007). **Self Discipline in Financial Institutions**. Ankara: SPK Yayınları (No: 205).

COŞKUN, Yener. (2008). **Bankalarda Öz Disiplin Süreçlerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi**. Ankara: SPK Yayınları (No: 210).

Coşkun, Yener. (2009). Etkin Risk Yönetiminde Öz Disiplin Süreci. **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi 2 (2): 33-52.**

Federal Trade Commission İnternet Sitesi. (2008). *The Bottom Line About Multilevel Marketing Plans*. FTC Consumer Alert. İnternet: <http://www.ftc.gov/bcp/online/pubs/alerts/pyrdalrt.shtm>(Erişim Tarihi: 22.07.2009).

HILL, Christopher. (1998). *Protestanlık ve Kapitalizmin Doğuşu*. sf: 31-43. **Kapitalizmin Doğuşu**. Editör: David S. LANDES. Türkçesi, Süleyman E. GÜNGÜZ. İkinci Baskı. Temmuz. İstanbul: Eko Matbaası.

KINDLEBERGER, Charles Poor. (2007). **Cinnet, Panik ve Çöküş: Mali Krizler Tarihi**. (Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, 1978, Çeviren: Halil MUTLU, 2007). **Bilgi Üniversitesi Yayınları**. No: 165. Mart. 1.Baskı. Yazın Basın Yayın Matbaacılık: İstanbul.

SEC İnternet Sitesi. (2008a). *Ponzi Schemes ve Pyramid Schemes*. İnternet: <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm> ve <http://www.sec.gov/answers/pyramid.htm> (Erişim Tarihi: 25.09.2009).

SEC İnternet Sitesi. (2008b). *SEC Compliant*. İnternet: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2008/comp-madoff121108.pdf> (Erişim Tarihi: 25.07.2008).

*Coşkun, Yener. (2010). Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansman. Sermaye Piyasası Dergisi 1 (1): 10-13.*

The New York Times. (2009a). *Madoff Is Sentenced to 150 Years for Ponzi Scheme*. 29.06.2009 Tarihli Elektronik Nüsha (Erişim Tarihi: 30.08.2009).

The New York Times. (2009b). *Report Details How Madoff's Web Ensnared S.E.C.* 02.09.2009 Tarihli Elektronik Nüsha (Erişim Tarihi: 02.09.2009).