

GÖSTERGE

GÜZ 2019

ARACI KURUMLAR - 2019/06

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2019/06

DİJİTAL KİMLİK

KRİPTO VARLIK İŞLEM PLATFORMU DÜZENLEMELERİ

SANAT VE FİNANS



**TSPB**

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Bu yayınımıza www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

Gösterge, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2019/06	1
<i>Ceylan Anıl – Deniz Kahraman</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2019/06	19
<i>Onur Salttürk</i>	
Dijital Kimlik	29
<i>Ceylan Anıl</i>	
Kripto Varlık İşlem Platformu Düzenlemeleri	45
<i>Deniz Kahraman</i>	
Sanat ve Finans	61
<i>Onur Salttürk</i>	

ARACI KURUMLAR

2019/06

Ceylan Anıl – Deniz Kahraman

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumların yanı sıra ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan bir yatırım bankasından derlediği 2019 yılının ilk yarısına ait faaliyet verileri ile finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz etmiştir.

63 kurumdan derlenen verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

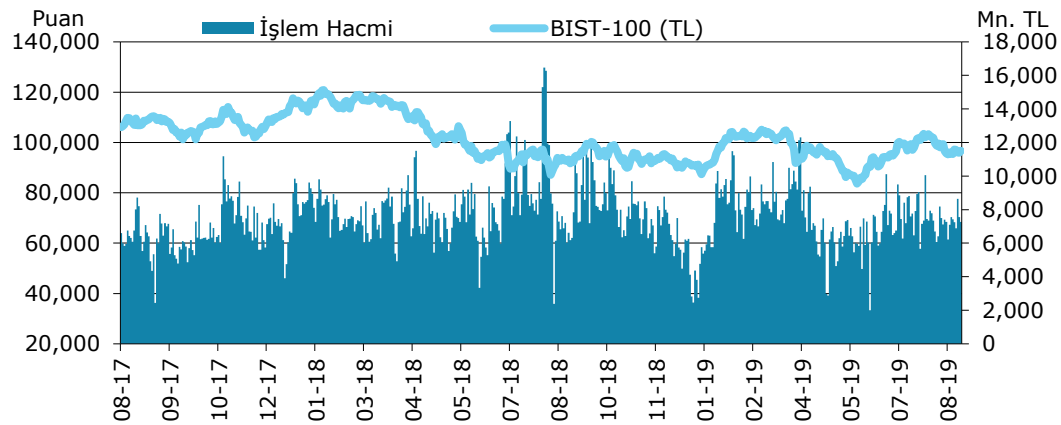
ABD ve Çin'in öncülüğündeki dış ticarette korumacı eğilimler ve İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair belirsizliklerin devam etmesinin etkisiyle, küresel iktisadi politikalara ilişkin endişeler 2019 yılında da devam etmiştir. Haziran sonunda yapılan G20 zirvesinde ABD ile Çin arasında ticaret müzakerelerine devam edilmesi kararı piyasalarda iyimserlik sağlasa da, aynı dönemde Brexit'e dair belirsizlikler artmıştır. Global büyümeye ilişkin endişeler yılın ilk çeyreğindeki büyüme ivmesinin ikinci çeyrekte korunamaması nedeniyle sürmektedir.

oranında daralmış olup, Haziran ayından itibaren gelen veriler ekonomimizde toparlanmanın başladığını göstermektedir.

Bu ortamda, 2019 yılı ilk çeyreğini 94.000 civarında tamamlayan BIST-100 endeksi, yılın ikinci çeyreğinde artarak 96.500 seviyesine çıkmıştır. Haziran ayında Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararıyla standart emeklilik fonu portföylerinin asgari %10'unu hisse senetlerine yatırması zorunluluğu getirmesi ile Haziran sonu itibarıyla yurtiçi yatırımcıların hisse senedi yatırımlarının artmaya başladığı gözlenmiştir.

Türkiye ekonomisi ise yılın ilk yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %1,9

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100

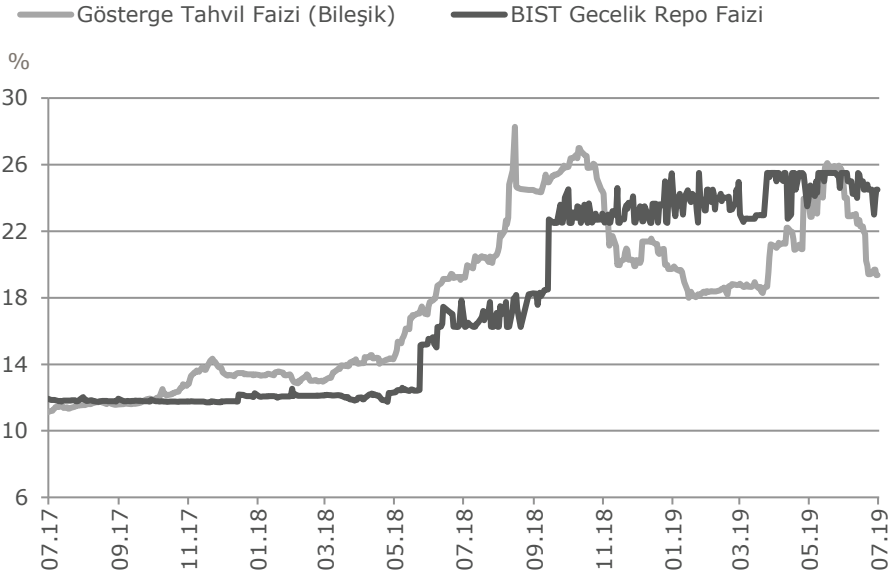


Kaynak: Borsa İstanbul

Gösterge tahvil faizi ise 2019 Mart ayı sonunda 21,19 seviyesinde iken, kurdaki dalgalanmaların artmasıyla Mayıs ayı sonlarına doğru 25,78 seviyelerine ulaşmıştır. Mart ayından itibaren enflasyondaki baz etkisi

neticesinde yıllık TÜFE beklentileri düşmeye başlamış, Mayıs sonundan itibaren gösterge tahvil faizi düşüş trendi göstererek Haziran sonunda 19,6 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

ARACILIK FAALİYETLERİ

2019 yılının ilk yarısında, repo hariç tüm işlemlerde düşüş görülmüştür. Pay senetleri işlem hacmi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %14 azalırken, vadeli işlemler ile kaldıraçlı işlemlerdeki düşüş sınırlı kalmıştır. Opsiyon işlemleri ise bankaların işlemlerindeki azalmanın da etkisi ile %44 daralmıştır.

2019 yılı boyunca, repo faizinin mevduat faizinin üstünde olması dolayısıyla repo işlem hacmi hayli artmış, 2019 Haziran sonunda repo hacmi, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 5,5 katına çıkmıştır. Tahvil işlem hacimleri ise, geçtiğimiz yılın ilk yarısına göre %17

azalmış ve 579 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1’de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) yıllık işlem hacmi gösterilmektedir. Sabit getirili menkul kıymet kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerine Borsa İstanbul’da gerçekleşen işlemler ile borsa dışında gerçekleşip Borsa’ya tescil edilen işlemler dâhil edilmiştir. Merkez Bankası ve Takasbank’a ait işlemlere ise tabloda yer verilmemiştir.

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (mn. TL)				
	2018/06	2018/12	2019/06	Yıllık Değişim
Pay Senedi	2,111,369	3,955,750	1,820,914	-13.8%
Aracı Kurum	1,928,689	3,594,678	1,664,634	-13.7%
Banka	182,680	361,072	156,280	-14.5%
SGMK	700,636	1,290,436	579,201	-17.3%
Aracı Kurum	117,896	193,603	83,908	-28.8%
Banka	582,684	1,096,833	495,293	-15.0%
Repo	1,930,490	4,947,942	10,779,036	458.4%
Aracı Kurum	523,360	835,532	2,415,685	361.6%
Banka	1,375,703	4,112,411	8,363,351	507.9%
Vadeli İşlemler	1,343,500	1,970,194	1,319,235	-1.8%
Aracı Kurum	1,308,875	1,913,905	1,253,519	-4.2%
Banka	34,625	56,289	65,715	89.8%
Opsiyon	32,004	44,241	18,045	-43.6%
Aracı Kurum	12,425	15,425	10,586	-14.8%
Banka	19,579	28,816	7,459	-61.9%
Varant*	15,871	22,386	12,597	-20.6%
Kaldıraçlı İşlemler*	3,920,688	6,413,135	3,878,171	-1.1%
Müşteri	2,151,731	3,465,355	2,055,571	-4.5%
Likidite Sağlayıcı	1,768,957	2,947,780	1,822,600	3.0%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

PAY SENETLERİ

2019 yılının ilk yarısında, 54 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmış, işlem hacmi, 2018 yılının ilk yarısına oranla %14 azalarak 1,8 trilyon TL olmuştur. Bununla beraber, yoğunlaşma yüksek olup, bir yatırım bankası ile beraber ilk 5 kurumun hacmi, toplam piyasa hacminin %43'ünü oluşturmıştır.

Tablo 2'de işlem hacimlerinin yatırımcı dağılımları verilmiştir. 2019 yılının ilk yarısında yabancı yatırımcıların pay senedi işlem hacmi, geçen yılın aynı dönemine paralel bir artış sergilemiştir. Bu kapsamda kurumlardan derlenen verilere göre aynı dönemde yerli yatırımcıların pay senedi işlem hacmi ise %9 azalmıştır.

Tablo 2'ye göre Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %60'ının yerli bireysel yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcılar 2019 Haziran sonu itibarıyla halka açık payların yalnızca %19'una sahiptir.

Yurtiçi kurumsal yatırımcıların toplam pay senedi işlem hacmindeki payı ise %3 civarındadır. Yurtdışı yatırımcılarda ise ağırlık %28 pay ile yurtdışı kurumlardadır.

Tablo 5'te işlem hacimlerinin departmanlara göre dağılımı ele alınmaktadır. Buna göre, yılın ilk yarısında pay senedi hacminde en yüksek paya sahip olan internet işlemlerinin toplam pay senedi hacmindeki payı %39 ile hayli yüksektir. İnternet aracılığı ile yapılan pay senedi işlem hacmi geçtiğimiz yılın ilk altı ayına göre %12 azalmıştır.

2018 yılından itibaren ilk defa işlem hacmi departman kırılımında, doğrudan piyasa erişimi (direct market access/DMA) detayına yer vermeye başlanmıştır. Bu kanalın genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir. 2018 yılı öncesinde bu işlemlerin, ağırlıkla yurtdışı satış ve pazarlama departmanı ve internet altında sınıflandığı ifade edilebilir. Kurumların

işlemlerinde doğrudan piyasa erişimi kanalı-
nın payı 2019 ilk yarısında %13 olmuştur.
Doğrudan piyasa erişimi kanalı ile yapılan pay
senedi işlemleri ise 2018 yılının ilk altı ayına
göre %54 artmıştır.

Son yıllarda finansal piyasalarda iş modelleri-
nin teknolojik gelişmelerle evrildiği görülmek-
tedir. Bu sayede emir iletiminin doğrudan ya-
pıldığı kanallar olan internet ve doğrudan pi-
yasa erişimi kanallarının pay senedi işlemler-
indeki payının 2019 yılı ilk yarısında %52 ol-
duğu görülmektedir. Bu kanallar ile gerçekle-
şen işlemlerin toplam hacmi ise geçtiğimiz yıl-
ın aynı dönemine göre paralel artmıştır.

Tablo 5'te işlem hacimlerinin departman da-
ğılımları gösterilmektedir. İnternet üzerinden
yapılan pay senedi işlemleri, genellikle yurtiçi
bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilir-
ken, doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalı
ağırlıkla yurtdışı kurumlar tarafından kullanıl-
maktadır.

Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmin-
deki payı ise %17'dir. Bu işlemlerin büyük ço-
ğunluğu şubeler aracılığıyla gerçekleştiril-
mektedir.

Tablo 2: Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2019/06)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İş- lemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	60.4%	7.1%	6.7%	51.4%	24.2%	42.5%	52.5%
Yurtiçi Kurumlar	7.1%	24.6%	11.8%	10.1%	67.8%	35.7%	47.4%
Yurtiçi Kurumsal	2.9%	67.3%	81.4%	5.6%	1.8%	0.0%	0.0%
Yurtiçi Yatırımcı	70.4%	99.0%	99.9%	67.1%	93.8%	78.2%	99.9%
Yurtdışı Bireyler	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
Yurtdışı Kurumlar	27.6%	0.4%	0.1%	29.9%	6.0%	21.7%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	1.8%	0.5%	0.0%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	29.6%	1.0%	0.1%	32.9%	6.2%	21.8%	0.1%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piya-
sasında hem aracı kurumlar hem de bankalar
faaliyet göstermektedir. Verileri derlenen ya-
tırım bankası, sabit getirili menkul kıymetler
piyasasında da işlem yapmakta olup; analize
dâhil edilmiştir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem
hacimleri (tescil dâhil), 2019 yılının ilk yarı-
sında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre
%17 azalmış ve 579 milyar TL olarak gerçek-
leşmiştir. Repo/ters-repo işlemleri ise (tescil
dâhil) yıl içinde repo faizinin mevduat faizinin
üstünde olması dolayısıyla geçtiğimiz yılın ilk
altı ayı ile kıyaslandığında neredeyse 5,5 ka-
tına çıkarak 11 trilyon TL'ye yaklaşmıştır.

2019 yılının ilk yarısında 33 aracı kurum ve
36 banka tahvil/bono kesin alım satım piya-
sasında işlem yapmıştır. Bu işlemlerde aracı
kurumların payı %14 olmuştur. Aracı kurum-
lar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin
yarısı sadece 2 kurum tarafından gerçekleştiril-
miştir.

Birliğimizce verileri derlenen kurumların
SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı
yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır (Tablo
2). Tahvil/bono işlem hacminin %67'sini yur-
tiçi kurumsal yatırımcılar oluştururken,
%25'ini yurtiçi kurumlar gerçekleştirmiştir.
Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin
önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum

portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında ise işlemlerin %60'ının yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ve merkez dışı birimler üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir (Tablo 5). Ayrıca, bir aracı kurumun yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlemlerini yurtdışı satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıyor olması nedeniyle, yurtdışı satış ve pazarlama departmanının bu işlemlerdeki payı

VADELİ İŞLEMLER

2019'un ilk yarısında toplam 53 aracı kurum, 9 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine benzer şekilde 1,3 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Verileri derlenen yatırım bankasının da bu piyasada işlemi bulunmaktadır. TCMB, 2018 Eylül ayından itibaren Borsa İstanbul'da döviz vadeli işlem kontratlarında işlem yapmaktadır fakat Tablo 1'de TCMB verileri dahil edilmemiştir.

Vadeli işlemlerin yarısını endeks vadeli işlemleri oluşturmaktadır. Döviz vadeli işlemlerinin payı ise geçtiğimiz yılın ilk altı ayına göre artarak %39 paya çıkmıştır.

Aracı kurumlar ve değerlendirmeye alınan yatırım bankası tarafından gerçekleştirilen vadeli işlemlerin yarısının ilk 5 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, işlemlerin yarısını oluşturmaktadır. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların vadeli işlem hacmindeki payı, pay senedine göre daha yüksek olup,

OPSİYONLAR

2019 yılının ilk yarısında 32 aracı kurum ve 4 banka toplam 18 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiştir.

2018 ilk yarısı ile kıyaslandığında, pay endeksi dayanak alan opsiyon işlemlerinin %21 artarak payını %11'e çıkardığı görülmektedir.

%19 olarak kaydedilmiştir. Benzer şekilde, yurtdışı pazarlama departmanı tarafından gerçekleşen repo işlemleri oranında da bu kurumun etkisi vardır.

Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurumlar ile yatırım bankasının müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcılar ise repo işlemlerinin %81'ini gerçekleştirmektedir.

toplam işlem hacminin %6'sına karşılık gelmektedir. Yurtiçi kurumların payı ise %10 olup, bunun üçte ikisi kurumların kendi portföylerine yaptıkları vadeli işlemleri yansıtmaktadır.

İncelenen kurumların vadeli işlemlerinde departman dağılımında en yüksek payın %24 ile internet olduğu, ardından %20 payla şubelerin geldiği görülmektedir. Yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ile satış departmanları ise %14'er paya sahiptir.

Doğrudan piyasa erişiminin payı, vadeli işlemlerde hisse senetlerini geçerken, bu işlemleri genelde yurtdışı yatırımcıların tercih ettiği görülmektedir.

Tablo 3: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı

Ürün	2018/06	2018/12	2019/06
Endeks	57.1%	56.1%	50.4%
Döviz	37.9%	38.2%	38.5%
Diğer Vadeli	5.0%	3.5%	11.0%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

Döviz dayanak alan sözleşmelerin payı ise %86'dan %82'ye inmiştir.

2019 yılının ilk yarısında incelenen kurumların opsiyon işlem hacmi 10,6 milyar TL olurken, ilk 2 kurum aracı kurum tarafından

gerçekleştirilen işlemler toplam opsiyon hacminin %60'ını oluşturmuştur.

Tablo 4: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Oranı Dağılımı			
Ürün	2018/06	2018/12	2019/06
Endeks	6.2%	7.8%	11.4%
Döviz	85.5%	84.5%	82.2%
Pay	8.3%	7.7%	7.7%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

Opsiyon işlemlerinde genelde yurtiçi bireylerin yoğunlukta olduğu görülse de 2019 yılında

aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %68'i yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu değişimde 2 aracı kurumun kurum portföyü işlemleri etkili olmuştur. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı ise yalnızca %6 oranında kalmaktadır.

Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin büyük kısmının kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir.

Tablo 5: Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2019/03)							
Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	9.7%	43.1%	55.9%	13.6%	13.2%	3.1%	16.3%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	17.0%	16.8%	24.6%	21.4%	17.1%	1.5%	11.4%
Şube	14.6%	3.4%	8.7%	19.0%	15.8%	1.1%	11.1%
Acente	1.2%	13.5%	16.0%	1.4%	1.4%	0.0%	0.2%
İrtibat Bürosu	1.2%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	0.4%	0.0%
İnternet	38.7%	0.4%	0.0%	24.1%	5.8%	48.0%	25.8%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	13.3%	0.0%	0.0%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.4%	0.1%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	3.6%	20.6%	6.6%	6.1%	57.6%	25.5%	46.5%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	17.4%	18.7%	12.8%	13.6%	6.2%	21.7%	0.0%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Ağırlıklı olarak bireysel yatırımcıların işlem yaptığı bu piyasada 2019 yılının ilk altı ayı boyunca 43 kurum tarafından aracılık yapılmıştır.

Ayrıca, varant işlemlerinde yoğunlaşma yüksek olup, işlem hacminin %60'ı ilk 2 kurum tarafından gerçekleştirilmiştir.

Varant işlem hacmi 2018 yılının ilk yarısına göre %21 oranda azalmış ve 13 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. İşlemlerinin yarısı internet üzerinden yapılırken, yurtdışı satış ve pazarlama departmanı sadece bir kurumun işlemlerini yansıtmaktadır.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Kaldıraçlı işlemler yalnızca aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. 2019 yılının ilk altı ayında kaldıraçlı işlem hacmi önceki yılın aynı dönemine göre değişmeyerek 3,9 trilyon TL civarında gerçekleşmiştir. Bu hacmin 1,8

trilyon TL'lik kısmı aracı kurumların müşterileri ile gerçekleştirdiği kaldıraçlı işlemlerden oluşmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde de yoğunlaşma yüksektir. Müşterilerle gerçekleşen işlemlerin %60'tan fazlası ilk 5 aracı kurum tarafından yapılmıştır.

2019 yılının ilk yarısında kaldıraçlı işlemlerin %26'sı internet üzerinden yapılmış iken, ardından gelen yurtiçi satış departmanının payı %16'dır. Tablo 5'te kurum portföyü altında izlenen tutar esas olarak likidite sağlayıcı ile yapılan işlemleri göstermektedir.

KURUMSAL FİNANSMAN

Bu bölümde incelenen kurumlar tarafından gerçekleştirilen kurumsal finansman projelerine yer verilecektir.

PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

Dünya'da son yıllarda şirketlerin halka açılmak yerine, girişim sermayesi, risk sermayesi gibi modellere yöneldiği görülmektedir. Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre Dünya'da 2019 yılının ilk yarısında, 2018 yılının aynı dönemine kıyasla halka arz olan şirket sayısı %17 azalsa da halka arzların toplam büyüklüğü ise %14 artmış ve hasılat 57 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Raporda; süregelen ticaret savaşları, jeopolitik gelişmeler ve Brexit ile ilgili belirsizliklerin 2019 yılının başından beri görülen düşüşte etkili olduğu belirtilmiştir.

Türkiye'de ise 2018 yılının Haziran ayından 2019 Mayıs ayına kadar halka arz gerçekleşmesine de 2019'un ikinci çeyreğinde küçük tutarlı halka arzlar gerçekleşmiş ve bu dönemde biri Smartiks Yazılım A.Ş. diğeri CEO Medya A.Ş. olmak üzere 2 adet şirketin halka arzı tamamlanmıştır. Bu halka arzlardan elde edilen hasılat ise toplam 62,4 milyon TL olmuştur. Diğer yandan, 2019 yılında ikincil halka arz gerçekleşmemiştir.

2019 yılının ilk altı ayında, özel sektörün tahvil ihraç sayısı 2018'in ilk altı ayına kıyasla %7 düşerek 674 olarak gerçekleşmiş, hasılat tutarı ise 2019 yılının ilk yarısına göre %21 artarak 100 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalar tarafından gerçekleştirildiğinden aracı kurumların tamamlanan tahvil ihraç sayısı ile farklılık göstermektedir. 674 adet tahvil ihracının 595'inin aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülmektedir.

Tablo 6: Pay Senedi Halka Arzları ve Tahvil İhraçları

	2018/06	2018/12	2019/06
Pay Senedi Halka Arzları			
Sayı	9	9	2
Tutar (mn TL)	5,419	5,419	62.4
Pay Senedi İkincil Halka Arzları			
Sayı	1	1	0
Tutar (mn TL)	2,989	2,989	-
Tahvil İhraçları			
Sayı	727	1,385	674
Tutar (mn TL)	83,040	179,121	100,449

Kaynak: Borsa İstanbul

*Tahsisli satışlar hariçtir.

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2019 yılının ilk yarısında aracı kurumlar 801 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 595'i tahvil ihracı olmak üzere, toplam 703 adet proje tamamlamıştır.

Aracı kurumlar, 2019 yılının ilk altı ayında satın alma-birleşme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 8 proje tamamlamıştır. Diğer yandan, özelleştirme projesi satış tarafında ve alış tarafında ise 1'er yeni işin

tamamlandığı görülmektedir. Bu projeler Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş'nin üretim tesislerinin bir kısmının özelleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Diğer finansmana aracılık türündeki projeler ise, Türkiye'deki girişimlere yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık faaliyetini

ifade etmektedir. Bu faaliyette bulunan bir aracı kurum bulunmaktadır.

Diğer danışmanlık faaliyetinin altında tamamlanan 56 iş ise genellikle menkul kıymet ihraççıların ihtiyacı duyduğu; değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsamaktadır.

Tablo 7: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)			
	2018/06	2018/12	2019/06
Birincil Halka Arz	11	11	2
İkincil Halka Arz	7	6	0
Tahvil-Bono İhracı	658	1,216	595
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	4	11	2
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	7	12	6
Finansal Ortaklık	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	1	5	1
Sermaye Artırımı	23	47	15
Temettü Dağıtımı	27	41	23
Özelleştirme -Alış Tarafı	0	2	1
Özelleştirme -Satış Tarafı	1	9	1
Diğer Danışmanlık	54	97	56
Toplam	793	1,457	703

Kaynak: TSPB

VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalardaki aracılık faaliyetlerinin yanında gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir. İncelenen kurumlardan yalnızca 18 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir.

Aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında yönettiği portföy büyüklüğü 2019 Mart sonuna göre hafif bir düşüş göstererek 2019 yılı Haziran sonunda 2,4 milyar TL olmuştur.

2019 Haziran sonu itibarıyla 18 aracı kurum tarafından 5.494 gerçek ve tüzel kişiye portföy yönetimi hizmeti verilmektedir. Son üç ayda müşteri sayısında gerçekleşen 1.029

kişilik artışın büyük çoğunluğu bir kurumdan kaynaklanmaktadır. Müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

2018 Mart sonuna kıyasla, tüzel yatırımcı sayısı 50 artsa da bu gelişmenin büyük bir kısmı bir kurumdan kaynaklanmaktadır. Tüzel yatırımcıların portföyündeki büyüme ise aynı dönemde %5 olmuştur.

Aracı kurumlardan portföy yönetimi hizmeti alan bireysel yatırımcıların portföyü ise, 2018 yılı ortasında 2 milyar TL'yi aşsa da, 2019 Haziran sonunda 1,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi			
	2018/06	2018/12	2019/06
Yatırımcı Sayısı	3,894	4,331	5,494
Tüzel	83	82	206
Gerçek	3,811	4,249	5,288
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	2,680	2,133	2,392
Tüzel	565	487	667
Gerçek	2,115	1,647	1,726

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

Aracı kurumlar sadece menkul kıymet alımıyla sınırlı olmak üzere müşterilerine kredi kullandırabilmektedir.

Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, 2018 sonuna göre hafif azalarak 2019 Haziran sonunda 1,8 milyar TL'de kalmıştır.

Kredili işlem bakiyesinin dörtte birini iki aracı kurum oluşturmaktadır. En yüksek kredili işlem bakiyesine sahip ilk 10 kurum ise toplam kredili işlem bakiyesinin neredeyse dörtte üçünü oluşturmaktadır.

Kredi kullanan yatırımcı sayısı, 2019 yılı Mart ile Haziran arasında 1.349 kişi azalırken, yatırımcı başına kredi hacmi ise aynı dönemde %12 azalmıştır. Bununla beraber, kişi başına düşen kredi bakiyelerinin 11.500 TL ile 2 milyon TL arasında değiştiği görülmektedir.

Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar verilere dâhil değildir.

Tablo 9: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri			
Yatırımcı Sayısı	2018/06	2018/12	2019/06
Kredi Hacmi (mn TL)	2,199	1,823	1,768
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	11,620	12,101	10,157
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	189,225	150,666	174,048

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır. Bu dönem verileri derlenen yatırım bankasının şubesi bulunmamaktadır.

2018 yılının ilk yarısından bu yana toplam iki şube kapanmıştır. İrtibat bürosu sayısı ise aynı dönemde 11 artmıştır. Bunun büyük bir kısmını 4'er irtibat bürosu açan iki kurum oluşturmaktadır.

2019 Haziran sonu itibarıyla 40 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı birimlerin %96'sının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir. Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, banka iştiraki olmayan bir aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir. 2019 yılı Haziran sonunda acente şubeleri

sayısı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 37 azalarak 9.677 olmuştur.

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, birçok finansal ürün için şube hacminin işlem hacminin kayda değer bir kısmını oluşturduğu anlaşılmaktadır. Bazı aracı kurumlar acenteler ile emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, fiiliyatta acenteler aracılığıyla sadece müşteri edinimine katkı sağlamaktadır. Benzer şekilde, bazı aracı

kurumların irtibat bürolarında da sadece tanım faaliyetleri yürütüldüğü, emir kabul edilmediği görülmektedir.

Tablo 10: Erişim Ağı

	2018/03	2018/12	2019/06
Şubeler	291	289	289
İrtibat Büroları	43	46	54
Acente Şubeleri	9,380	9,387	9,334
TOPLAM	9,714	9,722	9,677

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

2019 yılının ikinci çeyreğinde bir aracı kurum faaliyete geçmesi ile birlikte; toplam 62 adet aracı kurumun yanı sıra piyasalarda işlem yapan Merrill Lynch Yatırım Bankasının da dâhil edildiği 2019 Haziran sonu verilerine göre sektörde toplam çalışan sayısı, 2018 yıl sonuna göre 50 kişi azalarak 4.866 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 11: Kurumların Çalışan Sayısı

	2018/6	2018/12	2019/06
Kadın	2,055	2,075	2,043
Erkek	2,816	2,841	2,823
Toplam	4,871	4,916	4,866

Kaynak: TSPB

2019 yılı ikinci çeyreğinde personel sayısını en fazla artıran şirketler Info (34 kişi) ve Osmanlı (18 kişi) olurken, istihdamı en fazla azaltan şirket A1 Capital (16 kişi) olmuştur.

İncelenen yatırım kuruluşlarında personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube,

acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların yarısından fazlası bu üç birimde çalışmaktadır.

Tablo 12’de, aracı kurumların ortalama çalışan sayısının 2018 yılı Haziran sonunda 75’ten, 2019 Haziran ayı sonunda 76 kişiye yükseldiği görülmektedir. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde ortalama çalışan sayısı 17 olup, ardından gelen mali işler biriminde ortalama çalışan sayısı 10 olmuştur.

Aracı kurum çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veri www.tspb.org.tr adresinde yer almaktadır.

Tablo 12: Çalışanların Departman Dağılımı

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2018/06	2019/06	2018/06	2019/06
Şube ve İrtibat Bürosu	1,626	1,638	5	5
Şube	1,354	1,294	5	4
İrtibat Bürosu	272	344	6	6
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	684	712	16	17
Broker	86	82	2	2
Dealer	226	233	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	163	163	6	6
Hazine	138	134	4	4
Portföy Yönetimi	32	33	2	2
Kurumsal Finansman	135	138	4	4
Araştırma	189	169	4	3
Mali ve İdari İşler	676	658	11	10
İç Denetim-Teftiş	197	190	3	3
İnsan Kaynakları	71	75	2	2
Bilgi İşlem	254	251	5	5
Diğer	394	390	7	7
Toplam	4,871	4,866	75	76

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, yatırım kuruluşlarının kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir. Önceki çeyrekte toplam aktif büyüklüğünün %0,046'sını oluşturan 2 aracı kurum SPK'dan ek süre alarak finansal tablolarını henüz yayınlamadığı için Birliğimize zamanında bildirimde bulunamamıştır. Bu dönemde 63 kurumun verileri derlenmiştir.

Aracı kurumdan yatırım bankasına dönüşen Merrill Lynch'in verilerine 2018 yılından itibaren karşılaştırmalarda yer verilmeye başlanmıştır.

Tablo 13'te gösterildiği üzere yatırım kuruluşlarının toplam varlıkları artan nakit ve nakit benzerleri ile ticari alacaklarla birlikte 2019 yılının ilk yarısında 2018 sonuna göre %14 artarak 25 milyar TL'ye yükselmiştir. Likit bir aktif yapısına sahip sektörün varlıklarının 23 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 11 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 8 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır.

2018 sonu itibarıyla yatırım kuruluşlarının ellerinde bulundurdıkları varlıkların %35'i yabancı para cinsinden iken, bu dönemde bu oran %26'ya gerilemiştir. Bununla beraber, yükümlülükler incelendiğinde döviz cinsinden yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerdeki payının hemen hemen aynı kalarak %8 civarında olduğu görülmektedir.

Nakit ve nakit benzerleri %4 artarak 11,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. Kısa vadeli ticari alacaklar ise yatırım kuruluşlarının Takasbank ve

müşterilerin takasla ilgili alacaklarını artırması neticesinde karşılaştırılan dönemde %35 büyüyerek 8,4 milyar TL olmuştur.

Tablo 13: Özet Bilanço (milyon TL)			
	2018/06	2018	2019/06
Dönen Varlıklar	23,384	20,388	23,121
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,175	11,004	11,434
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	2,183	1,770	1,726
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	7,760	6,240	8,386
Diğer	1,267	1,373	1,575
Duran Varlıklar	1,308	1,491	1,723
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	811	896	960
Diğer	497	594	763
TOPLAM VARLIKLAR	24,693	21,878	24,844
Kısa Vadeli Yükümlülükler	19,046	14,564	16,934
Kısa Vadeli Borçlanmalar	11,241	8,251	7,493
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	7,038	5,526	8,675
Diğer	768	786	765
Uzun Vadeli Yükümlülükler	177	1,152	1,273
Özkaynaklar	5,469	6,162	6,637
Ödenmiş Sermaye	2,432	2,444	2,456
Sermaye Düzeltmesi Farkları	246	246	249
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	10	8	8
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	208	307	335
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	613	613	649
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	1,213	1,201	2,009
Net Dönem Kârı/Zararı	748	1,343	888
TOPLAM KAYNAKLAR	24,693	21,878	24,844

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 14'te görüldüğü üzere aracı kurumların 13 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatın oluşturduğu görülmektedir.

Yatırım kuruluşlarının kısa vadeli portföyleri karşılaştırılan dönemde fazla değişmemiş, repo ve mevduat birlikte değerlendirildiğinde

sadece %4 büyümüştür. Bununla birlikte 2019'un ilk yarısında para piyasası faiz oranının mevduatın üstünde olmasıyla mevduattan para piyasasına geçiş dikkat çekmektedir.

Haziran 2019'da özel sektör sabit getirili menkul kıymet yatırımları 2018 sonuna göre %20 azalarak 646 milyar TL'ye gerilerken, pay senedi yatırımları %13 artarak 471 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 14: Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2018/06	2018	2019/06
Repo ve Mevduat	11,800	10,555	10,932
Kamu SGMK	246	280	277
Özel SGMK	775	810	646
Pay Senedi	436	418	471
Diğer	726	262	332
Toplam	13,983	12,325	12,659

Kaynak: TSPB

Yatırım kuruluşlarının 18 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 7 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 9 milyar TL'sini ise büyük ölçüde kurumların menkul kıymet ve tahvil pozisyonlarına işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Bu kısa vadeli borçlanmaların 3,5 milyar TL'si para piyasasına borçlar, 3,5 milyar TL'si çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 421 milyon TL'si banka kredilerinden oluşmaktadır. Para piyasasına borçlar yılın ilk yarısında 2018 sonuna göre 1,5 milyar TL azalmıştır. Azalışın neredeyse tamamı tek bir aracı kurumdan kaynaklanmıştır. Yatırım kuruluşlarının çıkarılmış tahvil, bono ve senetler yoluyla elde

ettiği kısa vadeli kaynaklar ise Haziran 2019 itibarıyla 672 milyon TL artmıştır.

Yatırım kuruluşlarının toplam özkaynakları ise geçmiş yıl kârlarının artışına bağlı olarak 2018 sonuna göre 475 milyon TL artarak 6,6 milyar TL olmuştur.

TFRS 16 Kiralamalar Standardı'nın Ocak 2019 itibarıyla yürürlüğe girmesiyle, kiracının kiralamalardan kaynaklanan varlık ve yükümlülükleri finansal tablolarına yansıtılmaya başlanmıştır. Bu değişiklik yatırım kuruluşlarının kısa ve uzun vadeli borçlanmalar kalemini 2018 sonuna göre artırıcı yönde etki yaratmıştır. Ayrıca, diğer duran varlıklar altında gösterilen maddi duran varlıklar da buna bağlı olarak artmıştır.

GELİR TABLOSU

2019'un ilk yarısında kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %23 oranında artarak 2,1 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2019'un ilk yarısında toplam gelirlerdeki büyüme kurum portföyü kârından ileri gelmiştir. Kurum portföyüne yapılan işlemlerden elde edilen gelir neredeyse 3 katına ulaşarak 529 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu artışta tezgahüstü türev (swap forward işlemleri) ve vadeli işlem kârındaki keskin artış etkili olmuştur.

Toplam gelirlerin %43'ünü oluşturan aracılık gelirleri, işlem hacmindeki azalışla birlikte geçen yılın aynı dönemine göre %4 azalmıştır.

2019'un ilk yarısında müşterilerin pay senedi işlem hacmi önceki yılın aynı dönemine göre %6 düşerken, pay senedi aracılığıyla elde edilen gelir dikkat çekici şekilde %16 azalmıştır. Müşterilerin kaldıraçlı işlem hacmi %4,5 gerilemesine rağmen, bu işlemlerden elde edilen gelirler %25 artmıştır.

Tablo 15: Toplam Gelirler (milyon TL)

	2018/06	2019/06	Değişim
Aracılık Gelirleri	954	916	-3.9%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	136	529	288.2%
Kurumsal Finansman Gelirleri	205	170	-17.1%
Varlık Yönetimi Gelirleri	31	25	-21.3%
Müşteri Faiz Gelirleri	245	315	28.9%
Diğer Gelirler	143	155	8.2%
Toplam	1,714	2,110	23.1%

Kaynak: TSPB

Verilere çeyrekler itibarıyla bakıldığında, işlem hacmindeki genel azalışla birlikte aracılık gelirlerinin önceki çeyreğe göre %7 azalarak 442 milyon TL'ye gerilediği görülmektedir.

2019'un ikinci çeyreğinde Borsa İstanbul'a yönelik beklentilerin kötümser olması neticesinde müşterilerin pay senedi işlemlerinden elde edilen aracılık geliri düşerken, iki yönlü işlem yapma imkânı sayesinde vadeli işlem

ve kaldıraçlı işlemlerden elde edilen aracılık geliri artmış, toplam gelirlerdeki düşüşü sınırlamıştır.

Sektörün kuruma kalan efektif ortalama komisyon oranı pay senedi için önceki yılın aynı döneminde %0,0329 iken, 2019'un ilk yarısında %0,0296 seviyesine gerilemiştir. Vadeli işlemlerde ise fazla değişmeyerek %0,014 oranında kalmıştır.

Tablo 16: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2018/06	2019/06	Değişim
Pay Senedi	616	519	-15.8%
Türev İşlem	168	169	0.5%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	13	35	165.5%
Yabancı Menkul Kıymet	21	24	15.8%
Kaldıraçlı İşlem	136	169	24.5%
Toplam	954	916	-3.9%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, tamamlanan proje sayısındaki düşüşle 2019'un ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %17 düşerek 170 milyon TL'ye inmiştir.

Tahvil ihraç büyüklüğündeki artışa rağmen, pay senedi halka arz gelirlerinin düşüşüyle ihraç gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 düşerek 116 milyon TL olmuştur.

Bu dönemde şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 32 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu işlemlerin 28 milyonluk kısmı iki aracı kurumun yaptığı iki işlemden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bir aracı kurumun faaliyetlerini yoğunlaştırdığı diğer finansmana aracılık faaliyetleri ile sektör 18 milyon TL'lik gelir yaratmıştır.

Tablo 17: Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2018/06	2019/06	Değişim
Halka Arz – Tahvil İhraç	151	116	-23.3%
Şirket Satın Alma-Birleşme	24	32	30.6%
Diğer Finansmana Aracılık	17	18	5.1%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtım	2	2	2.9%
Diğer Danışmanlık	10	2	-81.2%
Toplam	205	170	-17.1%

Kaynak: TSPB

Yeniden Tablo 15’te sunulan toplam gelirlere dönecek olursak, faizlerdeki artış nedeniyle müşteri faiz gelirlerinin %29 yükselerek 315 milyon TL’ye ulaştığı görülmektedir. Bu gelişmede 2018 Haziran sonuna göre kredi bakiyesi %20 azalmasına rağmen, faizlerin hayli artması etkili olmuştur.

2019 yılının ilk yarısında özel portföy yönetimi müşterisi gerçek ve tüzel yatırımcıların portföyleri önceki yıla göre %10 küçülmüş, kurumların bu hizmetten elde etmiş olduğu gelir geçen yılın aynı dönemine göre %21 azalarak 25 milyon TL’ye gerilemiştir.

Diğer gelirler kalemindeki 155 milyon TL bir aracı kurumun yüksek frekanslı işlem yapan müşterilerine sunmuş olduğu hizmetten elde ettiği yan gelirlerden ve başka bir aracı kurumun ana ortağına sunduğu yatırım

danışmanlığı, pazar araştırması gibi faaliyetlerden elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır.

2019 yılı ilk yarısında kurumların toplam giderleri ise, önceki yılın aynı dönemine göre %15 artarak 1,2 milyar TL olmuştur. 211 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %70’ini pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tescil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %58’ini personel giderleri oluşturmaktadır. Haziran sonunda 4.866 kişinin istihdam edildiği sektörde çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri Haziran 2018’e göre %13 ile enflasyonun altında artarak 19.292 TL olmuştur. Toplam personel gideri ise 2019 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %15 artarak 567 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 18: Giderler (milyon TL)

	2018/06	2019/06	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	189	211	11.7%
İşlem Payları	139	148	6.9%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	50	62	25.2%
Genel Yönetim Giderleri	845	978	15.8%
Personel Giderleri	495	567	14.5%
Amortisman Giderleri	23	47	102.2%
İtfa Payları	5	6	43.5%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	6	6	-6.8%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	21	21	1.8%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	44	54	24.5%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	252	277	9.9%
Toplam	1,034	1,189	15.0%

Kaynak: TSPB

2019'un ilk yarısında kurumların gelirlerinin %43'ünü elde ettiği aracılık gelirleri pay senedi işlemlerinden elde edilen gelirlerin düşüşüne bağlı olarak gerilerken, kurumsal finansman faaliyetlerinden elde edilen gelir de tamamlanan proje sayısındaki azalışa bağlı olarak düşmüştür. Ancak, 2019 yılının ilk yarısında kurum portföyü karları ve müşterilerden alınan faiz gelirlerindeki artışın etkisiyle toplam gelirler (brüt kar) önceki yılın aynı

dönemine göre %23 artarak 2,1 milyar TL olurken, giderler %15 artışla 1,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Bazı kurumların kur farkı gelirlerini muhasebeleştirdiği net faaliyet gelirlerini (diğer faaliyet gelirleri ile diğer faaliyet giderleri farkı) artırmasıyla faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %34 artarak 740 milyon TL'den 992 milyon TL'ye çıkmıştır.

Tablo 19: Gelir Tablosu (milyon TL)			
	2018/06	2019/06	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	90,887	233,860	157.3%
Satışların Maliyeti	-89,173	-231,750	159.9%
Brüt Kâr/Zarar	1,714	2,110	23.1%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-188	-211	11.8%
Genel Yönetim Giderleri	-845	-978	15.8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-0.1	-55.6%
Diğer Faaliyet Gelirleri	210	262	24.7%
Diğer Faaliyet Giderleri	-150	-191	26.9%
Faaliyet Kârı/Zararı	740	992	34.0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1	1	-0.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	9	13	34.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	751	1,006	34.0%
Finansman Gelirleri	963	1,305	35.5%
Finansman Giderleri	-777	-1,191	53.3%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	937	1,120	19.5%
Vergi Gelir/Gideri	-189	-232	22.9%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-203	-204	0.8%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	14	-28	-296.0%
Dönem Kârı/Zararı	748	888	18.7%

Kaynak: TSPB

Net finansman gelirleri 2019'un ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre %39 gerileyerek 114 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Faizdeki yükselişe bağlı olarak faiz giderlerinin %42 artması ve bir kurumun türev işlem pozisyonundan da kaynaklı olarak diğer gider ve zararların artması net finansman gelirlerini aşağı çekmiştir. Finansman gelirleri tarafında mevduat, para piyasası ve repo faiz gelirleri ve türev işlem karını da içeren diğer gelirlerin artışı düşüşü sınırlamıştır.

Sonuç itibarıyla, 2019'un ilk yarısında kurum portföyü işlemleri ve müşteri faiz gelirlerindeki artışa bağlı olarak faaliyet gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre 396 milyon TL kadar artmıştır. Ancak, net finansal gelirlerdeki 72 milyonluk azalış faaliyet gelirlerindeki artışı dizginlemiştir. 2019 yılının ilk yarısında verisi derlenen kurumların kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %19 artarak 888 milyon TL olmuştur.

Tablo 20: Net Dönem Kar/Zarar

	2018/06	2019/06
Kurum Sayısı	63	63
Kar Eden Kurum Sayısı	54	53
Zarar Eden Kurum Sayısı	9	10
Net Kâr	748	888
Toplam Kâr (milyon TL)	758	938
Toplam Zarar (milyon TL)	-10	-51
Karlılık*	43.6%	42.1%
Özsermaye Karlılık Oranı	23.6%	22.6%

Kaynak: TSPB

*Net Kar/Brüt Kar

2019 yılının ilk yarısında en çok kâr eden kurum İş Yatırım (215 milyon TL) olurken, sırasıyla ilk 6 kurum (İş Yatırım, Yapı Kredi Yatırım, Merrill Lynch Yatırım Bankası, Garanti Yatırım, Ak Yatırım ve Deniz Yatırım) sektör kârının %63'ünü oluşturmuştur.

İncelenen 62 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından 53'ü bu dönemde kâr etmiştir. 2019 yılı ilk yarısında sektörün özsermaye kârlılık oranı geçen yılın aynı dönemine göre 1 puan gerileyerek %23 oranında gerçekleşmiştir.

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2019/06

Onur Saltürk

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2019 yılının ilk yarısına ilişkin olarak sırasıyla portföy

yönetimi büyüklükleri, çalışan profili ve finansal tablo verileri ele alınacaktır. Raporumuzda kullanılan verilerin detaylarına ve geçmiş dönem analizlerine www.tspb.org.tr adresinden ulaşılabilir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri ayrıca gerçek ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre ise faaliyetleri sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlandırılmış kapsamına giren portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım

fonu veya girişim sermayesi fonu yönetmektedir.

Haziran 2019 itibarıyla Birlik üyesi 52 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Ancak bu kurumlardan biri portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden bu kurumun kendi yönettiği portföy bulunmamaktadır. Faaliyete yeni geçen dört portföy yönetim şirketi ise henüz fon yönetmezken bir portföy yönetim şirketi kapanma sürecindedir. Sonuç olarak portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 46'dır.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (Haziran 2019)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	44	528	87,590
Emeklilik Yatırım Fonu	26	407	106,598
Bireysel Portföy Yönetimi*	28	2,433	26,398
Yatırım Ortaklığı	7	11	537
Toplam	46	3,397	221,123

Kaynak: TSPB

* Toplam bireysel portföyü olan yatırımcı sayısına bakarken, gerçek ve tüzel kişilerin birden fazla kurumda portföyü olabileceği dikkate alınmalıdır.

Bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü yıl başından bu yana %28 artarak 221 milyar TL'ye ulaşmıştır. 407 adet emeklilik fonu toplam portföy büyüklüğünün %48'ini oluşturmaktadır.

Emeklilik fonlarının portföyü 2018 sonuna göre %14 artarak 107 milyona çıkmıştır. Yatırım fonlarının portföy değeri ise yılbaşına göre %54 oranında artarak 88 milyar TL'ye yükselmiştir.

2019'un ilk yarısında portföy yönetimi yapan 46 kurumun 15'i banka kökenlidir. Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %92'sini yönetmektedir.

2019'un ilk yarısı itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip tümü banka kökenli ilk 5 kurum (sırasıyla Ziraat, İş, Ak, Yapı Kredi ve Garanti Portföy) toplam yönetilen portföyün %76'sını oluşturmaktadır. 2019

yılında Ziraat Portföy'ün Vakıf ve Halk Portföy'ü devralması sektörde yoğunlaşmanın daha da artmasına neden olmuştur. 3 kamu kökenli portföy yönetim şirketinin tek bir çatı altında toplanması 2018 sonunda en büyük beş şirketin toplam portföyün %65'ini yönettiği sektörde bu oranın 2019'un ilk yarısında %76'ya yükselmesini sağlamıştır.

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)			
	2018/06	2018/12	2019/06
Yatırım Fonları	62,894	56,920	87,590
Emeklilik Yatırım Fonları	84,337	93,206	106,598
Bireysel Portföy Yönetimi	20,078	22,776	26,398
Gerçek Kişi	5,332	5,334	6,849
Tüzel Kişi	14,746	17,442	19,549
Yatırım Ortaklıkları	475	515	537
Toplam	167,785	173,416	221,123

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

Haziran 2019 itibarıyla yatırım fonu yöneten 44 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü 2018 sonuna göre %54 artarak 88 milyar TL olmuştur.

Yatırım fonu yöneten şirketler arasında toplam yönetilen yatırım fonlarının %47'si 3 şirket (İş, Ziraat ve Ak Portföy) tarafından yönetilmektedir.

Tablo 3: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)			
	2018/06	2018/12	2019/06
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	52,116	44,727	70,112
Gayrimenkul Yatırım Fonu	2,894	3,994	5,613
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	462	804	1,081
Borsa Yatırım Fonu	150	182	272
Serbest Yatırım Fonu	7,273	7,213	10,511
Toplam	62,894	56,920	87,590

Kaynak: TSPB

Yatırım fonları, menkul kıymet fonları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi fonları, borsa fonları ve serbest fonlarından meydana gelmektedir.

Alternatif fonlar hızla büyüse de yatırım fonlarının en büyük bölümü geleneksel menkul kıymet fonlarından meydana gelmektedir. Menkul kıymet fonları Haziran 2019 itibarıyla toplam yatırım fonu

portföyünün %80'ini oluşturmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonları 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren özellikle Ağustos sonunda mevduat ve katılma hesaplarına getirilen stopaj avantajıyla küçülmeye başlamışsa da ilerleyen dönemde para piyasası fonlarına talebin artmasıyla tekrar yükselişe geçerek Haziran sonunda tarihi zirve 88 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Merkezi Kayıt Kuruluşu aylık bazda yatırım fonlarındaki fiyat etkisinden arındırılmış net sermaye giriş-çıkışlarını yayımlamaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yurtdışında kurulu fonları MKK'da yer almadığı için Tablo 4'te sunulan MKK'da saklanan portföy büyüklüğü (Haziran 2019 itibarıyla 83 milyar TL) Birliğimizin derlediği tutardan (88 milyar TL) düşüktür. Fark, büyük oranda serbest, gayrimenkul ve girişim sermayesi fonlarındaki farktan kaynaklanmaktadır.

Veriler, 2019'un ilk yarısında yatırım fonlarına 22 milyar TL'lik net sermaye girişi olduğunu, bunun 18 milyar TL'sinin de getirileri ilgili dönemde mevduattan daha yüksek olan para piyasası fonlarında gerçekleştiği görülmektedir. Aynı dönemde borçlanma aracı fonlarında 3 milyar TL'lik azalış olurken serbest, değişken ve gayrimenkul yatırım fonlarında artış görülmüştür.

Tablo 3'e geri dönersek serbest fonların da dahil olduğu alternatif yatırım fonlarının toplam portföyü sene sonuna göre %43 büyüyerek 2019'un ilk yarısında 18 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Yeni kurulmaya başlandığı 2016 yıl sonunda, 3 adet gayrimenkul fonu 85 milyon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2019'un ilk yarısı itibarıyla 12 portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen gayrimenkul yatırım fonu sayısı 34'e çıkmış, bu fonların büyüklüğü ise 6 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarının sayısı aynı dönemde 17'ye çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 1 milyar TL olmuştur.

Serbest fonların sayısı 2019 yılında 23 adet artarak 139'a çıkarken bu fonların portföy büyüklüğü ise %46 artarak 11 milyar TL olmuştur.

Tablo 4: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (milyon TL)

	2019 Başı Portföy Büyüklüğü	2019 Ocak – Haziran Net Sermaye Girişi	2019 Ocak – Haziran Değer Artışı	2019 Haziran Sonu Portföy Büyüklüğü
Para Piyasası	12,848	18,399	2,866	34,113
Borçlanma Araçları	17,891	-2,933	1,822	16,780
Serbest	6,964	2,959	1,501	11,424
Değişken	3,585	1,135	413	5,133
Gayrimenkul	3,117	1,253	748	5,118
Katılım	1,539	831	224	2,594
Hisse Senedi	2,290	-226	402	2,466
Fon Sepeti	1,496	23	218	1,737
Girişim Sermayesi	1,270	112	208	1,590
Kıymetli Madenler	530	211	136	877
Korumalı	501	99	90	690
Karma	484	-35	50	499
Genel Toplam	52,514	21,828	8,678	83,020

Kaynak: MKK

Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen, portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen özel

fonların büyüklüğü ise 2019'un ilk yarısında yılbaşına göre %15 artarak 7,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5: Menkul Kıymet Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı			
	2018/06	2018/12	2019/06
Mevduat	4,334	2,210	19,356
Repo	1,546	4,097	17,363
ÖSBA	22,686	18,335	15,346
Eurobond	8,323	8,290	11,192
DİBS	4,941	3,893	4,889
Pay	4,742	4,172	4,454
Katılım	146	205	1,745
TPP	8,822	6,446	1,177
Altın	492	568	608
Toplam	56,032	48,216	76,130

Kaynak: Takasbank

Takasbank'tan temin edilen menkul kıymet yatırım fonlarının dağılımı Tablo 5'te verilmektedir. Yatırım fonu verilerine gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları dahil değildir.

2018 sonunda %5 olan mevduat ağırlığı Haziran 2019 itibarıyla 17 milyar TL artarak %25 yükselmiştir. Aynı dönemde repo

ağırlığı da 13 milyarlık artışla toplam portföyün %23'nü teşkil eder hale gelirken Takasbank Para Piyasası ve özel sektör borçlanma araçlarının ağırlığı önemli ölçüde azalmıştır.

Menkul kıymet yatırım fonlarının önemli bölümünün kısa vadeli enstrümanlardan meydana geldiği görülmektedir.

Emeklilik Yatırım Fonları

Haziran 2019 itibarıyla 26 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2019'un ilk yarısında emeklilik yatırım fonları büyüklüğü otomatik katılım sistemi (OKS) fonları dâhil olmak üzere %14 büyüyerek 107 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2017 yılında devreye giren ve kademeli olarak 45 yaş altı çalışanların dahil olduğu otomatik katılım sistemindeki fon büyüklüğü toplam emeklilik yatırım fon büyüklüğünün 6,4 milyar TL'sini oluşturmaktadır. Haziran 2019 itibarıyla sistemdeki toplam katılımcı sayısı 5,2 milyon kişidir.

İlk dört kurum (Ziraat, Ak, İş ve Yapı Kredi Portföy) toplam emeklilik yatırım fonlarının %72'sini yönetmektedir.

Tablo 6: Emeklilik Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı			
	2018/06	2018/12	2019/06
DİBS	29,760	30,423	39,102
Eurobond	10,857	12,965	17,467
Pay	10,836	11,176	13,242
Repo	2,842	4,425	11,476
ÖSBA	11,342	13,711	9,686
Altın	4,799	7,003	7,160
Mevduat	11,080	10,277	5,482
TPP	2,542	2,244	1,723
Katılım	332	963	1,085
Toplam	84,390	93,187	106,422

Kaynak: Takasbank

Takasbank'tan alınan emeklilik yatırım fonu portföy içerik dağılımı Tablo 6'da sunulmaktadır. Bu verilere de gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları dahil değildir.

Devlet iç borçlanma senetleri %37 payla portföyün en büyük kısmını

Bireysel Portföy Yönetimi

2019'un ilk yarısında bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 28 kurum vardır. İlgili dönemde 2.188 gerçek, 245 tüzel kişinin toplamda 26 milyar TL'lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken, bir kişinin birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır.

2019'un ilk yarısı itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların yarısından fazlasının üç portföy yönetim şirketinden birine yöneldiği görülmektedir.

oluşturmaktadır. Pay senetlerinin ağırlığı yatırım fonlarında %12 ile yatırım fonlarındaki payın (%6) üzerindedir. Ayrıca emeklilik yatırım fonlarının %7 ile menkul kıymet yatırım fonlarından (%1) daha fazla altın içerdiği görülmektedir.

Bireysel portföyü en yüksek üç kurum (Ziraat, Ak ve İş Portföy) portföyün %71'ini yönetirken, ardından gelen iki kurumun (İstanbul Portföy ve Azimut Portföy) toplam portföydeki pazar payları %16'dır.

Birliğimiz bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayırarak derlemektedir. Bu doğrultuda incelendiğinde, 2.188 gerçek kişinin özel portföy yönetimi kapsamında yönetilmekte olan 5,7 milyar TL'lik yatırımlarının %35'i yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Aynı oran 19 milyar TL'lik tüzel kişi portföyünde %7'dir.

Tablo 7: Bireysel Portföy Yönetimi (mn. TL)

(Haziran 2019)	Kolektif Yatırım Araçları	Diğer Yatırım Araçları	Toplam
Gerçek Kişi	2,005	3,703	5,708
Tüzel Kişi	1,346	17,736	19,082
Toplam	3,351	21,439	24,791

Kaynak: TSPB

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49 adet yatırım ortaklığının 11'i portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır. Portföy yönetimi alan yatırım ortaklıklarının portföy değerinin %93'ünü menkul kıymet yatırım ortaklıkları oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü 2019'un ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre 62 milyon artışla 537 milyon TL'ye ulaşmıştır.

2018 sonuna kıyasla gayrimenkul yatırım ortaklıklarında 4,2 milyon TL'lik azalışla %34'lük düşüş gerçekleşmiştir.

Bir önceki yılın aynı dönemine göre 13 milyon TL civarında küçülen gayrimenkul

yatırım ortaklığı portföyünü menkul kıymet yatırım ortaklıklarındaki 59 milyon TL'lik artış ile girişim sermayesi yatırım

ortaklıklarındaki 16 milyon TL'lik büyüme telafi etmiştir.

Tablo 8: Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)

	2018/06	2018/12	2019/06
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	442.6	472.0	501.8
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	21.4	12.2	8.0
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	11.5	31.1	27.3
Toplam	475.4	515.3	537.1

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde açılan yeni kurum sayısına paralel olarak çalışan sayısında yavaş bir artış eğilimi görülmektedir. 2019 yılında sektörde çalışan sayısı Halk ve Vakıf Portföy'ün faaliyetlerinin sona ermesiyle 39 kişi azalarak 738 kişiye gerilemiştir. Sektörde toplam çalışan sayısının yalnızca %36'sını kadınlar oluşturmaktadır.

52 portföy yönetim şirketi arasında çalışan sayısı sıralamasında 50 ve üzeri çalışana sahip olan 3 kurumun (İş, Yapı Kredi ve Ak

Portföy) çalışan sayısı toplam portföy yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının dörtte biri kadardır. Diğer taraftan çalışan sayısı 5 veya 5'ten daha az olan 15 kurum bulunmaktadır. Sektör geneline bakıldığında ortalama çalışan sayısı 14'tür.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %34'ünün lisansüstü diploması (lisansüstü ve doktora) bulunmaktadır. Ayrıca çalışanların %45'i 15 yıl ve üstü tecrübeye sahiptir.

Tablo 9: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2018/12	2019/06	2018/12	2019/06
Genel Müdür	54	52	1	1
Portföy Yönetimi	205	207	5	5
Yurtiçi Satış	81	69	4	4
Yurtdışı Satış	5	6	3	2
Yatırım Danışmanı	17	15	2	2
Araştırma	41	35	1	1
Risk Yönetimi	34	31	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	68	67	3	2
Mali ve İdari İşler	127	107	3	2
İç Denetim-Teftiş	65	62	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	1	1
Bilgi İşlem	12	13	2	2
Diğer	63	69	3	2
Toplam	777	738	14	14

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 9’da verilmiştir. Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti departmanları bulundurmakta ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Sektörde risk yönetimi birimi olan 22, fon hizmet birimi olan ise 27 portföy yönetim şirketi vardır.

2019 Haziran itibarıyla çalışanların %28’i (207 kişi) portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan 11 portföy yönetim şirketlerinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir.

Yurtdışı satış ve pazarlama birimi dört kurumda bulunmakta olup bu kurumların yurtdışı satış ve pazarlama biriminde toplam 6 kişi çalışmaktadır.

FİNANSAL TABLOLAR

Haziran 2019’da portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları önceki yıl sonuna göre %6 azalarak 813 milyon TL’ye inmiştir. Azalışın temel nedeni ise Vakıf Portföy ile Halk Portföy’ün faaliyetlerinin sona ermesidir.

Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %90’ı dönen varlıklardan meydana

gelmektedir. Özkaynaklar ise toplam varlıkların %87’sini oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların %39’u üç kuruma (Garanti, Ak ve İş Portföy) aittir. Bu üç kurum da 100 milyon TL’den fazla toplam varlığa sahiptir.

Tablo 10: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

	2018/06	2018	2019/06
Dönen Varlıklar	680.9	863.0	813.0
Nakit ve Nakit Benzerleri	425.2	518.6	344.7
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	171.3	195.8	333.5
Diğer Dönen Varlıklar	84.3	148.6	134.8
Duran Varlıklar	62.1	54.8	94.2
Maddi Duran Varlıklar	10.3	12.3	25.7
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	36.0	22.6	11.7
Diğer Duran Varlıklar	15.8	20.0	56.8
TOPLAM VARLIKLAR	742.9	917.9	907.2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	56.6	86.7	78.2
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.0	22.5	43.3
Özkaynaklar	671.4	808.7	785.8
Ödenmiş Sermaye	398.1	422.2	390.8
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10.1	10.0	11.0
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	5.3	5.3
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-2.9	-2.6	-2.6
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	98.7	79.7	89.1
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	56.1	61.7	183.5
Net Dönem Kârı/Zararı	105.9	232.4	108.6
TOPLAM KAYNAKLAR	742.9	917.9	907.2

Kaynak: TSPB

2019'un ilk yarısında sektör genelindeki nakit ve nakit benzerleri %34 azalarak 345 milyon TL'ye gerilemiştir. Düşüş kısmen aracı kurumların bu dönemde mevduattaki varlıklarını yatırım fonlarında değerlendirmeye başlamasından kaynaklanmaktadır.

Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kalemdedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2018'in ilk yarısı ile kıyaslandığında portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonu gelirlerinde %6 azalma olurken bu düşüş artan menkul kıymet yatırım fonu gelirleri ile telafi edilmiştir. Sonuç olarak, 2019'un ilk yarısında portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler geçen yılın aynı dönemine göre %9 oranda artış göstererek 267 milyon TL olmuştur. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden geçen yıl olduğu gibi kayda değer gelir elde edilmemiştir.

Bu tercih sonucunda kısa vadeli finansal yatırımlar bir önceki yılın aynı dönemine göre 162 milyon TL artış göstererek 334 milyon TL olmuştur.

Yatırım Fonları

Yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler portföy yönetim şirketlerinin elde ettikleri gelirin %74'ünü oluşturmaktadır.

Yatırım fonu portföyünün %80'ini oluşturan menkul kıymet yatırım fonlarındaki artış %6'da kalırken girişim sermayesi ve serbest yatırım fonları komisyonlarındaki yüksek artış oranları sayesinde yatırım fonu gelirleri %10 büyümüştür.

Birliğimizin son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirleri Tablo 12'de incelenmektedir. Yatırım fonlarında portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği ortalama komisyon oranı %0,55 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

	2018/06	2019/06	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	242.7	264.6	9.0%
Kolektif Portföy Yönetimi	230.0	245.6	6.8%
Emeklilik Yatırım Fonları	48.9	45.8	-6.2%
Yatırım Fonları	179.4	197.5	10.1%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	138.4	146.3	5.8%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	23.2	23.6	2.1%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	3.0	8.6	189.5%
Borsa Yatırım Fonları	0.4	0.5	34.2%
Serbest Yatırım Fonları	14.5	18.5	27.4%
Yatırım Ortaklıkları	1.7	2.2	29.1%
Bireysel Portföy Yönetimi	12.7	19.0	49.2%
Gerçek Kişi	5.9	7.2	22.5%
Tüzel Kişi	6.8	11.8	72.3%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	1.9	1.9	2.3%
Fon Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	-
TOPLAM	244.6	266.5	9.0%

Kaynak: TSPB

Emeklilik Yatırım Fonları

Portföy büyüklüğü daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler daha düşüktür.

2019 yılının ilk yarısında emeklilik yatırım fonu büyüklüğü artsa da bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler geçen yılın aynı dönemine kıyasla 3 milyon TL (%6) azalarak 46 milyon TL'ye inmiştir. Bu durumun 2018 yılında uygulamaya konulan düzenleme ile bir portföy yönetim şirketinin bir emeklilik şirketi fonlarının en fazla %40'ını yönetebilir hale gelmesinin etkilerini yansıttığı düşünülmektedir. Emeklilik fonlarından portföy yönetim şirketleri sektör ortalamasında yıllık %0,10 oranında komisyon elde etmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

Sektör genelinde 2019'un ilk yarısında bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir %50 artarak 19 milyon TL olmuştur. Artış tüzel kişilerden kaynaklanmaktadır.

Giderler

2019'un ilk yarısında genel yönetim giderleri geçtiğimiz yıla göre %19 artışla 187 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %57'sini personel giderleri oluşturmaktadır.

2018'in ilk yarısında 749 olan ortalama çalışan sayısı bu dönem 751'e yükselmiştir. Personel giderlerini ortalama personel sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür.

2019'un ilk yarısı itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranı %0,17'dir.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Yatırım ortaklığından 2019'un ilk yarısında elde edilen gelir 2,2 milyon TL'dir.

Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0,84 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 12: Portföy Yön. Komisyon Oranı*

	Toplam
Yatırım Fonu	0.55%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.10%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.17%
Yatırım Ortaklığı	0.84%
Toplam	0.28%

Kaynak: TSPB

*Son 12 aylık toplam fon yönetim gelirinin, 12 aylık ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilmiştir.

2019'un ilk yarısında bu tutar geçen yılın aynı dönemine göre yıllık enflasyondan daha düşük olacak şekilde %14 artarak 23.619 TL olmuştur. Çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise bu dönem geçen yılın aynı dönemine göre pek değişmeyerek 24.114 TL olmuştur.

Tablo 13: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

	2018/06	2019/06	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	301.6	294.2	-2.5%
Satışların Maliyeti (-)	-53.0	-29.2	-44.8%
BRÜT KAR/ZARAR	248.6	264.9	6.5%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.0	-4.9	20.6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-157.3	-187.4	19.1%
<i>Personel Giderleri</i>	-93.0	-106.4	14.4%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	-97.8%
Diğer Faaliyet Gelirleri	8.2	22.0	168.3%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-4.5	-13.3	196.6%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	91.0	81.4	-10.6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	22.1	41.2	86.4%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-9.4	-15.6	65.8%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	103.7	107.0	3.2%
Finansman Gelirleri	36.6	35.9	-1.9%
Finansman Giderleri (-)	-1.5	-1.1	-22.2%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	138.8	141.7	0.8%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-28.0	-31.8	13.5%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-4.9	-1.3	-72.4%
DÖNEM KARI/ZARARI	105.9	108.6	2.5%

Kaynak: TSPB

Kârlılık

Sektörde net faaliyet gelirleri son bir yıl içinde %11 azalarak 81 milyon TL'ye inmiştir.

Faaliyet giderlerindeki artış ise faaliyet gelirlerindeki artıştan daha fazla olmuş, diğer yandan faaliyet dışı finansal gelirlerin artmasıyla net kar hafif yükselişle 109 milyon TL olmuştur. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı ise özsermayedeki artış nedeniyle azalmıştır.

2019 yılının ilk yarısında 33 kurum 122 milyon TL kâr ederken, 19 kurum 13 milyon TL zarar etmiştir.

Sırasıyla en çok kâr eden Ak, Yapı Kredi, İş, Ziraat ve Garanti Portföy toplam 44 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının %84'ünü oluşturmuştur.

Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem K/Z

	2018/06	2019/06
Kurum Sayısı	51	52
Kâr Eden Kurum Sayısı	30	33
Zarar Eden Kurum Sayısı	21	19
Net Dönem Kârı (milyon TL)	106.6	108.6
Kâr Toplamı (Milyon TL)	115.7	122.0
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-9.2	-13.4
Net Kâr/Gelirler	43%	41%
Özsermaye Kârlılık Oranı	34%	32%

Kaynak: TSPB

DİJİTAL KİMLİK

Ceylan Anıl

Günümüzde kimlik kavramı, bireyler doğduğunda oluşturulan nüfus kayıt bilgisinin çok ötesine geçmiş durumdadır. Kişilerin yaptığı işlemlerden sosyal medyalarına, internet ara-malarından bulundukları mekâna kadar birçok veri, onları tanımlar hale gelmiştir. Dijital kimlik kavramı, bireylerin izini süren, onları tanımlayan ve diğer insanlardan ayıran bilgilerin tamamını kapsamaktadır. Kısaca kişilerin çevrimiçi arkalarında bıraktığı tüm izler, dijital kimliği oluşturmaktadır.

DİJİTAL KİMLİK

“Fiziksel kimlik” pasaport ve ehliyet gibi belgeleri ifade ederken; “dijital kimlik” dijital platformlarda bulunan birçok farklı alandaki verinin bir araya gelmiş halidir. Bu anlamda dijital kimliklerin barındırdığı veriler Tablo 1’deki gibi üç kategoride sınıflandırılabilir.

Doğuştan sahip olunan özellikler: Kişinin geleneksel kimliklerde bulunan uyruk ve doğum tarihi ve benzeri verileri ile ses ve parmak izi gibi biyometrik verilerini kapsar. Bu özellikler daha yavaş ve nadir değişirler.

Edinilen özellikler: İkametgâh, kişinin kullandığı telefon veya bir kurum tarafından ona sağlanan bir şifre gibi veriler olup,

Dijital kimlik dünyanın pek çok yerinde günden güne yaygınlaşmaktadır. Bunun başlıca sebepleri, dijital kimlik ile uzaktan işlem yapmanın, bunları kayıt altına almanın ve veri kontrolünün geleneksel kimlik modellerine kıyasla çok daha hızlı ve güvenilir olmasıdır.

Bu çalışmamızda dijital kimlik hakkında önemli bilgilerin yanı sıra uygulama alanları ve çeşitli ülkelerdeki örneklerine değinilecektir.

kişinin yaşamı boyunca daha değişkenlik gösterebilen ve güncellenen verilerdir.

Kişisel tercihlere yönelik özellikler: Kişi tarafından en çok ürün satın alınan marka veya en çok okunan kitap türü gibi zaman içinde gelişen ve değişiklik gösterebilen verilerdir.

Dijital kimliğe ait bilgiler farklı cihazlardan, mekanlardan ve çevrimiçi hareketlerden de edinilebilmektedir.

Bu bölümde önce iyi bir kimliğin taşıması gereken özellikler açıklanacak, daha sonra dijital kimlik modellerine, süreçlerine ve dijital kimlik modellerinin sahip olduğu niteliklere değinilecektir.

Tablo 1: Dijital Kimlik Veri Türleri
Doğuştan Sahip Olunan

Doğuştan Sahip Olunan	Edinilen	Kişisel Tercihler
Cinsiyet	İkametgâh	Kullanılan markalar
Doğum Tarihi	Sağlık geçmişi	Kitap türü
Uyruk	Satın alma geçmişi	Yemek seçimleri
Retina	Şifre	
Parmak İzi	PIN kodu	
Ses	Telefon	

Kaynak: McKinsey, BBVA

İYİ BİR KİMLİK

Kimlik, basit tanımıyla bir kişinin kendisi olduğunu kanıtlayan belgedir. Dijital kimlik modellerini incelemeyi önce, fiziksel ya da dijital; iyi bir kimliğin sahip olması gereken başlıca özelliklere değinmek yerinde olacaktır. İyi bir kimliğin sahip olması gereken özellikler, Dünya Ekonomik Forumunun "Dijital Dünyada Kimlik" adlı raporunda ele aldığı şekilde şöyle incelenebilir:

Amaca Hizmet Etmek: İlgili taraflara kişilerin iddia ettikleri kişi olduklarının güvencesini vermeyi, kişilerin sahip oldukları hak ve özgürlükleri elde etmelerini ve hak sahibi oldukları hizmetlere erişebilmelerini sağlamayı içerir.

Kapsayıcılık: Kimlik sahibi olmak isteyen tüm bireylerin, ayrımcılığa uğramadan kimlik sahibi olabilmesi ve kimliklerini kullanabilmesi anlamına gelir.

DİJİTAL KİMLİK MODELLERİ

Dijital kimlik modelinin en önemli paydaşı, bu modeli sağlayan, bilgileri doğrulayan ve güvenilir kimlik kaynağı görevi gören "kimlik sağlayıcılar"dır.

Kimliğin düzenlenmesi ve doğrulanmasından sorumlu olan kimlik sağlayıcıları, ayrıca kimlik bilgilerinin güncellenmesi ve iptal edilmesi veya sona ermesi gibi sistemin yönetimine yönelik faaliyetlerde de bulunmaktadır.

Küresel olarak kabul gören tek merkezli bir kimlik sağlayıcı henüz mevcut değildir. Bunun yerine, dijital kimlik modeli uygulayan ülkelerin her birinde farklı otoriteler bu görevi üstlenmektedir.

Dijital kimlik modelleri, kimin kimlik sağlayıcı rolü üstlendiğine göre; devlet, özel sektör veya birden çok kurumun kimlik sağlayıcı olduğu modeller olarak 3 grupta sıralanabilir.

Güvenlik: Bireyleri, kurumları ve cihazları kimlik hırsızlığından, yetkisiz veri paylaşımından ve insan hakları ihlallerinden (mahremiyet hakkı, ifade özgürlüğü hakkı vb.) korumayı içerir. Kişisel verilerin korunması kanunu ve benzeri kanunlar ile düzenlenir.

Seçenek İmkânı: Kişilerin, kendilerine ait verilerin sistemler tarafından nasıl kullanıldığını görebilmelerini ve bu verilerin ne kadarını, kimlerle ve ne kadar süre ile paylaşacaklarını seçebilmelerini kapsar.

Kullanışlılık: Kimlik ile geniş bir hizmet ve etkileşim yelpazesine kolayca erişebilmeyi kapsar. İyi bir kimlik ile okula kaydolmaktan banka hesabı açmaya veya iş başvurusu yapmaya birçok farklı alanda işlem yapılabilirdir.

Devletin Kimlik Sağlayıcı Olduğu Modeller

Geleneksel kimlik modellerinde, ana kimlik sağlayıcı görevini devletler görmektedir. Kimlik kartı, sürücü belgesi, ikametgâh belgesi gibi pek çok belge devlet tek elinde düzenlenmekte, kişilerin sahip oldukları belge ile eşleştirmenin kontrolü devlet tarafından yapılmaktadır.

Dijital kimlik modellerinde de en yaygın görülen model, kimlik sağlayıcının devlet olduğu modellerdir. Devletler tarafından sağlanan dijital kimlikler "ulusal elektronik kimlik" olarak adlandırılmaktadır. Bu kimlikler genelde kamu hizmetlerini çevrimiçi platforma taşımak ve hızlandırmak amacıyla devletler tarafından geliştirilmiştir.

Raporumuzda incelenecek olan Estonya ve Hindistan dijital kimlik modellerinde de kimlik

sağlayıcı görevini devlet üstlenmiştir. Türkiye’de kullanılan e-devlet sistemi de elektronik ulusal kimlik modellerine örnektir.

Özel Sektörün Kimlik Sağlayıcı Olduğu Modeller

Özel şirketler de müşterilerinin bilgilerini kayıt altına almak için müşterilerine kurumsal kimlik yaratmaktadır. Bu modele örnek olarak Google, Hotmail gibi şirketler örnek gösterilebilir.

Özel sektörün kimlik yarattığı durumlarda, bir kişinin birden fazla kimliği bulunabilir veya aynı kimlik adı (kullanıcı adı) birden çok kullanıcı tarafından kullanılıyor olabilir. Böyle olduğu durumlarda bu model; bireylerin yalnızca bir kimliğe sahip olması ve her kimliğinin de yalnızca bir kişiye karşılık gelmesi anlamına gelen kimliğin benzersizliği ilkesine uymamaktadır.

Çoklu Kimlik Sağlayıcıların Olduğu Model

Birden fazla kurumun beraber kimlik sağlayıcı görevini üstlendiği ve kimlik düzenleme, doğrulama gibi işlemlerin tek bir merkez tarafından yapılmadığı modeller “çoklu kimlik sağlayıcı modelleri” olarak anılmaktadır.

Bu modellerde devlet ile özel sektör kurumları iş birliği içinde çalışmakta, devlet tarafından düzenlenen ulusal kimlikler farklı özel sektör kurumları tarafından kullanılabilir. Bu modellerde devlet ile özel sektör kurumları iş birliği içinde çalışmakta, devlet tarafından düzenlenen ulusal kimlikler farklı özel sektör kurumları tarafından kullanılabilir.

Bu modele örnek olarak; Finlandiya, İsveç ve İngiltere’de özel sektör girişimleri ulusal kimlik sistemleri oluşturulmasında önemli rol oynamıştır. Makalemizde incelenecek olan İsveç dijital kimlik modeli BankID de çoklu kimlik sağlayıcı modellerine bir örnektir. Bu modelde, 11 büyük banka bir araya gelerek ve kamu kurumları ile iş birliği yaparak dijital kimlik modeli kurmuş, günümüzde bu kimlikleri kullanan İsveçli sayısı 8 milyon kişiyi geçmiştir.

DİJİTAL KİMLİK SÜREÇLERİ

Birçok farklı veriyi barındıran dijital kimliklerin oluşum süreci üç temel aşama içerir. Bunlar, kişinin kimlik sahibi olmak için başvuru sürecinde gerçekleşen “kayıt ve ilk doğrulama”, kişiye ait verilerin işlenmesi sürecini ifade eden “kimliğin düzenlenmesi” ve kimlik düzenlendikten sonra kişilerin sahip oldukları kimlik ile eşleşip eşleşmediklerine dair kontrolleri ifade eden “kimlik ispatı”dır.

Kayıt ve İlk Doğrulama

Bir bireyin kimliği, genelde doğum ertesinde ebeveynleri tarafından nüfus idaresine yapılan bildirim ile oluşur. Dijital kimlik oluşturma sürecinin de ilk aşaması kayıt oluşumudur.

Kişiye ait doğuştan sahip olunan özelliklerin (ad, doğum tarihi, parmak izi vb.) kayıt altına alınarak kişiye atanmasından oluşan bu

prosedür, önceden de belirtildiği gibi devlet ya da özel kuruluşlar tarafından yapılabilir.

Kişiler kimlik almak üzere ilk kayıt olurken, sahip olduklarını bildirdikleri nitelikler (ev adresi, anne adı gibi) doğrulanmaktadır. Doğrulama işlemi, kimliğin varlığını (kimlik sahibi olmak isteyen kişinin hayatta olduğunu) ve belli bir kişi ile eşleştiğini (kişinin kimlik bilgilerinin diğer kişilerin kimliklerinden benzersiz olduğunu ve sadece bir kişiye ait olduğunu) kanıtlama prosedürüne denir. Kimlik kaydı çıkarılırken, kimlik doğrulama işlemi kişinin tüm verilerini tarama ve kişi ile eşleştiğini teyit etme yoluyla yapılmaktadır.

Yanı sıra, kimlik kaydı oluşturulurken kişilerin parmak izi, retina gibi biyometrik verileri de işlenmektedir. Kişiye ait doğrulanan veriler ile biyometrik veriler bütünü aynı veri tabanında

yeke hale getirilmektedir. Bu veriler, kimlik düzenlendikten sonra kimlik ispatı gereken durumlarda tekrar kimlik sahipleri tarafından doğrulanmaktadır.

Kimlik doğrulaması için biyometrik verilerin de kayıt altına alınıyor olması, dijital kimliklerin iyi bir kimlik modelinin sahip olması gereken güvenlik niteliğini güçlendirmektedir.

Kimliğin Düzenlenmesi

Bir kimlik belgesi, bir kişinin kimliğini göstermek için kullanılmadan önce, söz konusu kimlik; numara atanması, akıllı kart düzenlenmesi, sertifika yaratılması ve birçok farklı delilin düzenlenmesini içeren bir akreditasyon sürecinden geçer.

Bir kimliğin dijital olarak kabul edilmesi için, verilen kimlik bilgilerinin tamamının elektronik olması; diğer bir deyişle elektronik ortamda saklanması ve veri bağlantılarının elektronik olarak kurulması gerekmektedir.

Yaygın kullanılan delil türleri arasında, Tablo 1’de gösterilen; doğuştan sahip olunan özellikler (örneğin; anne adı veya diğer biyometrik veriler) ve edinilen özellikler (örneğin; ikametgâh, kimlik kartı, cep telefonu veya bir şifre) bulunmaktadır.

Kimlik, içinde çip bulunan ve yanında çip okuyucu ile verilen “akıllı kart”, çip yerine barkod

ile verilerin okunduğu “2D barkotlu kart” ve çevrimiçi kimlik doğrulama, dijital imza özelliği barındıran “mobil kimlik” veya bulutta saklanan elektronik kimlik formunda düzenlenebilir.

Kimlik İspatı

Bir kişi, kimliği kayıt altına alınıp, bilgileri ilk kez doğrulandıktan ve kimlik düzenlendikten sonra kimliğini ispatlayabilir hale gelir.

Kimlik ispatı, kimlik düzenlenirken işlenen verilere (sahip olduğunuz bir şey veya elde ettiğiniz bir şey) yönelik testler üzerinden yapılır. Örneğin yatırım hesabı açmak isteyen bir kişi başvuruda bulunurken, telefonuna gelen bir şifreyi girerek veya video konferans sırasında yüzü taranarak çevrimiçi şekilde bu işlemi gerçekleştirebilir. Birden çok verinin kontrolü ile kimlik ispatı yapılan bu yöntemle çoklu kimlik doğrulama adı verilmektedir.

Kişiler çoklu kimlik doğrulama yoluyla kimliklerini ispat ederek ürün ve hizmetlere erişmek için dijital kimliğini kullanabilir hale gelir. Örneğin vatandaşlar vergi ödemek için e-devlet portallarında e-kimlik numaralarını kullanabilir ve banka müşterileri, işlemlerinde akıllı banka kartlarını veya mobil finansal hizmetleri kullanabilir.

İYİ BİR DİJİTAL KİMLİK

Dijital kimlik modelleri dünyanın pek çok yerinde yaygınlaşmakta, pek çok ülkede dijital kimliğin kapsama alanını genişletmek üzere çalışılmaktadır. Dijital kimlik sağladığı güvenlik, seçenek imkânı, kullanışlılık gibi nedenlerle geleneksel kimlik modellerine kıyasla büyük avantajlar sağlamaktadır.

Amaca Hizmet Etmek

İyi Bir Kimlik bölümünde de açıklandığı gibi; karşı taraflara kişilerin iddia ettikleri kişi

olduklarının güvencesini vermeyi ve kişilerin sahip oldukları hak ve özgürlükleri elde etmelerini ifade eden bu özellik, dijital kimlikte mevcuttur.

Dijital kimlik modelleri, gerek kimlik doğrulaması prosedürlerini güvenilir kılarak, gerek kişilerin sahip oldukları tüm imkânlarla aynı yerden ulaşmasını sağlayarak; amaca hizmet etme özelliğini barındırmaktadır.

Kapsayıcılık

Dünya Bankası tarafından yapılan araştırmalar, günümüzde dünya nüfusunun yedide birinin kimlik sahibi olmadığını göstermektedir. 1 milyardan fazla kişi, kimlik kaydı olmadığı için finans, sağlık ve eğitim alanındaki hizmetlerden mahrum kalmaktadır.

Dijital kimlik uygulamaları kimlik kaydı olmayan kişileri biyometrik verileri ile kayıt altına almaktadır. Örneğin Hindistan’da dijital kimlik uygulaması öncesi kimlik kartı sahibi 70 milyon kişi bulunurken, 2019’da dijital kimlik uygulaması sayesinde 1,2 milyar kişi devlet tarafından kayıtlı hale gelmiştir.

Ayrıca, dijital kimlik modellerinde, farklı kimlik belgeleri aynı platforma taşınarak, tek bir kimliğin kişilerin yetkili oldukları tüm hizmetleri kapsamaları sağlanmaktadır.

Örneğin geleneksel kimlik modellerinde; araba kullanmak için sürücü belgesi taşınması gerekirken, dijital kimlik modellerinde tek kimlik ile kişi sürücü belgesi dahil tüm belgelerine erişmektedir.

Güvenlik

Kimlik hırsızlığı, günümüzde en yaygın görülen suçlardan biridir. Kimlik kartlarının ve bu karttaki kişisel bilgilerin çalınmasının yanı sıra, çevrimiçi ortamlarda kullanılan kullanıcı adları ve şifrelerinin kırılması ve karşı taraflarının eline geçmesi de yaygın görülmektedir.

Dijital kimliğin sunduğu en büyük yarar kimlik doğrulamasını güvenilir kılmaktır. Geleneksel kimlik modellerinden farklı olarak, dijital kimlik modellerinde veri tabanı kişiye ait biyometrik veri gibi kişisel bilgiler de içermekte; kimlik doğrulaması bu bilgilerden yararlanılarak çok aşamalı şekilde gerçekleştirilmektedir. Örneğin kimlik kartı ile işlem yapıldığında retina taraması ile veya telefon numarasına gönderilen tek kullanımlık şifre ile kimlik kontrolü yapılmaktadır. Çoklu kimlik doğrulama anlamına gelen bu metot ile geleneksel

kimliklerin üzerinde bulunan bilgilerin (ad, soyad, kimlik numarası ve anne-baba adı gibi) üçüncü şahısların eline geçmesi durumunda ortaya çıkan riskler önlenmektedir.

Şunu da belirtmek gerekir ki, bir kimlik daha güvenilir oldukça, kişilerin kimlik ile çevrimiçi gerçekleştirmeye gönüllü olduğu işlemler artmaktadır.

Dijital kimlik modellerinin kişiye ait pek çok farklı veriyi aynı platformda saklayarak, çapraz sorgulama ile kimlik ispatı yapması, bu modelleri geleneksel modellerden güvenilir kılmaktadır. Bununla beraber iyi tasarlanmamış bir dijital kimlik modeli içinde barındırdığı veri büyüklüğü nedeniyle geleneksel kimliklerden çok daha büyük risk teşkil etmektedir. Dijital kimlik modellerinin güvenlik duvarının kırılması, kişilere ait hem nicel hem nitel çok daha fazla verinin üçüncü şahısların eline geçmesine neden olacaktır.

Bu nedenle dijital kimlik yönetim sistemleri siber saldırılara karşı dayanıklı şekilde kurulmalıdır. Kurulan sistemler şunlara olanak vermeyecek şekilde geliştirilmelidir:

- Bilgilerin çalınması
- Bilgilerin değiştirilmesi
- Bilgilerin silinmesi

Dijital kimlik sahiplerinin kimlik ile gerçekleştirilen işlemlere izinleri ispatlanabilmeli, bu işlemlerin kayıtları güvenli bir mekanizma tarafından tutulmalı ve denetlenebilir olmalıdır. Son olarak, ilgili kurumlar, kimlik sahibinin kimliğini doğrulamadan işlem yapmamalıdır.

Seçenek İmkânı

Seçenek imkânı, kişilerin verilerini kimlerle ve ne kadar süre paylaşacakları gibi konularda yetki sahibi olması ve kişisel verilerin mahremiyetinin korunması anlamına gelir.

Geleneksel kimlik modellerinde, kimlik üzerinde yazılı olan verilerin bu şekilde kullanıcı kontrolünde olması mümkün değildir.

Örneğin bireyin sadece ad ve soyadına ihtiyaç duyan bir şirket, kişiye dair kimlik üzerinde yazan tüm verilere erişmektedir. Aynı şekilde devlet kurumlarında kişinin ikamet ettiği yerler, trafik cezaları, sağlık geçmişi gibi verilere erişimin sınırları yeterince çizilmeyebilmektedir.

Dijital kimliklerde ise, geleneksel kimliklerde bulunan doğum yeri, anne-baba adı gibi bilgiler yazılmamakta, böylece kişilerin mahremiyeti geleneksel kimliklere kıyasla daha çok korunmaktadır. Bu verilere, sadece yetkili kurumlar, dijital kimliklerdeki çip sayesinde, ya da dijital veri tabanından erişebilmektedir. Bunun da ötesinde karşı tarafların hangi bilgilere erişebileceği sınırlandırılmakta; üçüncü tarafların yetkileri dahilinde olmayan verilere erişebilmesi için kimlik kullanıcılarının onayını almaları gerekmektedir. Kullanıcılar, böyle durumlarda hangi verilerine, kimler tarafından ve ne kadar süre ile erişilebileceğine karar verebilmektedir.

Ayrıca, dijital kimlik modellerinde bir kişinin verilerine kimler tarafından erişildiği de kayıt altına alınabilmektedir. Böylece kimlik sahipleri, hangi kurumun hangi verilerine ulaşmış olduğu bilgisine erişebilmektedir. Bu özelliğe sahip bir dijital kimlik modelinin uygulandığı Estonya’da; örneğin bir polis memuru tarafından bir kişinin geçmiş kayıtlarının sorgulanması yapıldığında, kişi bu bilgiye erişebilmekte ve sorgulamanın neden yapıldığına dair açıklama dahi talep edebilmektedir.

Dijital kimlik modellerinin mahremiyet konusunda sağladığı bir diğer önemli yarar, üçüncü tarafların bir veriye erişmesi ile o veriyi kaydetmesi arasındaki duvardır. Bu modellerde, üçüncü taraflar kişinin bir verisine erişebilse de onu kaydedememekte ve saklayamamaktadır. Örneğin kimlik kontrolü için bir kişinin retina izini tarayıp kimlik verisini doğrulayan bir kurum, kişinin retina izini kendi veri tabanına kaydedememektedir.

Bu özelliği bir adım öteye taşıyan Hindistan’ın dijital kimlik modelinde; kurumlar, kişi ile ilgili hiçbir bilgiye kişinin izni olmadan erişememektedir. Bunun yerine, veri kontrolü sırasında kişinin sahip olduğu veriler ile veri tabanı arasında bir kontrol yapılmakta, kurumlar bilgiler tutuyorsa “evet”, tutmuyorsa “hayır” uyarısı almaktadır.

Dijital kimlik bu nedenlerle, geleneksel kimliklere güçlü bir rakiptir. Fakat mahremiyet konusunda dijital kimliklerin potansiyelini gösterebilmesi için dijital kimlik modeli inşa edilirken belli hususlara dikkat edilmesi gerekmektedir. Kurulan modelde kullanıcılara şu imkanlar verilmelidir:

- Bilgilerini hukuki gereklilikler dışında erişime kapatabilmek,
- Bilgilerinin ne kadarının kiminle ve ne kadar süreliğine paylaşılacağına karar verebilmek,
- Belli verileri karşı tarafa iletirken, diğer verilerinin mahremiyetini sağlamak.

Bunların yanı sıra, verileri kullanan tarafların sistemleri tarafından bu veriler kullanıcı izni olmadan depolanamamalıdır. Örneğin alışveriş sırasında kişinin kimliğini doğrulamak için girdiği bir bilgi, karşı tarafın sisteminde izinsiz saklanamamalıdır. Kullanıcı, kendi kimlik bilgilerinin paylaşım detaylarını yönetebilmeli, kimlik bilgilerini istediği kurumlarla paylaşabilmeli ve kısıtlı bir süre için kullanım ve erişime açabilmelidir.

Kullanışlılık

Geleneksel kimlik modellerinde, kimlik doğrulama, ıslak imza, kişinin gerekli tüm belgeleri yanında taşıması, verilerin noterden onaylanması gibi pek çok kâğıt işlemi ve prosedür gerektirmektedir. Aynı şekilde oy kullanma, hesap açma gibi işlemlerde kişinin fiziksel olarak ilgili kurumda bulunması zorunludur.

Dijital kimlik modellerinde ise kimlik ispatı çevrimiçi ortamda gerçekleşmekte, böylece aksi halde gerçekleşecek zaman, kâğıt ve masraflar önlenmektedir. Bunun yanı sıra çevrimiçi sözleşme imzalanabilmekte, bu sayede çevrimiçi ticaret gibi pek çok alanda işlemler hızlanmaktadır.

Ayrıca, dijital kimlik farklı platformlarda kullanılan farklı kullanıcı adlarını, şifrelerini, öğrenci belgesinden sağlık kartına pek çok farklı kimliği bir araya getirerek topyekunluk sağlamaktadır. Böylece kişiler farklı işlemler için

farklı şifreler ve kullanıcı adları saklamasının önüne geçilmektedir.

Bu özellikleri sağlaması için iyi bir dijital kimlik modeli cihazlardan işletim sistemlerinden bağımsız; her an her coğrafi konumda erişilebilir ve taşınabilir şekilde tasarlanmalıdır. Ayrıca dijital kimliğin kullanımı etkinlik sağlamalı; kullanıcılara işlem hızı ve kolaylığı sunmalıdır. Bu anlamda, dijital kimlik modellerinin yeni kurumların sisteme kolayca katılacağı esneklikte ve farklı kimlik yönetim sistemleri tarafından kullanılabilir şekilde tasarlanması önemlidir.

DİJİTAL KİMLİK STANDARDİZASYONU (PROTOKOLLER)

Dijital kimliğe yönelik standartlar sayesinde dijital kimlik uygulamaları uluslararası geçerlilik kazanmakta ve dijital kimlik modellerinin geliştirilmesi ve diğer kimlik modelleri ile uyumlu ve çalışabilir olması çalışmaları hızlanmaktadır.

Dünyada dijital kimliğe ilişkin çeşitli protokoller bulunmaktadır. Teknik standartlar geliştirme alanında öne çıkan uluslararası organizasyonlar arasında ISO (Organization for Standardization - Uluslararası Standartlar Teşkilatı), IEC (International Electrotechnical Commission - Uluslararası Elektroteknik Komisyonu) ve CEN (European Committee for Standards - Avrupa Standartlar Komitesi) yer almaktadır.

Uluslararası organizasyonların yanı sıra, kendi ihtiyaçları ve sistemlerine uygun teknik standartlar geliştiren ulusal veya sektörel organizasyonlar da bulunmaktadır. Bu kuruluşlar da genelde ISO ile iş birliği içinde olup, ISO standartlarını uyarlamak ve onaylamak

üzere çalışmaktadır. ABD, Avustralya, İsveç, Almanya, Fransa, Hollanda, Hindistan ve Pakistan dijital kimlik alanında ulusal standartlara sahip ülkeler arasındadır.

Kâr amacı gütmeyen ve teknik standartlar geliştirme ve sektördeki en iyi uygulamaların yaygınlaşması ve adaptasyonu üzerine çalışan sektör konsorsiyumları arasına ise; Fransa'daki SIA (Secure Identity Alliance - Güvenli Kimlik Paketi) ve ABD'deki CITEr (Center for Identification Technology - Kimlik Tanımlama Teknoloji Merkezi) örnek gösterilebilir.

Türkiye'de ise tüm standartlar Türk Standartları Enstitüsü tarafından geliştirilmekte olup, dijital kimliklere yönelik standart geliştiren özel bir organizasyon bulunmamaktadır. Enstitünün yanı sıra, TÜBİTAK BİLGEM Ulusal Elektronik ve Kriptoloji Araştırma Enstitüsü tarafından e-kimlik ile ilgili araştırmalar yapılmaktadır. Bu enstitü aynı zamanda, ülkemizdeki e-kimlik modelini geliştiren kurumdur.

DİJİTAL KİMLİK UYGULAMA ALANLARI

Dijital kimlik; büyük veri, makine öğrenimi ve biyometrik doğrulama gibi yenilikler ile birleşerek, taraflar arasındaki etkileşimlerin daha hızlı, şeffaf, güvenilir ve etkin olmasını sağlamaktadır. Bu nedenle pek çok ülke kimlik modellerini dijitalleştirme sürecindedir.

Dünya Bankası verilerine göre, 2017 yılı başında, küresel ölçekte ülkelerin %82'sinde dijital kimlik modelleri görülmektedir. Fakat bu modellerin çoğunun yeterlilik ve kapsayıcılığı sınırlı kalmakta ve sadece sayılı ülkede hem kamu kurumlarını hem özel kurumları içeren çok işlevli dijital kimlik modelleri bulunmaktadır. 2017 yılında gelişmiş ülkelerin %18'i dijital kimliği sadece kişinin kimlik ispatı için kullanırken, %55'i para transferleri, sağlık hizmetleri ve oy kullanma gibi belirli alanlarda kullanmakta ve sadece %3'ü çevrimdışı da erişilebilen dijital kimlik hizmetleri sunabilmektedir.

Gelişmiş bir dijital kimlik modelinin; bireylerin müşteri, çalışan, vergi mükellefi, vatandaş ve varlık sahibi gibi farklı sıfatlarla şirketler, kamu kurumları ile bulundukları etkileşimlerde sağladığı pek çok olanak ve avantaj vardır.

Kamu Hizmetleri

Dijital kimlik ile tüm kamu işlemleri e-devlet platformları üzerinden gerçekleştirilebilmektedir. Böylece kamu hizmetlerine yönelik iş gücü, zaman, kâğıt gibi masraflar ortadan kalkmaktadır. Örneğin Estonya'da e-devlet sayesinde 1 yılda 1407 yıllık iş gücü tasarrufu sağlandığı hesaplanmaktadır.

Dijital kimlik ile kamu hizmetlerine yönelik en önemli ve karmaşık işlemlerden biri olan vergi beyannamesinde bulunma çevrimiçi olarak yapılmaktadır. Ayrıca sosyal yardımların dağıtımı çok daha etkin hale gelmektedir. Yanı sıra, oy kullanmak ve okula yazılmak, gibi birçok farklı alanda dijital kimlik ile

uzaktan, hızlı, güvenilir şekilde işlem yapılmaktadır.

Özel Sektör

Müşteri ve ürün ve hizmet sağlayıcıları etkileşimlerinde; dijital kimlik güvenli ödeme, güvenli alışveriş ve ürünlere hızlı ve kolay erişim gibi avantajlar sağlar. Dijital kimlik tüm çevrimiçi platformları bir araya getirerek, müşterilerin sağlıktan eğitime, alışverişten finansal kararlara kadar pek çok alanda bilgilerine aynı anda erişerek karar verebilmesini sağlar.

Dijital kimlik, işyerlerinde; işverenlerin pozisyonlara uygun aday bulmak için kontrol ettiği belgeler, yaş, eğitim durumu ve geçmiş tecrübeler gibi pek çok bilginin aynı anda uygunluğunu kontrol etmelerini sağlayarak iş arayanlar ve şirketler arasındaki bilgi eksikliğini giderir. Aynı şekilde kişilerin geçmişlerine yönelik eğitim ve benzeri taramalar ve doğrulamalar dijital kimlik ile yapılmakta ve iş sözleşmeleri çevrimiçi gerçekleşmektedir.

Gayrimenkul piyasalarında, olmayan konutların satışı, sahte nüfus cüzdanı ve vekaletname ile tapu işlemleri yapmak gibi sahtekarlıkların riski, kimlik tespiti ve doğrulamasına yönelik bağımsız bir platformun varlığı ile azalmaktadır. Dijital kimlik tarafları ilave masraf yaratmadan korur, yasal olarak bağlayıcı olması sayesinde noter ve avukat ihtiyaçlarını azaltır.

Finans Sektörü

Dijital kimlik, müşterilerin finansal hizmetlere erişimini hayli kolaylaştırmaktadır. İşlemlerin uzaktan yapılabilmesi, müşteriye tanıma süreçlerinin müşteri veri tabanına erişilerek hızlanması, dijital imza ile uzaktan kayıt olma işlemlerinin olanaklı hale gelmesi bunun başlıca sebepleridir. Dünya Bankasının 2017'de yaptığı bir araştırmaya göre; banka hesabı olmayan insanların banka hesabı açmama

sebepleri arasında finansal kurumlara olan uzaklıkları ve finansal hizmetlerin masrafları belirtilmiştir.

Bankalardan sigorta ve emeklilik şirketlerine, tüm finansal kurumlarda “müşterini tanı” olarak bilinen, müşterilerin kişisel verileri ve kimlikleri ile ilgili prosedür gereklilikleri hayli sıklıdır. Hesap açmaktan finansal ürün almaya pek çok işlem için yatırım kuruluşların müşterinin kimliğini doğrulaması, bunun için de müşteri ile ilgili birçok verinin toplanması, saklanması ve kontrol edilmesi gerekmektedir.

Dijital kimlik ile tüm finansal kurumlar müşterilerin kimliklerini, müşterinin fiziki olarak kurumda bulunmasına ihtiyaç duymadan, dijital ortamda ispatlayarak ve tüm verileri dijital kimlik veri tabanında doğrulayarak, hesap açma işlemlerini geleneksel yöntemlere göre daha az masraflı, hızlı ve güvenilir şekilde yapabilmektedir.

ESTONYA’DA DİJİTAL KİMLİK UYGULAMASI

1,3 milyon nüfuslu Estonya’da dijital kimlik uygulaması 2000’de devlet girişi ile başlamıştır. Günümüzde 940 kamu ve özel sektör kurumu Estonya’da dijital kimlik ağına bağlanmıştır.

Estonya dijital kimlik uygulamasının özellikleri arasında; kimlik doğrulama, veri saklama, veri paylaşma ve dijital imza özellikleri bulunmaktadır.

Dünyadaki en gelişmiş ulusal kimlik uygulaması olarak geçen Estonya’nın dijital kimlik modeli, kişilere dair pek çok veri saklasa ve pek çok özelliğe sahip olsa da kimlik biyometrik veri taşımamaktadır. Bu alandaki çalışmalar devam etmektedir.

Estonya’daki dijital kimlik sistemi, fiziksel olarak taşınabilen ID-Kaart, mobil üzerinden bağlanan Mobile-ID ve tablet ve akıllı telefonlar üzerinden bağlanan Smart-ID’den oluşmaktadır.

Yanı sıra, işlemlerin dijital ortamda olması, finansal kurumların müşterilere dair veri kaydı tutması ve dosyalaması gibi zorunlulukları da kaldırmaktadır.

Son olarak, müşterilere sunulan ürünler dijitalleştikçe daha ucuz ürün sunma olanağı artmaktadır. Örneğin McKinsey tarafından yapılan bir araştırma, finansal kurumların müşterilerine dijital hesap açma masrafinin, şubeye giderek hesap açmaktan %80 ile %90 arasında daha ucuz olduğunu belirtmektedir.

Günümüzde de dijital kimlik modelleri Estonya, Hindistan, İsveç, Kanada, İngiltere, Arjantin ve Nijerya gibi pek çok ülkede uygulanmaktadır. Makalemizin ilerleyen bölümlerinde, dijital kimlik kullanım alanının hayli geniş olduğu Estonya, Hindistan ve İsveç’teki dijital kimlik modelleri mercek altına alınacaktır.

Ülkenin zorunlu ulusal kimlik kartı olan ve fiziki bir kart olan ID-Kaart, aynı zamanda Estonya’daki tüm e-hizmetlere erişim sağlayan dijital bir karttır.

Ulusal kimlik kartı içindeki verilerin eş zamanlı senkronize olduğu Mobile-ID ve Smart-ID ise dijital kimlik uygulamalarıdır. Mobile-ID telefonu olan bireylere yönelikken, Smart-ID SIM kartı olmayan kişilere özel olarak hazırlanmış bir uygulamadır. Telefon, tablet ve benzeri cihazlar ile erişilebilen çevrimiçi bu platformda, çeşitli işlemler yapmak için dijital kimlik kullanılabilir.

Kamu Hizmetleri

Estonya, 2015 ulusal seçimlerinde dijital kimlik ile oy kullanılması ile dünyada bu alanda ilk ülke olmuştur. Dijital kimlik ile yerel ve ulusal seçimlerde çevrimiçi oy kullanılabilmesi, Estonya’da kırsal kesimlerde yaşayan insanların seçimlere katılımını artırmaktadır.

Estonya’da bireylerin %44’ü dijital kimlik ile oy verme uygulamasından yararlanmaktadır. Ayrıca kişilerin tüm sağlık verileri sisteme yüklenmekte, diploma ve belgeleri burada saklanmakta, sağlık ve eğitim gibi alanlarda da pek çok işlem dijital kimlik ile çevrimiçi platformda yapılabilmektedir.

Vergi beyannameleri yine dijital kimlik uygulamaları ile yapılmakta, farklı kurumlardan toplanan ilgili veriler kişilerin dijital kimlik veri tabanlarında buluşmakta, böylece vergilendirme süreçleri ve denetimi kısa sürede tamamlanmaktadır. 2018 yılında Estonya’da vergi beyannamelerinin %95’i internet ortamında yapılmış ve ortalama 3 dakika tutmuştur.

Estonya’daki dijital kimlik sisteminde ayrıca kişiler kendilerine ait devlet kaydı altında tutulan verilere erişebilmekte ve devlet kurumlarının hangi amaçlarla verilerini kullandığı bilgilerine erişebilmektedir. Kullanıcılar böyle bir durumda bilgilerinin ne amaçla kullanıldığına dair kurumlardan açıklama talep edebilmektedir.

Tüm bunların yanı sıra, dünyada bir ilk olarak Estonya, e-vatandaşlık adlı yeni bir uygulama

başlatmıştır. Bu uygulama ile Estonyalı olmayan bireylere dijital kimlik düzenlenmektedir. Bu sayede, dünyanın her yerinden insanlar Estonya’da şirket kurabilir hale gelmiştir.

Dijital vatandaşlık uygulaması ile ülkede şirket açmak tamamen sanal ortamda yapılmakta ve ortalama 15 dakika almaktadır. E-vatandaşlık uygulanmaya başladığından beri ülkede 4000’e yakın şirket kurulmuştur. Şirket kurmanın bu kadar hızlı hale gelmesinin de katkısıyla, Estonya’nın iş yapma kolaylığı açısından pek çok karşı avantajlı konuma gelmiştir.

Finans Sektörü

Dijital kimlik ile bireyler, finansal kurumlarda çevrimiçi hesap açabilmektedir. Müşteri tanıma işlemleri sadece dijital kimlik ve birey tarafından çekilen video görüşme kaydı yeterlidir. Böylece aksi halde kimlik doğrulamak için gerekli olacak olan fiziksel olarak kurumda bulunmak, ıslak imza vermek gibi aşamaları atlayarak, bireyler tüm bankacılık işlemlerini çevrimiçi platformlarda yapabilmektedir.

HİNDİSTAN’DA DİJİTAL KİMLİK UYGULAMASI

Hindistan’da dijital kimlik 2009 yılında ve Estonya’daki uygulamaya benzer şekilde devlet girişimi ile kullanılmaya başlamıştır. Uygulama gönüllülük esaslı olup, geleneksel kimlik kartı kullanımdan kaldırılmasa da geleneksel kimlik kartının kapsayıcılığı hayli azalmış, Aadhaar kullanımı tüm kamu hizmetlerinden yararlanmak için zorunlu hale gelmiştir. Bununla beraber, Aadhaar uygulamasına ilişkin kanun ancak 2016 yılında kabul edilmiştir.

Hindistan’da dijital kimlik uygulamasına; fiziksel kimliklerin kaybolma ve hasar görme ihtimallerine yönelik olarak ve özellikle kırsal yoksulluk nedeniyle kayıt altına alınamayan

kişileri tespit etmek ve kamu hizmetlerine dahil etmek amacıyla geçilmiştir.

Hintçede “temel” anlamına gelen “Aadhaar” kelimesi ile adlandırılan dijital kimlik; 2019 yılında Hindistan halkının %99’unu kapsayarak (1,2 milyar kişi) dünyanın en büyük biyometrik veri tabanı haline gelmiştir. 2008’de sadece 70 milyon kişinin ulusal kimlik kartı (Pan Kart) olduğu dikkate alındığında, Aadhaar’ın Hindistan için de ne denli büyük bir değişim sağladığı anlaşılabilir.

Aadhaar çıkarılırken; kişilerin fotoğrafları, parmak izleri ve retina taramaları kayıt altına alınmaktadır. Kişilere özel 12 hanelik bir

Aadhaar numarası atanmakta, biyometrik veriler bu numara ile sisteme işlenmekte ve kişiler gerek Aadhaar numaraları gerek biyometrik doğrulamalar ile işlemlerini gerçekleştirebilmektedir. Aadhaar kartın üzerinde bulunan QR kodu tarandığında, kişilerin biyometrik özelliklerine ve bilgilerine ulaşılabilir.

Aadhaar kartı ile kişiler ehliyet, doğum belgesi gibi kayıtları ile banka hesapları ve işlem hareketleri gibi verilerin hepsine aynı platformdan bağlanabilmektedir. Aynı şekilde bireyler diploma, sertifika ve belgelerini Aadhaar kartına yükleyebilmekte, gerektiğinde bu belgelere çevrimiçi ulaşabilmektedir.

Aadhaar kartını, Hindistan vatandaşlarının yanı sıra Hindistan'da yaşayan yabancılar da alabilmektedir. Kimlik yeni doğan bebekler için de çıkartılabilmektedir. Aadhaar kartı, vatandaşlık kanıtı bir belge değildir; fakat tüm vatandaşlar kamu hizmetleri ve sosyal hizmetlerden yararlanmak için bu kartı kullanmak zorundadır.

Mckinsey tarafından yapılan bir hesaplama; artan müşteri etkileşimleri, kamu kurumları ve ticari kurumlarda azalan masrafların da katkısıyla, Aadhaar'ın sağlayacağı ekonomik katkının 2030 yılında gayrisafi yerli hasılanın yüzde 4'ü ila 6'sı civarında olacağı öngörülmüştür.

Kamu Hizmetleri

Aadhaar kart, devlet kurumları dahil tüm kurumlarda kimlik belgesi yerine geçmektedir. Ayrıca, devlet hane halkına yapılan sosyal amaçlı transferler için Aadhaar kartının banka kartına bağlanmasını zorunlu kılmıştır. Böylece okul yardımı, yemek yardımı ve devlet destekli emeklilik katkıları gibi pek çok alanda devlet desteğine erişmek için Aadhaar kartına sahip olmak zorunlu hale gelmiştir. Benzer şekilde, vergi mükelleflerinin de gelir vergisi beyannamesinde bulunurken Aadhaar kartlarını kullanması zorunludur. Ayrıca Aadhaar,

telefon bağlantısı ve doğalgaz bağlantısı gibi hizmetlere erişim için de zorunludur.

Aadhaar ile kamu hizmetlerinin ulaştığı kişi sayısı hayli artmış, 2012'de devlet yardımlarının Aadhaar aracılığı ile yapılabilir hale gelmesiyle, yardımlar yoksul ve dezavantajlı kesime daha kolay ulaşmıştır.

Önceden devlet yardımlarına erişim hane başına verilen Kumanya Kartı ile sağlanırken, Aadhaar kart ile hanedeki her birey devlet yardımlarına bireysel olarak erişir hale gelmiştir. Kumanya Kartın genelde hanedeki erkek birey tarafından saklanırken, Aadhaar ile kadınların doğrudan devlet yardımlarına erişimi artmıştır. Böylece toplumdaki en düşük gelirli ve kimliği en az kayıt altına alınmış kesimlere sosyal yardımların ulaşması sağlanmıştır.

Aadhaar, bireylerin kamu hizmetlerine erişmesini sağlasa ve kimlik kartı yerine geçse de pasaport yerine geçmemektedir. Ayrıca bu kimlik ile oy kullanılamamaktadır.

Finans Sektörü

Aadhaar kart ile banka hesabı açılabilir. Yanı sıra kartta kişilerin ikametgâh bilgileri bulunmakta, kişiler kredi kartı, hisse senedi, yatırım fonu, ev kredisi ve kişisel krediler gibi finansal ürünlere başvuru yaptığında; kart ikametgâh ispatı ve kişisel verilerin doğrulanması için yeterli olmaktadır. Yanı sıra emeklilik şirketleri de Aadhaar kimliğini kullanmaya başlamıştır.

Aadhaar'ın çok etkili olduğu bir diğer konu elektronik-müşterini tanı prosedürlerine izin vermesidir. Önceden 2 günlük bir işlem olan ve kâğıt üzerinde yapılan müşteri kimlik doğrulama işlemleri 30 saniye süren bir parmak izi okuma prosedürüne dönüşmüştür. 5 dolar civarı masrafa tekabül eden yeni müşteri bu işlemler, müşteri başına 0,07 dolara kadar düşmüştür. Ayrıca yeni müşteri kayıt işlemleri de 3 dakikadan az vakit alır hale gelmiştir.

Bu gelişmeler sayesinde tüm bankalar, yatırım kuruluşları ve sigorta şirketlerinin daha kolay müşteri tanı prosedürlerini tamamlamasını ve finansal kapsayıcılığın artmasını sağlamıştır. Invest India Micro Pensions Limited adlı emeklilik şirketi Aadhaar tarafından sağlanan elektronik müşteri tanıma imkanının, yapılan prosedürlerin zamanını yarıya indirdiğini açıklamıştır. Hindistan’da müşteri tanı prosedürleri, diğer kredi ve finansal ürünlere göre konut finansman kurumları için çok daha zorlu iken, Aadhaar ile fiziki belgelerin 10 ile 15 yıl arasında saklanması zorunluluğu kalkmış ve önceden saklanan tüm bilgiler Aadhaar veri tabanına aktarılmaya başlanmıştır.

Ülkedeki banka hesabı sayısı 2016’da 48 milyon iken 2018’de bu sayı 138 milyona ulaşmıştır. 2014-2017 yılları arasında açılan banka hesaplarına ilişkin yapılan bir anket, banka hesabı sahiplerinin %84’ünün banka hesabı açmak için Aadhaar kartını kullandığını göstermiştir. Aadhaar bağlantılı ATM’ler, insanların finansal erişim bariyerlerini hayli azaltmıştır. National Payments Corporation of India’nın (Hindistan Ulusal Ödeme Kurumu) yayınlarında Aadhaar ile yapılan para transferlerinin sadece 2017-2018 yılları arasında 10 katına çıktığı, aylık ortalama transfer hacminin ise %77 arttığı bildirilmiştir.

Uluslararası Kalkınma Merkezi (Centre for Global Development) tarafından Hindistan’ın Rajasthan eyaletinde yapılan bir araştırmada Aadhaar uygulamasının finansal kapsayıcılık

ile cinsiyet eşitliğini iyileştirdiği sonucuna ulaşılmıştır. Aadhaar uygulamasından önce kadınların %44’ünün banka hesabı varken, 2017’de bu oranın kadınlar için %90’a çıktığı görülmüştür. Ayrıca hane halkında bankacılık ve yatırım ile ilgili konularla yoğunlukla kadınların ilgilendiği belirtilmiştir.

Karşılaşılan Problemler

2017 yılında Aadhaar kimlik numaralarının üçüncü tarafların eline geçmesiyle birlikte sistemin güvenilirliğine yönelik endişeler artmıştır. Centre for Internet and Society 130 milyon civarında Aadhaar kimlik numarasının, kişisel verilerle birlikte internette erişilebilir olduğuna dikkat çekmiştir. Aadhaar uygulamasının geliştirilmesi aşamasından itibaren sivil toplumda kişisel verilerin gizliliğine yönelik oluşan endişeler sonucunda Yüksek Mahkemeye çeşitli başvurular yapılmıştır. 2009 yılında uygulamaya alınan proje için 2016 yılında özel kanun çıkarılmıştır.

Yüksek Mahkeme 2018 yılında Aadhaar yasasının kişisel verileri koruma kanunu ile uyumlu şekilde yeniden düzenlenmesi kararı alınmıştır.

Ayrıca mahkeme kararı ile Aadhaar kartın finansal kurumlarda müşteri tanı prosedürlerinde kullanılması zorunluluğu kalkmış, kartın bu prosedürlerde kullanımı müşteri tercihiyle bırakılmıştır. Benzer şekilde telefon hattı aboneliği başvuruları için de Aadhaar kullanma zorunluluğu kaldırılmıştır.

İSVEÇ’TE DİJİTAL KİMLİK UYGULAMASI

Kullanımı açısından Estonya ve Hindistan kadar yaygın olmasa da İsveç dijital kimlik uygulaması da nüfusu 10 milyon civarı olan İsveç’te %70 üzeri oranda kullanılmaktadır. İsveç’teki dijital kimlik uygulaması, özel sektör girişimi ile ortaya çıkmış olması açısından raporumuzda incelemeye değer görülmüştür.

İsveç’teki dijital kimlik uygulaması ilk olarak 2003’te 10 büyük banka tarafından müşteri işlemlerini kolaylaştırmak amacıyla İsveç hükümeti ile iş birliğinde geliştirilmiş ve hükümet tarafından da resmi bir kimlik olarak tanınmıştır.

Günümüzde 12 banka BankID düzenlemektedir. Bu bankalardan 4 tanesi, İsveçli bankaların toplam varlıklarının %80'inden fazlasına sahiptir. BankID kullanan kişi sayısı 8 milyon civarındadır. Kimlik aracılığıyla hem devlet hem bankalar ve şirketler tarafından kullanıcılara pek çok hizmet sunulmaktadır.

BankID sahibi olmak için ulusal kimlik numarası ile internet bankacılığı üzerinden işlem yapılabilmektedir. Bu kimlik, hem bir dosya olarak sabit diskte, hem fiziksel olarak (akıllı kart şeklinde) saklanabilmektedir. Her iki durumda da kişiye özel verilen bir şifre ile kullanılmaktadır. Fiziksel olarak kullanılması halinde, verilerin işlenebilmesi için gerekli kart okuyucu banka tarafından sağlanmaktadır. Diğer bir deyişle, kimlik doğrulaması müşterinin BankID çıkardığı bankanın gözetimindedir.

BankID masaüstüne kaydedilebildiği gibi; akıllı kart, bilgisayar, telefon ve tabletlerde bir uygulama olarak mevcuttur. Kimlik sahibi tarafından BankID ile yapılan tüm işlemler indirilen uygulama üzerinden yapılabilmektedir.

BankID, teknolojik olarak hayli gelişmiş bir kimlik olup, kimlik doğrulama için davranışsal biyometriden yararlanmaktadır. Kişilerin yazma hızı, yazarken telefonlarını hangi açıda tuttukları ve telefon kilitlerini açarken yaptıkları el hareketleri gibi sıra dışı veriler sistem tarafından kayıt altına alınmakta ve kişilerin kimliğini doğrulamak üzere kullanılmaktadır. Kimlik sahibi davranışsal olarak olağandan farklı davrandığında, şifre sorgulama devreye girmektedir.

Kimlik İsveç vatandaşları dışında, orada oturma izni olan yabancılara da çıkarılabilmektedir. Kimlik çıkartıldıktan sonra hangi bankada çıkarıldığından bağımsız olarak aynı fonksiyonları görmekte ve tüm kurumlar ve devlet tarafından kabul görmektedir.

BankID ile kendi hizmetlerini entegre etmek isteyen şirketler, BankID düzenleme hizmeti sunan herhangi bir banka ile görüşerek BankID ağına katılabilmekte ve müşteri işlemlerinin BankID üzerinden yapılabilmesini sağlamaktadır.

Günümüzde BankID'nin aktif kullanıcı sayısı 8 milyon kişiye ulaşmıştır. Kimlik kullanıcıları arasında; 2019'un ilk yarısında BankID kullanımının %93,5'i özel sektörde gerçekleşmiştir. En çok çevrimiçi bankacılıkta (%54 oranında) kullanılan kimliğin en çok kullanıldığı ikinci alan ise ödeme hizmetleri olmuştur.

Kamu Hizmetleri

BankID, kişilerin nüfus kimlik kartı, sürücü belgesi ve pasaportu ile bağlantılı şekilde düzenlenir. Böylece BankID devlet tarafından tanınmakta ve devlet tarafından sağlanan diğer tüm kimliklerin bilgilerini kapsamaktadır. E-servis adı verilen dijital platformda, bu sayede, kamu hizmetlerine erişmek için BankID kullanılmaktadır. BankID kimlik kontrolü ve doğrulaması gereken her durumda geçerli bir kimlik belgesi görevi görmektedir.

BankID ile sosyal güvenlik kurumu hizmetleri, vergi beyanında bulunma, okula kayıt olma, park cezası takibi, evlilik ve boşanma gibi pek çok işlem yapılabilmektedir. BankID ile yapılamayan kamu işlemleri arasında ise oy kullanma yer almaktadır.

Ayrıca BankID ile belgeler çevrimiçi imzalanabilmektedir. Bu kimlik ile oluşturulan imzalar, İsveç hukukunda ve Avrupa Birliği dahilinde yasal olarak bağlayıcıdır. Bu özellik BankID'nin pek çok kamu ve özel sektör hizmetinde kullanılmasına olanak sağlamaktadır.

Finans Sektörü

BankID olarak geçen kimlik, kamu kurumlarına ve bankalara müşteri ile bağlantılarını internet üzerinden kurma ve dijital imza olarak geçmesi sayesinde uzaktan sözleşme yapma ve imza atma olanağı sağlamaktadır. Böylece

BankID ile mobil bankacılık işlemleri yanı sıra tüm finansal kurumlarda hesap açma yapılabilmekte, finansal ürünlere BankID ile erişim sağlanabilmektedir.

İsveç'te dijital kimliğin çıkarılması sonrası 2006 ile 2016 arası dönemde çevrimiçi bankacılığın etkisiyle 500 banka şubesi kapatılmış ve bankacılık işlemleri dijital platforma taşınmıştır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Dijital kimlik, dünyanın pek çok yerinde yaygınlaşmakta ve dijital kimlik modellerinin kapsama alanı günden güne genişlemektedir.

Dijital kimlik, bireylerin izini süren, onları tanımlayan ve diğer insanlardan ayıran bilgilerin tamamını kapsamaktadır. Bu anlamda dijital kimliklerin barındırdığı veriler doğum günü ve parmak izi gibi doğuştan sahip olunan özellikler, adres ve sağlık kaydı gibi edinilen özellikler ve ilgi alanları ve en çok okunan kitap türü gibi bilgiler barındırmaktadır.

Dijital kimlik düzenlendikten sonra, kişiler kimlik düzenlenirken işlenen verilere yönelik (bildiğiniz bir şey, elde ettiğiniz bir şey ve sahip olduğunuz bir şey) testler üzerinden kimliklerini doğrulayabilir hale gelir. Çoklu kimlik doğrulaması adı verilen bu yöntem ile kimlik sahtekarlıkları önlenmiş olur.

Dijital kimliğin düzenlenmesinden sorumlu kimlik sağlayıcıları devlet ve özel sektör girişimleri olabilmektedir. En yaygın görülen model devlet merkezli dijital kimlik modelleri olmakla birlikte, bazı kimlik modellerinde devlet ve özel sektör kurumlarının iş birliği yapıldığı görülmektedir.

Dijital kimlik modellerinin küresel ölçekte git-tikçe yaygınlaşmasının en büyük sebepleri, geleneksel kimlik modellerine kıyasla güvenli olması, kullanıcılara mahremiyet sağlaması ve kullanım kolaylığı gibi faydalar sağlamasıdır.

Geleneksel kimlik modellerinden farklı olarak, dijital kimlik modellerinde veri tabanı kişiye ait tüm bilgileri aynı çatı altında toplamakta

ve kişiye ait biyometrik veri gibi kişisel bilgiler içermekte; kimlik doğrulaması kişiye özel çok çeşitli bilgiler sorgulanarak ve çok aşamalı şekilde gerçekleşmektedir. Hatta İsveç'te, kişilerin yazma hızı, yazarken telefonlarını hangi açıda tuttukları ve telefon kilitlerini açarken yaptıkları el hareketleri gibi davranışsal biyometrik veriler bu amaçla kullanılmaktadır. Böylece kimlik doğrulaması güvenilir hale gelmektedir. Kimlik doğrulamasının güvenilir olması, kimlik sahiplerinin oy kullanmak, belge imzalamak ve hesap açmak gibi pek çok işi çevrimiçi yapabilmesini sağlamaktadır.

Ayrıca dijital kimlik modellerinde kimlik sahipleri, verilerine kim tarafından, nasıl ve ne kadar süre ile erişilebileceği gibi konularda yetki sahibi olmakta ve mahremiyeti korumaktadır. Tüm bilgilerin topyekûn saklanması ve kaydedilmesi sayesinde, kullanıcıların farklı işlemler için farklı kullanıcı adı ve şifre kullanmasına gerek kalmazken, işlemler tek bir kimlik ile yapılabilir hale gelmektedir. Bu kimlik her an ve her coğrafi konumda erişilebilir olup, kişilere belge ve kimlik taşıma anlamında kolaylık sağlamaktadır.

Dijital kimlik tüm çevrimiçi platformları bir araya getirerek, müşterilerin sağlıktan eğitime, alışverişten finansal kararlara kadar pek çok alanda tüm bilgilerine kolayca erişebilmesini ve işlem yapabilmesini sağlar. Aynı şekilde, şirketler, müşterilerin izni doğrultusunda eriştikleri bilgilerle, müşteri isteklerini de daha iyi saptamakta ve bu sayede diğer türlü ortaya çıkacak pazarlama, ürün geliştirme gibi alanlardaki masraflar hafiflemektedir.

Yanı sıra dijital kimlik ile tüm kamu işlemleri e-devlet platformları üzerinden gerçekleştirilebilmektedir. Vergi beyannamesi vermekten okula yazılmaya; birçok farklı alanda dijital kimlik ile uzaktan, hızlı, güvenilir şekilde işlem yapılmaktadır.

Dijital kimlik ile işlemlerin uzaktan yapılabilmesi, müşteriye tanıma süreçlerinin hızı, dijital imza ile uzaktan kayıt olma teknolojisi gibi olanaklar sayesinde, finansal kurumların işlemlerini daha az masrafla, daha hızlı ve güvenilir yapması sağlanmaktadır. Benzer şekilde, dijital kimlik müşterilerin finansal hizmetlere erişimini hayli kolaylaştırmaktadır.

Günümüzde dijital kimlik modelleri Estonya, Hindistan, İsveç, Kanada, İngiltere, Arjantin ve Nijerya gibi pek çok ülkede uygulanmasına rağmen; çoğu ülkede dijital kimliğin kullanım alanları henüz gelişmektedir. Raporumuzda Estonya, Hindistan ve İsveç'teki dijital kimlik uygulamaları incelenmiştir.

Dünyada en gelişmiş dijital kimlik uygulaması Estonya'dadır. Estonya'da dijital kimlik uygulaması 2000'de devlet girişi ile başlamıştır. Estonya dijital kimlik uygulamasının özellikleri arasında; kimlik doğrulama, veri saklama, veri paylaşma ve dijital imza özellikleri bulunmaktadır. Estonya dijital kimliği ile yerel seçimlerde çevrimiçi oy kullanılabilenkte, vergi beyannameleri dijital kimlik uygulamaları ile yapılmakta, tüm bankacılık işlemleri çevrimiçi yapılabilir.

Dünyanın en büyük biyometrik veri tabanına sahip olan ve 1 milyarı aşkın kişiyi kapsayan Hindistan dijital kimlik uygulaması Aadhaar, Estonya'ya benzer şekilde devlet girişi ile 2009'da uygulanmaya başlamıştır. Aadhaar, Estonya'daki akıllı kimlikler kadar kapsamlı değildir. Bireyler bu kimliği pasaport yerine kullanamazlar ve bu kimlik ile oy kullanamazlar. Aadhaar'ın kullanıldığı alanlar ise; kamu hizmetleri, devlet katkısı edinme, vergi işlemleri, bankacılık hizmetleri ve telefon bağlantısı ve doğalgaz bağlantısı hizmetleridir.

Aadhaar uygulamasının esas amacı, özellikle kırsal yoksulluk nedeniyle kayıt altına alınmayan kişileri tespit etmek ve kamu hizmetlerine dahil etmek olsa da uygulama Hindistan'da büyük değişim başlatmıştır. Örneğin 2016-2018 yılları arasında sadece 2 yılda ülkede banka hesabı sayısı 48 milyondan 138 milyona ulaşmıştır. Finansal kurumlarda elektronik müşteri tanıma imkânı hem prosedürlerin zamanını hem masrafını azaltmıştır. Günümüzde, Aadhaar kimlik bilgilerinin bir kısmının üçüncü tarafların eline geçmesi ardından uygulamaya dair değişiklik yapılmasına ilişkin tartışmalar devam etmektedir.

Estonya ve Aadhaar'dan farklı olarak özel sektör girişi ile 2003'te uygulamaya konulan İsveç dijital kimlik uygulaması BankID, İsveç'teki 10 büyük banka tarafından müşteri işlemlerini kolaylaştırmak amacıyla geliştirilmiştir. Günümüzde BankID kullanıcı sayısı 8 milyon civarındadır. Kimlik aracılığıyla hem devlet hem bankalar ve şirketler tarafından kullanıcılara pek çok hizmet sunulmaktadır. BankID uzaktan sözleşme yapma ve belge imzalama olanakları sağlamaktadır.

Ülkemizde de dijital kimlik modeline dönüşüm amacıyla 2006'da e-Devlet Kapısı uygulamasına geçilmiştir. Günümüzde e-Devlet Kapısı ile tek bir internet sitesinden kamu hizmetlerine erişim sağlanabilmektedir. Birleşmiş Milletler tarafından hazırlanan bir anket raporu, 2018'de Türkiye'deki e-devlet sisteminin gelişmişlik düzeyinin incelenen 193 ülke arasında 53. sırada olduğunu belirtmektedir. Makalemizde incelenen İsveç, Estonya ve Hindistan e-devlet sistemleri ise aynı ankete göre sırasıyla 5., 16. ve 96. sırada yer almıştır. Sonuç olarak, Türkiye'de kimlik alanında dijitalleşme kamu alanında gelişkin olsa da dijital kimlik uygulaması halihazırda kamu hizmetlerine yönelik olup kapsayıcılığı henüz gelişmektedir.

KAYNAKÇA

Bank Identity: Banks, ID Cards, and the Emergence of a Financial Identification Society in Sweden, Orsi Husz, Ekim 2017

Digital Identification: A Key To Inclusive Growth, McKinsey, Nisan 2019

Digital Identity: the current state of affairs, BBVA, Ocak 2011

Digital Identity A contest for control, Capgemini Consulting, 2018

Dijital Kimlik Raporu, Blockchain Türkiye, Nisan 2019

G20 Digital Identity Onboarding, World Bank Group, 2018

Identity in a Digital World A new chapter in the social contract, World Economic Forum, Eylül 2018

National Digital Identity Programmes: What's Next?, Accessnow, Mayıs 2018

Picture perfect: A blueprint for digital identity, Deloitte, 2016

Private Sector Economic Impacts from Identification Systems, World Bank Group, 2018

Technical Standards for Digital Identification Systems, International Bank for Reconstruction and Development, World Bank Group, 2018

KRİPTO VARLIK İŞLEM PLATFORMU DÜZENLEMELERİ

Deniz Kahraman

Merkez bankaları tarafından çıkarılan itibari paradan farklı olarak genellikle geliştiricisi tarafından ihraç edilen ve ihraççısı haricinde de kabul gören parasal değer olan kripto para birimleri, para birimlerinin taşınması gereken temel özellik ve işlevlere ek olarak işlemlerde hız ve maliyet avantajı sağladığı için popülerliğini artırmaktadır.

Kripto varlıklardan en popüler olan Bitcoin, Satoshi Nakamoto takma isimli kişi ya da kişilerce 2008’de yayınlanan “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System” adlı makalenin ardından 2009 yılında piyasaya sürülmüştür. Bitcoin’in güvenlik açısından getirmiş olduğu yenilik, ihraç ve işlem kayıt mekanizmasının merkezî olmayıp dağıtık oluşudur. Elektronik Para ve Blok Zincir Teknolojisi başlıklı detaylı çalışma, Gösterge dergimizin Bahar 2016 sayısında yayımlanmıştır.

2007-2008 küresel finans krizinden sonra finansal piyasalara güvenin azalması ve

getirilerin düşmesiyle birlikte alternatif getiri arayışı çok sayıda bireyin kripto varlık ticaretine yönelmesinde etkili olmuştur. Kripto varlıklar yatırımcılar tarafından barındırıldığı teknolojiden yararlanma amacından ziyade genellikle spekülasyon amacıyla tercih edilmektedir.

Kripto para birimlerinin el değiştirmesi için dünya genelinde çok sayıda kripto para işlem platformu kurulmuştur. 7 gün 24 saat işleyen bu platformlarının dünya geneline yayılması, düzenleyici kuruluşların yatırımcıları korumak ve kara para aklama ile mücadele için hem varlık ihraçları hem de ikincil piyasalara ilişkin çeşitli standartlar belirlenmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmamızda kripto varlık işlem platformlarına ilişkin küresel girişimler incelendikten sonra Tayland ve Japonya’daki kripto varlık işlem platformu düzenlemeleri mercek altına alınacaktır.

KRİPTO VARLIK İŞLEM PLATFORMLARIYLA İLGİLİ KÜRESEL GİRİŞİMLER

Kripto varlıkların değişim aracı olarak kullanılmasıyla birlikte, 2010 yılından itibaren bu varlıkların ikincil piyasada alınıp satılmasını sağlamak için çeşitli kripto varlık işlem platformları kurulmaya başlanmıştır.

2018 yılında kripto varlık işlem platformlarının toplam işlem hacmi 1,8 trilyon dolar olarak tahmin edilmektedir. Küresel işlem

hacminde %5’ten fazla paya sahip olan borsaların tamamı Asya menşeli iken, ABD, Japonya ve İngiltere’de de işlem hacmiyle öne çıkan borsalar olduğu görülmektedir. İşlem hacminde öne çıkan Çin menşeli işlem platformları, ülkede Eylül 2017’de kripto varlık alım satımının yasaklanması nedeniyle operasyonlarını çeşitli ülkelere taşımışlardır.

Tablo 1: Kripto Varlık İşlem Hacmi			
Platform	Menşei Ülke	2018 (myr. \$)	Pay
Binance	Çin (Malta)	245,6	13.4%
Bitfinex	Hong Kong	243,7	13.3%
OKEX	Hong Kong	203,3	11.1%
Bithumb	Güney Kore	154,9	8.4%
HuobiPro	Çin (Singapur)	112,5	6.1%
Coinbase	ABD	95,6	5.2%
HitBTC	İngiltere	81,8	4.5%
Kraken	ABD	80,5	4.4%
Bitstamp	İngiltere	64,1	3.5%
bitFlyer	Japonya	38,7	2.1%
Toplam		1.835,8	100%

Kaynak: data.cryptocompare.com

Genellikle ulusal düzeyde henüz düzenlenmeyen bir alan olan ve hızla büyüyen kripto varlık piyasaları dünyanın önde gelen ekonomi yönetimlerinde de finansal istikrar ve kara para aklama ile mücadele önceliğiyle yakından takip edilmektedir.

ULUSLARARASI İŞBİRLİĞİ

Mart 2018’de Buenos Aires’te bir araya gelen G-20 ülkelerinin maliye bakanları, kripto varlıkların küresel finansal istikrarı tehdit ettiğini, ancak müşterinin korunması, piyasa güvenilirliği, vergi kaçakçılığı, para aklama ve terörün finansmanı alanında riskler barındırdığına dikkat çekmiştir.

Yayınlanan sonuç bildirgesinde G-20 ülkelerinin maliye bakanları, kara para aklamanın uluslararası alanda önlenmesi amacıyla kurulan Mali Eylem Görev Gücünü (Financial Action Task Force - FATF) uygulamakta olduğu kuralları kripto varlıklara da uygulamaya çağırmıştır. Bu görevlendirme neticesinde FATF, Ekim 2018’de kripto varlık ve kripto varlık hizmet sağlayıcılara ilişkin kuralları belirlemek üzere çalışmasını yayınlamıştır.

Bu çalışmayla kripto varlık işlem platformlarına düzenleyici kuruluşlar tarafından lisans verilmesi, müşteri tanıma kuralıyla ilgili sistemlerin kurulması ve düzenleyici kuruluşlar tarafından risk bazlı olarak izlenmesi önerilmiştir. FATF önerisine göre işlem platformları,

müşteri tanıma kuralının yanı sıra, 1.000 dolar veya avro’dan daha yüksek tutarda kripto varlığı transfer eden müşterilerin belirli kimlik bilgilerini transfer edilen tarafla paylaşmak zorundadır. FATF üyesi ülkelere, kripto varlık işlem platformlarının işleyiş kurallarını FATF önerileriyle uyumlu hale getirmek üzere Haziran 2020’ye kadar zaman tanınmıştır.

Ayrıca G-20, Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board - FSB), Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements - BIS) bünyesindeki Basel Komitesi ile Ödemeler ve Finansal Altyapı Kuruluşları Komitesi ve Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) gibi uluslararası standartları belirleyen kuruluşları kripto varlıklarla ilgili riskleri izlemeye ve gerekli eylemleri gerçekleştirmeye çağırmıştır.

FSB, görev alanıyla ilgili olarak, BIS Ödemeler ve Finansal Altyapı Kuruluşları Komitesi ile işbirliği halinde kripto varlık piyasalarının finansal istikrar üzerindeki etkilerini izlemek üzere çalışmaktadır. BIS Ödemeler ve Finansal Altyapı Kuruluşları Komitesi, yanı sıra dağıtık defter teknolojisinin ödeme sistemleri üzerindeki etkilerini de izlemektedir. BIS’in bankacılık ile ilgili Basel Komitesi, kripto varlıklardan kaynaklı olarak bankaların doğrudan ve dolaylı yoldan maruz kaldığı riskleri izlemektedir.

IOSCO ÇALIŞMALARI

Sermaye piyasası alanında, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO), kripto para arzıyla ilgili olarak deneyimlerin paylaşılması amacıyla ICO Network isimli komiteyi 2018 yılında oluşturmuştur. Bu komitenin çalışmaları arasında, bireysel müşterilerin korunması ve dağıtım kanallarının düzenlenmesiyle ilgili riskleri tanımlanması bulunmaktadır.

2018 yılının ilk aylarında çalışmaya başlayan bir diğer oluşum olan ikincil piyasa düzenleme komitesi, kripto para birimi işlem

platformlarıyla ilgili konuları değerlendirmek ve riskleri tanımlamak üzere Mayıs 2019'da bir çalışma raporu yayınlamıştır. Bu rapor, aralarında Türkiye'den Sermaye Piyasası Kurulu'nun da bulunduğu 29 farklı ülkenin düzenleyici otoritenin temsilcilerin katkılarıyla oluşturulmuştur.

IOSCO raporuna katkı sağlayan düzenleyici kuruluşlar kripto varlık işlem platformlarıyla ilgili olarak benimsedikleri mevcut yaklaşımları derlemiştir. Düzenleyici kuruluşlardan bazıları kripto para birimi işlem platformlarını mevcut düzenleme çerçevesi içine alacak şekilde bir yaklaşım benimserken, bazıları ise yeni koşullar ve bazı istisnalar sağlayacak şekilde özel olarak tasarlamıştır.

Bu raporda IOSCO, yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf işleminin sağlanması ve sistemik riskin azaltılması kapsamında düzenleyicilere yönelik olarak belirlemiş olduğu sermaye piyasasına ilişkin ilkeleri değerlendirerek kripto varlık platformlarının işleyişine yönelik tavsiye niteliğinde öneriler geliştirilmiştir. Rapor bulguları ve IOSCO önerileri aşağıda özetlenmiştir.

İşlem Platformuna Müşteri Erişimi

Kripto para işlemi yapmak üzere işlem platformuna dahil olan müşterinin hesap açılış süreci düzenleyici kuruluşların ilgi alanına girmektedir. Bu işlemin kara paranın aklanmasının ve terörün finansmanının önlenmesiyle ilgili kurallarla uyumlu olarak gerçekleştirilmesi gerekmektedir. İşlem platformlarının aracı olmaksızın hesap açılışı gerçekleştirdiği durumda, sürecin denetiminin daha güç olması sonucu ortaya çıkmaktadır.

Hesap açılış sürecinin ilgili düzenlemelere uygun yapılamadığı durumda, platform yasadışı faaliyetler için kullanılabilir. Blok zinciri teknolojisinin sağladığı imkanla, tarafların kimliğini ve konumunu gizleyerek fon transfer etmesi mümkün olabilmektedir. Ayrıca, kişilerin kurallara uymayan işlem

platformlarına kolaylıkla dahil olabildiği durumda düzenleme arbitrajı ortaya çıkmaktadır.

IOSCO'nun düzenleyicilere yönelik hazırladığı ilkelerden, müşteri kabulünde adil, şeffaf ve objektif olunması kuralına göre, (31 numaralı ilke) müşteriyle iş ilişkisi kurulduğu esnada, piyasa aracılarının müşterinin kimliğini güvenilir verilere dayanarak tespit etmesi ve doğrulaması gerekmektedir. Ayrıca, müşterinin kimin hesabına işlem yaptığının tespiti, dolandırıcılık, kara para aklanmasının önlenmesiyle ilgili önlemler kurumlar tarafından alınır.

Ekim 2018'de Mali Eylem Gücü (FATF) tarafından yayınlanan tavsiyede de dijital varlıklar ve dijital varlık hizmet sağlayıcılarının uyması gereken kurallara açıklık getirilmiştir.

IOSCO'nun raporunda kripto para işlem platformlarının müşteri erişimiyle ilgili olarak aşağıdaki konuların düzenleyiciler tarafından değerlendirilmesi önerilmiştir.

- İşlem platformuna müşteri erişimi ile ilgili politika ve prosedürler,
- Platforma erişimin sadece aracı kurumla yapılması alternatifi,
- Platformların müşterinin kimlik bilgilerinin tespiti, kara para, suç gelirlerinin aklanması ve terörün finansmanının önlenmesi, ürünün müşteriye uygunluğunun değerlendirilmesi süreçlerinin yönetilmesi,
- İşlem platformunun ürünün risk düzeyine ilişkin olarak risk bildiriminde bulunup bulunmaması gerekliliği.

Müşteri Varlıklarının Güvenliği

Kripto varlık işlem platformlarının çoğunun hem kripto varlıkların hem de itibari paranın saklanması görevini üstlendiği görülmektedir. Bazı durumlarda ise varlıklar işlem platformundan ayrı bir yerde saklanmaktadır. Bu fonksiyonun üçüncü bir tarafa devredilmesi durumunda yaşanması muhtemel risklerin

düzenleyici kuruluş tarafından gözetilmesi gerekmektedir.

a) Varlıkların Saklanması ve Korunması

Kripto varlık işlem platformlarının müşteri varlıklarının saklanması benimsediği üç farklı model bulunmaktadır:

- İşlem platformu tarafından kripto varlıkların çevrimiçi veya çevrimdışı cüzdanlarda saklanması,
- Üçüncü bir tarafın saklamacı kuruluş olarak belirlenmesi,
- Müşterilerin varlıklarını özel anahtarına sahip olduğu kendi cüzdanlarına aktarması.

Kripto varlıklar cüzdan adı verilen yapılarda şifreli olarak saklanmaktadır. Bu cüzdanın açılması ancak özel anahtarı elinde bulunduran tarafça mümkündür. Çoğu iş modelinde müşteri varlıklarının saklandığı cüzdanların kontrolü özel anahtarı elinde bulunduran işlem platformundadır. Bu durumda, müşteri varlıklarının siber saldırı neticesinde kaybolması, işlem platformunun temerrüdü kaynaklı riskler ortaya çıkmaktadır.

Saklamanın işlem platformu tarafından sağlanması durumunda aşağıdaki riskler ortaya çıkabilmektedir.

- Siber saldırı vb. durumlar neticesinde müşteri varlıklarının kaybolması veya erişilemez hale gelmesi, şifrelerin çalınması,
- İşlem platformunda teknik aksaklık yaşanması neticesinde müşteri varlıklarının karışmasından kaynaklı olarak müşteri varlıklarının korunamaması,
- İşlem platformunun müşteri varlıklarını tam ve düzenli olarak hesap bazında tutamamasından kaynaklı riskler,
- İşlem platformunun müşterilere olan yükümlülüğünü yerine getirecek düzeyde varlığının olmaması.

IOSCO'nun raporunda kripto para işlem platformlarının müşteri varlıklarının saklanmasıyla ilgili olarak aşağıdaki konuların gözetilmesi düzenleyici kuruluşlara tavsiye edilmiştir.

i. İşlem platformunun yeterliliğinin değerlendirileceği kriterler,

- Müşterilerin elinde olan varlıklarda sahipliğe ilişkin kaydı tutmak,
- Müşteri varlıklarını siber saldırılara karşı korumak amacıyla tüm tedbirleri almak,
- Müşteri varlıklarını platform varlıklarından ayrı olarak saklamak,
- Müşteri varlıklarını doğrulamak için yeterli ve güvenilir kayıtları tutmak,
- Saklamada üçüncü bir taraf kullanılıyorsa, bu tarafın gerekli önlemleri aldığını denetlemek.

ii. İşlem platformu varlıkların saklanmasında üçüncü bir taraf kullanıyorsa, bu tarafın güvenlikle ilgili olarak aldığı tedbirleri değerlendirmek,

iii. Müşteri varlıklarında kayıp yaşanması durumunda, bunu telafi edecek sigorta, tazmin fonu gibi mekanizmaların kurulması,

iv. Müşteri varlıkların düzenleyici kuruluşun yetki alanı dışında saklandığı durumda geri kazanma yöntemlerinin değerlendirilmesi,

v. İşlem platformunun müşteri varlıklarının güvenliğiyle ilgili yeterli kamuyu aydınlatma düzeyini gözetmesi,

b) Finansal Kaynaklar

Piyasada güvenin sağlanması ve yatırımcının korunması için işlem platformunun yeterli finans kaynağına sahip olması gerekmektedir. Müşteri varlıklarının saklanmasının işlem platformu tarafından yapıldığı iş modelinde düzenleyici kuruluşlar tarafından ihtiyati tedbirlerin alınması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.

IOSCO'nun raporunda kripto para işlem platformlarının sermaye yeterliliğiyle ilgili olarak aşağıdaki konuların düzenleyici kuruluşlarca dikkate alınması tavsiye edilmiştir.

- İşlem platformları için asgari sermaye koşullarının belirlenmesi,
- Platformun sermaye yeterliliğinin düzenli olarak izlenmesi,
- Bağımsız denetim kuruluşu tarafından işlem platformunun finansal yeterliliğinin ölçülmesi.

Çıkar Çatışmalarının Yönetilmesi

Piyasada şeffaflığın derinleştirilmesi, müşterinin korunması ve güveninin sağlanması için müşteri ile işlem platformu arasındaki çıkar çatışmalarının etkin bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir. IOSCO'nun 31 numaralı ilkesi olan aracılarla müşteriler arasında çıkar çatışmalarının yönetilmesiyle uyumlu olarak, piyasa aracıları müşterileri ile arasındaki çıkar çatışmalarını yönetmek üzere organizasyonla ilgili tedbirleri almak zorundadır.

IOSCO'nun raporuna göre yaşanması muhtemel çıkar çatışmaları aşağıdaki gibidir.

- İşlem platformunun piyasa yapıcısı olduğu durumunda, bilgi asimetrisi sorunu, piyasa bozucu eylem veya adil olmayan fiyatlamaya riski yaşanabilir.
- İşlem platformuna ihraç veya kotasyon yoluyla dahil olacak kripto varlıkta işlem platformunun doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili taraf olduğu durumlarda çıkar çatışması yaşanabilir.
- Emir iletim sistemi işlem platformu tarafından tasarlandığı için belirli kişilere ayrıcalık tanındığı algılanabilir.

Raporda kripto para işlem platformlarının çıkar çatışmalarıyla ilgili olarak düzenleyici kuruluşlara aşağıdaki konuları gözetmesi önerilmektedir.

i. İşlem platformları, çıkar çatışmalarını azaltmak ve yönetmek üzere çeşitli politika ve yöntemleri belirlemelidir.

Bunlar aşağıdaki gibi olabilir.

- İşlem platformunun yöneticileri, çalışanları ve ilişkili taraflarına ait bilgilerin kamuya açıklanması,
- İşlem platformunun müşterilerin kişisel bilgilerinin gizliliğini sağlamaya yönelik politika ve yöntemleri belirlemesi.

ii. İşlem platformu veya platformun yöneticisi, çalışanları ve diğer tüm ilişkili tarafların kurum portföyüne (piyasa yapıcılığı dahil) işlem yapması durumunda gözetmesi gerekenler:

- Kurum portföyüne yapılan işlemlerin kamuya açıklanması,
- Piyasa yapıcılığı kapsamında yapılan alım-satım işlemlerinin müşterilere sunulan hizmetlerden ayrı olarak kayıt tutularak izlenmesi,
- Politika ve yöntemlerin şeffaflığı, müşteri emri önceliği ve adil fiyatlamaya sağlanması,
- Platforma kote olan kripto varlığın ihraççısı platformda alım-satım yapıyorsa kamuoyunun bilgilendirilmesi.

iii. Çıkar çatışmalarını azaltmak ve yönetmek üzere atılan adımların kamuoyu ile paylaşılması.

İş Süreçlerinin Tanımlanması

Kripto işlem platformu iş modelinin gerektirdiği operasyonların tam olarak anlaşılabilmesi, açık ve şeffaf politika tasarlanmasını zorlaştırmaktadır. Özellikle, müşterilerin işlem platformunda aracı kullanmaksızın hesap açtığı durumda yatırımcıların ve düzenleyici kuruluşların eriştiği bilgiler sınırlı kalabilmektedir.

IOSCO'nun 33 numaralı ilkesi olan emir iletim kuralları ve iptal yöntemlerinin düzenleyici kuruluşlar ve piyasa katılımcılarıyla

paylaşılması kuralına göre, sistemde emir kabulü, gerçekleştirme ve iptale ilişkin kuralların düzenleyici kuruluşa bildirilmesi ve tüm müşterilere aynı şekilde uygulanması gerekmektedir.

Dağıtık defter teknolojisinin doğası gereği gerçekleştirilen işlemin cüzdan tarafından doğrulanması gerekmektedir. Bu nedenle uygulamada emir iptali, değişimi esnasında çeşitli zorluklarla karşılaşılabilir.

Düzenleyici kuruluşlara kripto para işlem platformlarından aşağıdaki bilgileri edinmeleri IOSCO tarafından tavsiye edilmiştir.

- Kullanılan emir tipleri ve emrin iletim şekli,
- İletilen emirler ve gerçekleşen işlemlere ilişkin hacim ve fiyat oluşumu bilgileri,
- İşlem platformunun uyguladığı komisyonların açıkça paylaşılması,
- Piyasa bozucu eylemleri önlemeye yönelik olarak işlem platformunun uyguladığı kurallar,
- İşlem platformunun kullandığı teknolojiler,
- Hatalı işlem, emir iptali, uyuşmazlık durumunda uygulanacak olan politikalar,
- İşlem platformuna kote olan varlıkların dağıtık defter teknolojileriyle ilgili teknik konuların çözümü,
- İhraççı tarafından mevcut kripto para sahiplerine yeni kripto para dağıtımı veya sermaye artırımı-temettü dağıtımının nasıl yapılacağı,
- Kripto varlıklarla ilgili bilgiler: kripto varlığın platforma eklenme gerekçesi, ihraççı bilgileri, dağıtık defter teknolojisinin detayları veya kullanılan protokol, varlığın siber güvenlik açısından taşıdığı riskler ve kripto varlık ağının izlenebilirliği.

Piyasa Güvenilirliği

İşlem platformları genellikle alım/satım için kendi kurallarını belirlemekte, gözetim ve yaptırımla ilgili politikalarını oluşturmaktadır.

Bu kuralların belirlenmediği durumda bilgi asimetrisi ve piyasa dolandırıcılığı meydana gelebilir piyasaya olan güven zedelenabilir.

Haftada 7 gün 24 saat işlem gören kripto varlıklarda şeffaf bilgiye erişimin kısıtlı olması ve oynaklık düzeyinin geleneksel varlıklara kıyasla çok daha yüksek olması gibi sebeplerle, düzenleyici kuruluşlar, gözetim rolünü yürütürken sahip oldukları araçları kripto varlıklara özel olarak yeniden değerlendirmeye ihtiyaç duyabilir.

Düzenleyici kuruluşlara piyasa güvenilirliğini sağlamak üzere aşağıdaki konuları değerlendirmeleri IOSCO tarafından tavsiye edilmiştir.

- Piyasa güvenilirliğini sağlamaya yönelik mevcut kuralların kripto varlık alım satımında da uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi,
- İşlemlerle ilgili kural, politika ve yöntemlerin belirlenmesi ve uygulama denetimi,
- Platformun açık olduğu zaman aralığı (24 saat) ve bunun platform üzerinde gerçekleşen işlemlerin gözetimini nasıl etkileyeceği,
- Bilgi asimetrisinin yönetilmesi,
- Varlık fiyatını etkileyecek gelişmelere erişim.

Adil Fiyatlama

IOSCO'nun 35 numaralı ilkesi olan alım-satım esnasında şeffaflığın teşvik edilmesiyle uyumlu olarak, düzenlemelerin fiyata erişim açısından şeffaflığı destekleyecek şekilde tasarlanması gerekmektedir. Düzenleyici kuruluşların işlem platformlarını adil fiyatlama ve şeffaflık açısından değerlendirmelerine ihtiyaç olabilmektedir.

Düzenleyici kuruluşlarının adil fiyatlamayı sağlamak üzere aşağıdaki konuları değerlendirmeleri IOSCO tarafından tavsiye edilmiştir.

- İşlem öncesi ve sonrası bilgilerinin kamuoyu ile paylaşılması,

- Fiyatlarla ilgili şeffaflığın emir iletimine ve piyasaya olan etkisinin ölçülmesi,
- İşlem yöntemlerinin değerlendirilmesi, (sürekli müzayede, sabit fiyat vb.)
- İşlem gören kripto varlıkların kendine has özelliklerinin gözetilmesi.

Teknoloji

Kripto işlem platformunun doğası gereği, müşteri varlıklarının saklanması, işlemin gerçekleştirildiği platformun sağlıklı işlemesi ve siber risklere karşı sistemin güvenliği önem taşımaktadır. Sistemde teknik bir sorun yaşanması, müşteri varlıklarına erişilememesine veya bunların tamamen kaybolmasına neden olabilir.

a) Sistem sağlamlığı, güvenilirlik ve bütünlük

Yatırımcının korunması, piyasanın etkin olarak işlemesi ve finansal istikrarın sağlanmasıyla ilgili olarak sistem sağlamlığı, güvenilirlik ve bütünlük önem taşımaktadır.

Platformun taşıdığı riskleri bertaraf etmek ve sistemin sağlıklı işlemesini sağlamak için düzenleyici kuruluşlar işlem platformlarına iş sürekliliği planı hazırlama yükümlülüğü getirebilir.

Düzenleyici kuruluşlara sistem esnekliği, güvenilirlik ve bütünlüğü sağlamak üzere aşağıdaki konuları değerlendirebilecekleri IOSCO tarafından tavsiye edilmiştir.

- İşlem platformlarının sağlıklı çalışması için iş sürekliliği ve çöküşten kurtarma planlarının hazırlanması,
- Gerektiği durumda, stres testi, kapasite planlama süreçleri ve sonuçlarının değerlendirilmesi,
- Kritik sistemler için kalite güvence prosedürlerinin belirlenmesi ve performans değerlendirmesinin yapılması,
- Yönetişim ve yönetim prosedürlerinin kripto varlıklarla uyumlu olarak gözden geçirilmesi,

- Teknolojiye ilişkin standartların sağlanması için bağımsız sistemlerin tasarlanması.

b) Siber güvenlik ve sistemin dayanıklılığı

Sektörün tüm paydaşları için siber güvenlik ve sistemin dayanıklılığı önem taşımaktadır. Siber güvenlik, müşteri varlıklarının güvenliğinin yanında, kişisel verilerin korunmasını da kapsamaktadır. Siber güvenlikle ilgili riskleri yönetmek için, işlem platformlarının çeşitli yöntemleri uygulaması tavsiye edilmektedir.

Düzenleyici kuruluşlara siber güvenlik ve dayanıklılıkla ilgili olarak aşağıdaki konuları değerlendirebilecekleri IOSCO tarafından tavsiye edilmiştir.

- Risk altındaki sistemleri tespit etmek üzere uygun politika ve prosedürlerin belirlenmesi,
- Siber risklerle mücadele için fiziksel ve organizasyonla ilgili politikaların belirlenmesi,
- Siber anomalilerin tespit edilmesi,
- Olağanüstü durumdan sistemi kurtarmak üzere uygulanacak politikaların tespit edilmesi.

Takas ve Mutabakat

Yatırımcının korunması, adil, etkin ve finansal istikrarın sağlandığı bir piyasanın işlemesi için takas ve mutabakat sistemlerinin güvenilir olması gerekmektedir. Belirli dağıtık defter teknolojisi sistemlerinin, mevcut mutabakat sistemlerinin etkinliğini artırabileceği değerlendirilmektedir.

İşlem platformu aynı zamanda müşteri varlığını saklayan taraf olduğunda, mutabakatın sağlanması sürecini de yürütmek durumunda kalmaktadır. Ancak, kripto varlıkların hukuki statüsüne ilişkin belirsizlik, sahiplik hakkının tespitini güç kılmaktadır.

Kripto varlık işlem platformlarının takas ve mutabakat süreciyle ilgili olarak düzenleyici

kuruluşlara geleneksel menkul kıymetlerde uygulanan ilkelerden farklı bir tavsiyede bulunulmamıştır.

Sınır Ötesi Bilgi Paylaşımı

Geleneksel finansal ürünlerde olduğu gibi 7 gün 24 saat yapılabilen kripto varlık ticareti de sınırları aşmaktadır. IOSCO üyesi düzenleyici kuruluşlar, kripto varlıkları düzenlemek için düzenleme, gözetim ve yaptırımla ilgili olarak uluslararası düzeyde kabul görmüş ve tutarlı standartlar belirlemek üzere işbirliğine karar vermiştir. Küresel ve bölgesel düzeyde

bilgi paylaşımını artırarak, piyasa altyapısının iyileştirilmesi ve en uygun düzenleme ortamının sağlanması amaçlanmıştır.

Ülkelerin kripto varlık işlem platformu düzenlemeleri arasındaki farklılık olması veya bu iş alanının hiç düzenlenmiyor olması, yatırımcıların korunması için işbirliğine gidilmesini gerektirmektedir. IOSCO raporunda düzenleyici kuruluşların geleneksel menkul kıymetlerde bilgi paylaşımıyla ilgili tarafı olduğu ikili işbirliği mutabakatları kripto varlıklarıyla ilgili bilgi paylaşımında da kullanılabileceği değerlendirilmiştir.

DÜNYADA KRİPTO VARLIK İŞLEM PLATFORMU DÜZENLEME ÖRNEKLERİ

Kripto varlık işlem platformlarıyla ilgili olarak küresel girişimler incelendikten sonra, dünyada önde gelen ülkelerdeki düzenlemeler mercek altına alınmıştır. Bu bölümde dünyada kripto varlık işlem platformlarını ilk

düzenleyen ülkeler olan Japonya ve Tayland'da mevcut düzenleme ortamı ve devam eden çalışmalar IOSCO'nun önerileri doğrultusunda irdelenmiştir.

JAPONYA KRİPTO VARLIK İŞLEM PLATFORMU DÜZENLEMELERİ

Japonya'nın işlem platformlarını düzenlemesinde, platformlarda yaşanan ve çok sayıda kişiyi etkileyen siber saldırılar ve kara para aklama ve terörün finansmanı ile ilgili önlem alma isteği etkili olmuştur.

Kripto işlem platformlarında yaşanan en önemli siber saldırı, 2014 yılında Mt. Gox işlem platformundan toplam bitcoin arzının %6'sına karşılık gelecek tutarda 460 milyon dolar büyüklüğünde bitcoin çalınması olmuştur. Bu olay neticesinde Mt. Gox müşterilerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmemiş, çok sayıda müşteri varlıklarına erişememiştir.

Japonya Nisan 2017'de çıkardığı Ödeme Hizmetleri Kanunu ile kripto varlıkları "sanal para" (virtual currency) ismiyle yasal ödeme aracı olarak tanımlayan ilk ülkedir. Kanun, hem kripto varlığı hem de kripto varlığın

itibari parayla değişimini kimin gerçekleştirebileceğini belirlemektedir. Kanunun yürürlüğe girmesi ile, sadece Finansal Hizmetler Kurumu (Financial Services Agency-FSA) tarafından yetkilendirilen kuruluşların işlem yapmasına izin verilmektedir.

Japonya'nın Ulusal Vergi Kurumu Aralık 2017'de kripto varlıklardan edinilen değer artış gelirini "çeşitli gelirler" arasında saymakta, beyan usulüyle %15-55 arasında değişecek şekilde vergilendirmektedir.

Özdüzenleyici Kuruluş

Ödeme hizmeti sağlayıcıları tarafından Mart 2018'de kurulan Japonya Dijital Para Borsaları Birliği (Japan Virtual Currency Exchange Association - JVCEA) isimli kuruluş, FSA tarafından Ekim 2018'de özdüzenleyici kuruluş

olarak yetkilendirilmiştir. Bu özdüzenleyici kuruluş, düzenleyici kuruluşlarla işbirliği içinde hareket ederek, müşteri varlıklarının güvenliği, kara para aklamayla mücadele ve işlem platformlarının işleyiş kurallarına ilişkin rehberleri hazırlanması gibi konularla ilgilenmekte, sektöre faydası olacak istatistikleri toplamak amacıyla çalışmaktadır. Ayrıca, Birliğin kripto varlık iş alanıyla ilgili ihlallerde yaptırım uygulama ve suç duyurusunda bulunma yetkisi bulunmaktadır.

Eylül 2019 itibarıyla 18 kripto varlık işlem platformu JVCEA üyesidir. Kripto varlık işlem platformlarına yönelik kurallardan kanun kapsamında düzenlenmeyen işleyle ilgili detaylı kısımlarının özdüzenleyici kuruluş tarafından belirlenmesi uygun görülmüştür. FSA'nın 2018'de yayınladığı çalışma raporunda özdüzenleyici kuruluşa üye olmayı teşvik etmek üzere, üye olmayan kuruluşlara da özdüzenleyici kuruluş standartlarının zorunlu tutulması önerilmiştir.

Kaldıraçlı İşlemler

2017 yılında FSA tarafından edinilen bilgilere göre, ülkede kripto varlık işlem hacminin %80'ini türev ürünler oluşturmaktadır. Japonya'da yetkilendirilmiş olan bazı işlem platformları müşterilerine kaldıraçlı işlem olan kripto varlığa dayalı fark kontratı sunmaktadır.

Japonya'da geleneksel ürünlere dayalı kaldıraçlı işlemler FSA tarafından yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları tarafından yapılmaktayken, kripto varlığa dayalı kaldıraçlı işlemler yatırım kuruluşu olmayan Ödeme Hizmetleri Kanunu kapsamında kurulan kripto varlık işlem platformları tarafından yapılmaktadır.

FSA'nın kaldıraçlı işlem düzenlemesinin kapsamı dışında kalan kripto varlığa dayalı fark kontratlarında kaldıraç oranı işlem platformları tarafından genellikle geleneksel ürünlerde olduğu gibi 25:1 olarak uygulanmaktaydı. Bu varlıkların itibari para birimlerine göre daha

yüksek risk barındırması dolayısıyla, Ekim 2018'de özdüzenleyici kuruluş Japan Virtual Currency Exchange Association (JVCEA) tarafından kaldıraç oranı 4:1 olarak belirlenmiştir. Bu kuralın yürürlüğe girmesinden itibaren gelecek bir yıllık dönem geçiş süreci olarak tanımlanmıştır.

Japonya'da Kripto Varlık İşlem Platformu Düzenlemeleri

Japonya'da düzenleyici kuruluşun yapmış olduğu düzenlemenin detayları bu bölümde aktarılacaktır.

Japonya konu hakkında ilk düzenleme yapan ülkelerden biri olsa da bu durum, Ocak 2018'de Coincheck isimli işlem platformunda meydana gelen ve 260.000 kullanıcının 400 milyon dolar büyüklüğündeki varlığının çalınmasına neden olan siber saldırıyı engelleyememiştir.

Bu olay neticesinde düzenleyici kuruluş kripto varlık işlem platformlarında denetimler gerçekleştirmiş ve çeşitli bulgular edinmiştir. Bu çerçevede FSA, Mart 2018'de hem kripto varlık işlem platformları düzenlemesinin kapsamını genişletmek, hem de daha önce düzenlenmeyen kripto varlık arzlarını düzenlemek üzere çalışma grubu oluşturmuştur. Bu çalışma grubu, hem FSA'nın denetimler neticesinde elde ettiği bulguları değerlendirmiş, hem de sektördeki paydaşların görüşlerinden yararlanmıştır.

Akademisyenler, düzenleyici kuruluşların temsilcileri, yatırım kuruluşları ve teknoloji şirketlerinin görüşlerini yansıtan çalışma raporu, Aralık 2018'de yayınlanmıştır. Aşağıda Japonya'daki mevcut düzenlemeler ve söz konusu çalışma raporunda ele alınan konular IOSCO'nun işlem platformuna erişim, müşteri varlıklarının güvenliği, çıkar çatışmalarının yönetilmesi ve piyasa güvenilirliği gibi çeşitli başlıklardaki önerileri doğrultusunda özetlenmektedir.

İşlem Platformuna Müşteri Erişimi

Kripto varlık işlem platformları, ilgili düzenlemeler uyarınca kara paranın aklanması ve terörün finansmanının önlenmesi hakkında kurallara tabi kuruluşlar arasında sayılmaktadır. İşlem platformlarının hesap açılışı esnasında müşteri kimliğini tespit etmesi, işlem kayıtlarını tutması ve şüpheli işlem bildiriminde bulunması zorunludur.

Müşteri Varlıklarının Güvenliği

Varlıkların Saklanması ve Korunması

Kripto varlık işlem platformları, Ödeme Hizmetleri Kanunu uyarınca sahip olduğu bilgileri koruma amacıyla gerekli güvenlik tedbirlerini almak zorundadır. Ayrıca, işin belli bir parçasının farklı bir tarafa devredildiği durumda da işin devredildiği tarafın gerekli tedbirleri alması gerekmektedir.

İşlem platformlarının müşteri varlıklarını şirket varlıklarından ayrı olarak izlemesi ve bağımsız denetimle bu durumu belgelendirmesi zorunlu tutulmaktadır.

Finansal Koşullar

Kripto varlık işlem platformu kurucuları için 10 milyon JPY (90.000 \$) tutarında asgari sermaye yükümlülüğü bulunmaktadır. Kuruluş için gerekli kayıt ve lisans ücreti ise 150.000 JPY (1.350 \$) olarak belirlenmiştir.

Çıkar Çatışmalarının Yönetilmesi

Kripto varlıkların doğası gereği fiyatı arz ve talebe göre sürekli değişmekte adil fiyatı belirlemek güç olmakta, müşteri ile işlem platformları arasında çıkar çatışmaları doğabilmektedir.

Kripto varlık işlem platformları Ödeme Hizmetleri Kanunu uyarınca, uygulamakta olduğu işlem ücretleri ve komisyonları açık bir şekilde müşteriyle paylaşmak zorundadır.

Ayrıca, işlem platformunun müşteri uyumsuzluklarını yönetmek amacıyla, varsa kripto varlıklarda yaşanacak durumlarda uzmanlaşmış uyuşmazlık makamlarına başvurusu veya şirket bünyesinde uyuşmazlığı giderecek yapıları kurması gerekmektedir.

FSA çalışma raporunda işlem platformlarının müşterilerine işlem fiyatını şeffaf olarak sunması ve müşteri ile platform arasındaki çıkar çatışmalarını en aza indirmek üzere daha fazla tedbir alınması önerilmektedir. Bu tedbirler arasında, işlem platformunda gerçekleşen işlem fiyatlarının, alım-satım farklarının ve şeffaflığı sağlamak amacıyla gerekli görülen durumda özdüzenleyici tarafından hesaplanan referans fiyatların müşterilerle paylaşılması ifade edilebilir. Bunun yanında, işlem platformu müşteri işlemlerinin en iyi gayret esasına göre gerçekleştirildiğini denetleyecek sistemleri kurabilir.

Çalışma raporunda bireysel müşterilerin korunmasına yönelik olarak ise, asgari teminat kuralı, işlem platformunun müşteriye risk bildiriminde bulunması, özdüzenleyici kuruluşun belirleyeceği gelir düzeyinin altında kalan veya herhangi bir geliri olmayan bireylerin işlem yapmasının yasaklanması sayılmıştır.

Piyasa Güvenilirliği

Piyasa Bozucu Eylemler

Menkul kıymetlerle ilgili kanunla tanımlanan piyasa bozucu eylemler, kripto varlıkları kapsamamaktadır. Piyasa bozucu eylemlere karşı yaptırımlar özdüzenleyici kuruluş JVCEA tarafından uygulanmaktadır. Ayrıca, işlem platformlarının müşteri işlemlerini izlemesi piyasa bozucu eylemde bulunması durumunda uygulayacağı yaptırımları belirlemesi ve tedbir alması zorunludur.

FSA'nın çalışma raporunda ise bazı işlem platformlarının müşterilerini spekülasyon işlem yapmaya yönlendirmek üzere istismar ettiğine dikkat çekilmiştir. Bu kapsamda yeni düzenleme getirilerek işlem platformlarının yanıltıcı

reklam faaliyetinde bulunması, müşteri talebi olmaksızın kripto varlık satın almaya yönelmesi ve spekülasyon alım-satımı teşvik etmesinin önlenmesi önerilmiştir.

Kamuyu Aydınlatma

Kripto varlık işlem platformları şirketin mali yapısında meydana gelen önemli değişiklikleri ve yıllık finansal raporlarını bağımsız denetimden geçirerek Ödeme Hizmetleri Kanunu uyarınca FSA'ya sunmak zorundadır.

FSA'nın kripto varlık işlem platformunda gözetim faaliyeti esnasında tespit ettiği bulgular

doğrultusunda, Ödeme Hizmetleri Kanunu'na aykırılık nedeniyle işlem platformunun faaliyetini 6 aya kadar durdurma yetkisi bulunmaktadır.

Risk Bildirimi

Ödeme Hizmetleri Kanunu uyarınca, kripto varlık işlem platformları, kripto varlık alım satım işlemlerinin yüksek düzeyde risk içerdiğini açık şekilde müşterileriyle paylaşmak zorundadır. Bu varlıkların itibari paraya değerimi açısından garantinin olmadığı vurgulanmalıdır.

TAYLAND KRİPTO VARLIK İŞLEM PLATFORMU DÜZENLEMELERİ

Japonya'nın ardından kripto varlık işlem platformlarını düzenleyen ikinci ülke olan Tayland'da 14 Mayıs 2018'de yürürlüğe giren yasal düzenleme ile kripto varlık ihracı ve alım-satımı Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission - SEC) yetki alanına girmiştir. Ülke kripto varlıkları yasal ödeme aracı olarak kabul etmemektedir. Düzenleme kripto varlıkları "dijital varlık" olarak tanımlamaktadır. Kripto varlık alım satımının vergilendirilmesi de eş zamanlı olarak yapılmıştır. Bu alım-satım işlemleri neticesinde elde edilen sermaye kazancı %15 oranında stopaja tabi tutulmaktadır.

Kripto Varlık İhracı

Kripto varlık ihracı düzenlemesinin yürürlüğe girmesiyle birlikte, ihrac kuralları da belirlenmiştir. Tayland'da kaynak toplamak üzere kripto varlık ihracı Şubat 2019'da yayınlanan en güncel liste uyarınca sadece Bitcoin (BTC), Ethereum (ETH), Ripple (XRP) ve Stellar (XLM) isimli kripto varlık ağları üzerinden yapılabilir. Düzenleyici kuruluş ilgili listeyi dönemsel olarak gözden geçirmektedir.

Ülke düzenlemesi uyarınca kripto varlık ihracı yoluyla kaynak toplanması için oluşturulan kripto varlık ihrac platformları aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve sigorta şirketleri tarafından kurulabilir.

Kripto para ihracı yapmak isteyen tüzel kişilik SEC'e başvuruda bulunarak, yetkili kuruluşlardan biri tarafından kurulmuş ICO platformu aracılığıyla kripto para arzı gerçekleştirebilmektedir. İhraççı şirketin Tayland'da en 5 milyon THB (170.000 \$) tutarında ödenmiş sermaye ile kurulmuş olması ve yeterli finansal güce sahip olması gerekmektedir. Ekim 2019 itibarıyla düzenleyici kuruluşun onayıyla 21 ihraççı tarafından kripto varlık ihracı gerçekleştirilmiştir.

Kripto para ihracına katılmak için de belirli kriterler bulunmaktadır. Düzenleyici kuruluş bireysel müşterilerin 300.000 THB'den (10.000 \$) fazla tutarla ilk ihraca katılmasını yasaklamıştır. Kurumsal yatırımcılar ve 1 milyon dolardan fazla finansal varlığa sahip olan yatırımcılar bu sınırlamaya tabi değildir.

Tayland'da Kripto Varlık İşlem Platformu Düzenlemeleri

Tayland'da düzenleyici kuruluşun yapmış olduğu düzenlemenin detayları bu bölümde aktarılacaktır.

İşlem Platformuna Müşteri Erişimi

Kripto varlık iş alanında faaliyet gösteren tüm kuruluşlar, finansal kuruluşların kara para aklamayla mücadele ve terörün finansmanının önlenmesi hakkında tabi olduğu kuralları uygulamakla mükelleftir.

Müşteri Varlıklarının Güvenliği

Varlıkların Saklanması ve Korunması

Dijital varlık kuruluşlarının yasal düzenleme uyarınca müşteri varlıklarını şirket varlıklarından ayrı olarak izlemesi zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, kuruluşların uygun muhasebe sistemlerini kurarak, ilgili kayıtları düzenleyici otorite tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim şirketleri tarafından denetlemesi kuralı getirilmiştir.

Finansal Koşullar

Tayland'da kripto varlık ticaretinin gerçekleştirildiği dijital varlık borsaları ile bu konuda uzmanlaşan aracı kurumlar "dijital varlık kuruluşu" olarak adlandırılmaktadır.

Geleneksel yatırım araçlarında işlem yapmak üzere yetkilendirilen menkul kıymet araçları, portföy yönetim şirketleri ve sigorta şirketleri

de ikincil piyasada düzenleyici kuruluşun onayıyla kripto varlık alım satımı yapabilmektedir.

Kripto varlık araçları düzenlemede kısmi yetkili ve geniş yetkili olarak ikiye ayrılmaktadır. Kısmi yetkili sadece müşteri işlemini gerçekleştirirken, geniş yetkili hem müşteri işlemini hem de kendi portföyünden işlemlerini gerçekleştirir.

Dijital varlık kuruluşları için asgari sermaye koşulları ilgili mevzuatla özel olarak tanımlanmıştır. Kripto para birimlerinin el değiştirdiği platform kurucuları müşteri varlığı saklaması durumunda 50 milyon THB (1.7 milyon \$), sadece müşteri işlemine aracılık etmesi durumunda 10 milyon THB (340.000 \$) tutarında sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Aynı şekilde araçların da sermaye yükümlülükleri müşteri varlığını tutmaya bağlı olarak değişmektedir.

Ekim 2019 itibarıyla 5 dijital varlık işlem platformu, 1 dijital varlık aracı, 3 dijital varlık ihraç platformu (ICO) düzenleyici kuruluş tarafından yetkilendirilmiştir.

Tayland düzenlemesinde dijital varlık kuruluşlarının lisans ücretleri de belirlenmiştir. Dijital varlık borsası kuruluşu için 2.5 milyon THB (84.000 \$), broker için 1.25 milyon THB (42.000 \$) ve dealer için 1 milyon THB (34.000 \$) olmak üzeredir. Bunun yanında işlem hacmine göre yüz binde 1 ile 2 arasında değişen işlem payı da yıllık olarak alınmaktadır.

Tablo 3: Tayland Dijital Varlık Kuruluşları Sermaye Yükümlülüğü				
		Dijital Varlık Borsası	Geniş Yetkili Aracı	Kısmi Yetkili Aracı
Ödenmiş Sermaye	Müşteri Varlığı	10 mn. THB (340.000 \$)	5 mn. THB (170.000 \$)	1 mn. THB (34.000 \$)
	Müşteri Varlığı Saklayan	50 mn. THB (1.7 mn. \$)	25 mn. THB (830.000 \$)	5 mn. THB (166.000 \$)
Özsermaye Kuralı		Özsermaye $\geq$ (Ödenmiş Sermaye/2)		

Kaynak: SEC, Baker McKenzie

Piyasa Güvenilirliği

Kripto varlık iş alanında piyasa güvenilirliğini sağlamak adına piyasa bozucu eylemlerin önlenmesi için düzenleyici kuruluş çeşitli yaptırım yetkileriyle donatılmıştır. Ayrıca, piyasa güvenilirliğini geliştirmek amacıyla düzenleyici kuruluşa yapılacak bildirimleri de içeren çeşitli çalışmalar devam etmektedir.

Piyasa Bozucu Eylemler

Tayland'da yetkisi olmaksızın kripto varlık ticareti öneren kişilere 500.000 THB (17.000 \$) tutarında para cezası uygulamakta ve bu kişiler iki yıldan fazla hapis cezası istemiyle yargılanmaktadır. Tayland'da düzenleyici kuruluş yetkisiz olarak faaliyet gösteren işlem platformlarına internet sitesinde yer vermektedir.

Devam Eden Çalışmalar

Düzenleyici kuruluş Mart 2019'da kripto varlık alım satım platformlarının yapacağı bildirimlere ilişkin olarak taslak çalışma raporu hazırlamıştır. Bu verilerin iki alt başlıkta toplanması düşünülmektedir.

- İşlem verisi: platformda gerçekleşen işlem miktarı, gerçekleşen emirler, işlem fiyatı, kripto varlık ve itibari para hareketleri
- Profil verisi: Müşteri elektronik cüzdan adresleri, müşteri hesap numaraları

Kripto varlık iş alanına yönelik olarak standart bir veri tabanının hazırlanması, düzenleyici kuruluşun denetimini güçlendirmenin yanında sektörün görünümünü de daha şeffaf bir şekilde ortaya koyabilecektir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Tablo 4: Ülkelerde Kripto Varlık İşlem Platformu Düzenlemeleri		
	Japonya	Tayland
Yasal Ödeme Aracı	Evet	Hayır
Tanım	Dijital Para	Dijital Varlık
Vergilendirme	Gelir vergisine tabi	%15 stopaj
Müşterinin Korunması		
Kaldıraçlı Kripto İşlemi	Var (4:1)	Var
Risk Bildirimi	Var	Var
Yatırım Kuruluşları		
İşlem Yapmaya Yetkili Kuruluş	Kripto Varlık İşlem Platformu	Dijital Varlık Kuruluşu
Özdüzenleyici Kuruluş	Japan Virtual Currency Exchange Association (JVCEA)	-
Asgari Sermaye Yükümlülüğü		
Düzenleyici Kuruluş	Sermaye Piyasası (FSA)	Sermaye Piyasası (SEC)
Tabi Olunan Düzenleme	Ödeme Hizmetleri Kanunu	Dijital Varlık İş Alanı Düzenlemesi
Geniş Yetkili	10 mn. JPY (90.000 \$)	50 mn. THB (1.7 mn. \$)
Kısmi Yetkili	-	10 mn. THB (340.000 \$)
Lisans Ücreti	150.000 JPY (1.350 \$)	2.5 mn. THB (84.000 \$)

Kaynak: FSA, SEC, SFC.

Son yıllarda yaşanan küresel finansal kriz finansal piyasalara olan güveni sarsarken, yeni teknolojilerin gelişmesiyle birlikte herhangi bir otoriteye bağlı olmaksızın ihraç edilen kripto varlıklara olan talep artış göstermiştir.

Bireysel müşteriler, küresel piyasalarda getirilerin düşmesi ve yeni teknolojinin cazibe uyandırmasıyla hayli riskli bir işlem olan kripto varlık alım satımına yönelmiştir. Hesap açılış sürecinin geleneksel ürünlere kıyasla daha kolay olduğu platformlar, kısa sürede geniş müşteri tabanına ulaşmıştır. Geleneksel platformlarda hesap açılışı için düzenlemeler çok sayıda kısıt getirebilmekteyken, kripto varlık işlem platformlarında geleneksel platformlara kıyasla çok daha kolay şekilde hesap açılabilir.

Hem kripto varlık işlem platformlarına ilişkin standart olmamakta, hem de internet üzerinden çok sayıda müşteriye kolaylıkla hızlı bir şekilde ulaşılabilir. Bu nedenle müşterinin korunması amacıyla tedbirlerin hızlı bir şekilde alınması gerekmektedir.

Mart 2018'de Buenos Aires'te bir araya gelen G-20 ülkelerinin maliye bakanlarının görevlendirmesiyle Finansal İstikrar Kurulu, kripto varlık piyasalarının mevcut durumda küresel finansal istikrar üzerindeki etkilerini gözlemlemektedir. Basel Komitesi ise kripto varlıklardan kaynaklı olarak bankaların doğrudan ve dolaylı yoldan maruz kaldığı riskleri değerlendirmektedir. Mali Eylem Görev Gücü ise kara para aklamanın önlenmesiyle ilgili kuralları kripto varlık işlem platformlarına da uygulamaktadır.

Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO) ise yatırımcının korunması, piyasa mekanizmasının açık, şeffaf ve etkin olarak işlemesini sağlamak, sistemik riski azaltmak amacıyla çeşitli öneriler geliştirmiştir.

Raporumuz kapsamında Japonya, Tayland'da kripto varlık işlem platformu düzenlemeleri

incelenmiş, müşterilerin korunması, varlıkların saklanması ve işlem kuralları değerlendirilmiştir. Japonya ve Tayland'ın seçilmesinde kripto varlık alanını ilk düzenleyen ülkeler olması etkili olmuştur.

Kripto varlık işlem platformları Nisan 2017'de Japonya'da, Mayıs 2018'de Tayland'da düzenleyici kuruluşun yetki alanına alınmıştır.

Kripto varlıklar hem Japonya, hem de Tayland'da dijital para olarak adlandırılmakta, Japonya'da aynı zamanda yasal ödeme aracı olarak da kabul edilmektedir.

Tayland'da işlem platformlarının uyacağı işleyiş kuralları düzenleyici kuruluş tarafından belirlenirken, Japonya'da özdüzenleyici kuruluşun işleyiş kurallarını belirlemesi uygun görülmüştür.

İncelenen ülkelerde işlem platformlarının kripto varlıkların itibari para birimi olmadığı dolayısıyla değerinin arz ve talebe bağlı olarak şiddetle dalgalanabileceği yönünde risk bildiriminde bulunulması düşünülmüştür. Bu ülkelerde kripto varlıkların kaldıraçlı işleme konu olduğu da görülmüştür.

Geleneksel yatırım ürünlerinde kaldıraçlı işlemlerin yoğun olarak yapıldığı Japonya'da kripto varlıkların da alım satımında kaldıraçlı işlemin ağırlığı hayli yüksektir. Avrupa Birliği ve ABD'de kripto varlıklara ilişkin kaldıraç oranı 2:1 oranındayken, Japonya'da kaldıraç oranı özdüzenleyici kuruluş tarafından 4:1 oranında belirlenmiştir.

İncelenen ülkelerde müşteri varlıklarının çevrimdışı cüzdanlarda saklanması, itibari para varlıklarının da şirket varlıklarından ayrı olarak saklanması yaklaşımının benimsendiği görülmüştür.

Dünyada olduğu gibi Türkiye'de de kripto varlık alım satımının bireysel müşteriler tarafından tercih edildiği bilinmektedir. Uluslararası uygulamalarla uyumlu olarak Türkiye'de de

kara para aklamayla mücadele etmek üzere çeşitli tedbirler alınmıştır.

Kasım 2013'te Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yapılan açıklamada kripto paraların, resmi ve özel bir kuruluş tarafından ihraç edilmemesi nedeniyle 6493 sayılı Kanun kapsamındaki elektronik para tanımı içinde yer almadığı, Kurumun gözetim ve denetimine tabi olmadığı ifade etmiştir.

Haziran 2016'da MASAK tarafından yayımlanan rehberde bankacılık işlemlerine ilişkin şüpheli işlem tipleri arasında müşteri hesaplarından kripto para satan aracı kuruluşlara kripto para alımına yönelik para transferi yapılmasına yer verilmiştir.

Aralık 2017'de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, yatırım kuruluşlarının müşterileriyle sanal para birimlerine dayalı spot veya türev işlemler yapmaması gerektiği bildirilmiş olsa da bu alan henüz düzenlenmemiştir.

Ocak 2018'de ise Finansal İstikrar Komitesi'nin toplantısı sonrasında yayınlanan basın açıklamasında, düzenlenmeyen bir alan olan kripto paralara yönelik olarak risklere dikkat çekilmiştir. Kripto para işlemi yapan kişileri herhangi bir zarara uğramamaları için dikkatli olmaları ve bilgi suistimali, dolandırıcılık gibi olumsuzluklarla karşılaşabileceklerinin farkında olmaları uyarısında bulunulmuştur.

KAYNAKÇA

Financial Services Agency (2018). Report from Study Group on Virtual Currency Exchange Services.

Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC), (2018). Conceptual framework for the potential regulation of virtual asset trading platform operators.

Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO (2017).

Tayland Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), Dijital Varlık İş Alanı Düzenlemeleri, İnternet Sitesi: <https://www.sec.or.th>

Muehleemann, A (2019). The Evolution of Digital Assets Market in 2018.

<https://medium.com/blockchain-at-berkeley/the-evolution-of-the-digital-asset-market-in-2018-9af4c5de176c>

Norton Rose Fulbright (2018). Regulation of digital assets takes effect in Thailand.

Özer, M. (2016). Elektronik Para ve Blok Zinciri Teknolojisi. TSPB. Gösterge Dergisi Sayı: 8.

Regulation of Cryptocurrency: Japan, İnternet Sitesi:

<https://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/japan.php>

Regulatory Approaches to Cryptoassets: Hong Kong, İnternet Sitesi:

<https://www.loc.gov/law/help/cryptoassets/hongkong.php>

SANAT VE FİNANS

Onur Saltürk

Sanat eserleri, kültürel ve toplumsal önemlerine rağmen aslında genel ekonomik koşullardan etkilenen bir piyasada iş gören birey ve kurumlar tarafından üretilmekte, alınmakta ve satılmaktadır.

Sanat eserinin fiyatı, diğer piyasalarda olduğu gibi arz ve talep arasındaki etkileşim neticesinde belirlenmektedir. Ancak sanat piyasası finansal piyasalarda bulunmayan bir takım kendine has özelliklere sahiptir. 1980'li yıllardan itibaren önemli ölçüde ivmelenmesine rağmen diğer gelişmiş piyasalarda bulunan kurumsal altyapısının bulunmadığı, parçalanmış piyasa yapısına neden olan pek çok irili ufaklı alıcı ve satıcı arasındaki etkileşimin genellikle kişisel ilişkilere ve ortak güvene dayanarak gerçekleştirildiği görülmektedir. Piyasanın parçalı ve opak olmasıyla değerlemelerdeki öznel unsurlar bilgi asimetrisine neden olurken yüksek işlem maliyetlerini de beraberinde getirmektedir.

Piyasanın en önemli özelliklerinden biri esas olarak arz odaklı olmasıdır. Zira sanatçılar, özellikle vefat etmiş ünlü isimler de göz önünde bulundurulduğunda, yalnızca sınırlı miktarda arz sağlamaktadır. Bu durum hayli sınırlı bir ürün yelpazesi için de eser fiyatlarının belirli dönem, sanatçı,

coğrafya ve akımlarda önemli ölçüde yükselmesine neden olmaktadır. Sanat piyasasında dolaşımdaki yüksek kaliteli işlerin azlığı fiyatlar üzerinde kuvvetli bir etkiye sahip olmaktadır.

Sanat piyasasının talep tarafı yatırımcı, koleksiyoner, müze, galeri, müzayede evi, gibi alıcıların nitelik ve tercihleri tarafından belirlenmektedir. Alıcının büyüklüğü ve satın alma gücü, esere hakimiyeti, tercihleri ve bir dizi başka özellik sanat eserlerine olan talebini farklı şekil ve şiddette etkilemektedir.

Tüketicilerin kullandığı çoğu mallar da gelir artarken talep de artmaktayken sanat eseri gibi lüks mallar için bu etki daha da yüksektir: talebin yüksek gelir esnekliği nedeniyle talep gelir arttıkça daha da yüksek oranda artma eğilimindedir. Bu durum tersi hallerde, yani gelirden önemli bir düşüş olması durumunda, lüks ürünlere olan talebin de hayli hızlı ve sert düşeceği anlamına gelmektedir.

Bu rapor sanatın finansal tarihini, sanat piyasasının güncel durumunu, sanat piyasası oyuncularını ve sanatın yatırım aracı olarak kullanımına ilişkin hususları incelemektedir.

SANATIN FİNANSAL TARİHİ

Sanatın finansal tarihi incelenirken ulusların ekonomik yükselişi ile servetin ortaya çıkışından bağımsız bir değerlendirme yapmak mümkün değildir. Sanayi devrimiyle ilk kez ortaya çıkan orta sınıf sanat eseri edinmek için ilk kez zaman ve parası olan bir kitlenin doğmasına neden olmuştur.

Sanayi devrimine kadar sanat eserleri tarihsel olarak varlık kişi ve kurumların siparişi üzerine sanatçılar tarafından üretilmekteydi. Sanayi devrimi, sanat ticaretinin artmaya başladığı ve eser üretiminin varlıklı kimselerin siparişlerinden bağımsızlaştığı dönem olarak sivriliştir.

Bundan önce özellikle Rönesans döneminde asiller, ruhban sınıfı ve varlıklı toprak sahipleri tarafından sipariş edilen eserler koleksiyonerlerin kişisel zevk ve tatmini için üretilmekteyken 19. yüzyıl sonu itibariyle galerilerin sanatçılara finansman sağlamaya başladığı ancak bunun karşılığında getiri elde etmeyi önceliklendirildiği anlaşılmaktadır.

Her ne kadar uluslararası sanat ticaretinin coğrafi merkezleri tarih boyunca değişmiş olsa da Londra, New York gibi geleneksel merkezlerin birçoğu günümüz sanat piyasasındaki etkinliğini, işlem hacmi payını ve altyapı üstünlüğünü sürdürmektedir.

18. yüzyılda İngiltere ve Fransa ilk küresel sanat piyasaları olarak ortaya çıkarken İtalya varlıklı Avrupalı koleksiyonerler için ana kaynak olma görevini üstlenmeyi sürdürmüştür. 18. yüzyılın ikinci yarısında özellikle İngiltere’de sanat piyasası yükselmeye başlamış ve piyasaya halen hükmetmeye devam eden Christie’s ve Sotheby’s gibi müzayede evleri bu dönemde kurulmuştur.

Uzun yıllar empresyonizm, kübizm gibi sanat akımlarının doğuş ve yükselişine şahitlik eden Londra ve Paris piyasaları 20. yüzyılın başlarına kadar etkinliklerini sürdürmüş ancak 1940’lardan itibaren tahtlarını New York’a devretmiştir. Bu dönem ünlü üstatların eserlerinin ABD’ye gitmeye başladığı dönemi ifade etmektedir.

2. Dünya Savaşı sonrasında kurumsallaşmaya başlayan galeri ve müzayede evlerinin sanat eserinin sadece üretimi değil de satışına odaklanıyor olması eserin finansal değerinin çok daha önemli olmasına neden olmuştur. Bu dönem sanat eserlerinin aktif bir şekilde piyasalarda işlem görmeye başlamasını da şahitlik etmiştir. Bu dönem sanata yatırım amacıyla yönelen spekülâtörlerin doğmasına, sanat fonlarının ortaya çıkmasında ve sanatın portföy

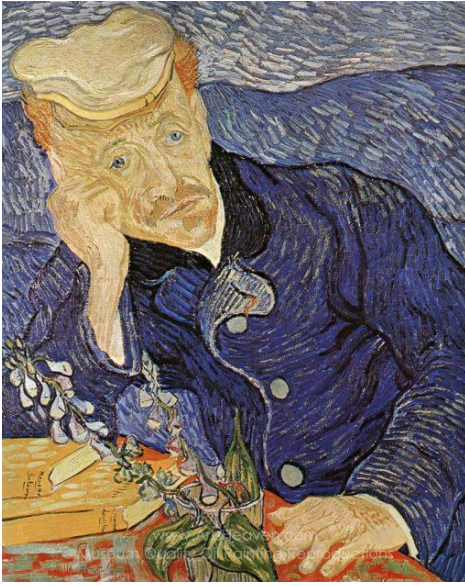
çeşitlendirmesinde kullanılmaya başlanmasına neden olmuştur. Sanatın finansallaşması ile bu dönemde sanat bankacılığı, sanat sigortacılığı gibi disiplinler türemiştir.

1960’lı yıllar modern sanat eserlerine yoğun ilginin doğduğu bir dönem olarak ön plana çıkmaktadır. Bu yıllardan önce müzayede evlerinde bulunan kişiler çoğunlukla piyasaya hâkim, belirli konularda ihtisaslaşmış ve fiyat anomalilerini belirleyerek koleksiyonerlere yaptığı satışlarla önemli komisyonlar kazanan galeri sahiplerden ileri gelmekteyse de bu dönemde New York’da bulunan büyük müzayede evlerine varlıklı koleksiyonerlerle beraber yatırımcılar da eşlik etmeye başlamıştır.

1960’ların sonu ve 1970’lerin başında petrol krizi nedeniyle gelişmiş ülkelerde şahlanan enflasyon bireysel yatırımcıları sanat eserlerinin enflasyona karşı bir kalkan olarak görülmesi nedeniyle cezbetmeye başlamıştır. Bu anlamda bireysel yatırımcıların sanat eserlerine olan yönelimi öncelikle bir risk yönetim mekanizması olarak ortaya çıkmıştır. Bu talebe cevaben bu dönemde süpermarket sayısındaki artışa paralel şekilde dünyanın çeşitli ülkelerinde küresel süpergaleriler açılmaya başlanmıştır. Süpergaleriler, süpermarketlere benzer şekilde yüksek sayı ve çeşitte ürünün alıcı ve satıcı arasında değiş tokuşuna olanak tanıyarak ölçek ekonomisiyle değer yaratımına neden olurken piyasada sağlıklı fiyat oluşumunu da katkı sağlamıştır. Bu yükselişin iki önemli merkezi New York ve Londra’nın dünyanın en büyük sanat merkezleri olarak konumunu sürdürdüğü anlaşılmaktadır. 1970’lerden süregelen süreçte New York’un modern ve güncel sanat, empresyonizm ve post-empresyonizmde özelleşmişken Londra büyük üstatlar, 18. yüzyıl sanat eserleri ve Asya ürünlerinin piyasaya hükmettiği bir merkez haline geldiği görülmektedir.

1980’lerde bugünkü küresel sanat merkezleri ilk kez kökleşmiş, sanat bir yatırım aracı olarak ilk kez geniş kitlelere yaygın bir şekilde ulaşmaya başlamıştır. Bu dönem sanat eserleri için rekor fiyatların ödenmeye başladığı ilk devir olarak tarihte yer almıştır. Özellikle New York’ta güncel sanat eserleri için rekor fiyatların ödenmeye başladığı bu dönemde Christie’s New York’ta düzenlenen bir etkinlikte Japon işadami Ryoei Saito van Gogh’un *Dr. Gachet’nin Portresi* için \$82,5 milyon ödemiştir. Üç dakika içerisinde satılan eser için ödenen bu rakam bir tablo için reel olarak en çok ödenen rakamlardan biri olarak tarihte yerini almaktadır.

Şekil 1: Dr. Gachet’nin Portresi



Dr. Gachet, van Gogh’un hayatının son yıllarında doktoru olmuştur. Hayatı boyunca psikiyatrik rahatsızlıklarla mücadele eden van Gogh hayatının son aylarını Paris’in banliyölerinde kendisi de amatör bir ressam olan Dr. Gachet’in gözetimi altında geçirmiştir.

SANAT PİYASASI

Sanat piyasası yeknesak ve homojen bir piyasa olmayıp her biri kendi dinamikleriyle evrimleşmiş farklı piyasaların bir araya gelmesinden teşekkül etmektedir. Sanat piyasası çeşitli akımlar tarafından tanımlanan

1980’ler ayrıca dünyadaki ilk küresel sanat balonunun da yaşandığı dönemdir. Geleneksel yatırım araçlarının getirilerinden memnun olmayan yatırımcılar sanat piyasasında daha fazla işlem yapmaya başlamıştır. Bu dönemde Japon yatırımcıların vergiden kaçınma motivasyonu ile kuvvetli Yen’in etkisi sanat piyasasına olan talebi önemli ölçüde artırmıştır. Temel Japon endeksi Nikkei 225’in 40.000’lere dayandığı 1990’lar (günümüzde endeksin değeri 20.000 düzeyindedir) sanat piyasasında Japon yatırımcıların ağırlığının önemli ölçüde hissedildiği dönemdir. 1990 yılında Nikkei’deki önemli düşüş eşliğinde faizlerin hızla artması Japon sanat yatırımcılarının diğer sermaye piyasası yatırımları nedeniyle batmasına neden olmuş, takip eden krizde ödenemeyen borçlara karşı teminat olarak verilmiş sanat eserlerinin kimi bugün halen rehinden çıkarılamamıştır.

Son 30 yıldır sanat piyasası işlem hacmi ve piyasa büyüklüğü açısından istikrarlı bir şekilde büyümüştür. Son yıllarda özellikle empresyonist, modern ve güncel sanat eserlerinin önemli ölçüde ivmelendiği görülmektedir. dot.com balonunun takip eden yıllarda birkaç yıl süren hızlı büyümenin ardından 2009’da sanat piyasası önemli ölçüde düşerek 40 milyar dolara gerilemiştir. Ancak küresel finansal krizin ardından dünya ekonomilerinin toparlanmasıyla uluslararası sanat piyasası yıllık ortalama %9 büyüyerek 67 milyar dolara kadar yükselmiştir.

ve genellikle önemli ölçüde farklı özelliklere sahip birbirinden bağımsız ve ayrık birçok alt piyasanın bir araya gelmesinden oluşmaktadır.

Sanat yatırımlarına özgü hayli özelleşmiş teknik bilgi ve uzmanlık diğer finansal varlıklarla karşılaştırıldığında yatırım sürecinde önemli masraflara neden olmaktadır. Paha biçilemez sanat eserlerinin nakliyesi yüksek düzeyde bilgi, özen ve ihtiyat gerektirmektedir. Taşıma yanında paketleme ve yerleştirme hususunda da gereken uzmanlık işlem maliyetlerini artırmaktadır. Örneğin, sanat eserini koruma, depolama, onarma ve sigortalama gibi gayrimenkul gibi fiziksel varlıklar için geçerli olan pek çok elde tutma maliyeti sanat eserleri için de geçerli olmaktadır. Sanat eserlerinin işlem maliyetleri de alıcılara uygulanan açık artırma ücret ve komisyonları ile sigorta ve nakliye ücretleriyle hayli kabarmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde sanat eserlerine yapılan yatırımlara uygulanan vergi avantajları vergi yükünü hafifletmede bir araç olarak kullanıldığından yatırımcının nihai getirisini önemli ölçüde etkileyebilmektedir.

Sanat eserleri, arz ve talebin yanı sıra öznel olarak biçilen bir finansal değere sahiptir. Bu yönüyle, bir sanat eserinin fiyatını meydana getiren çeşitli faktörlerin analiz edilmesi geleneksel finansal araçlara göre daha zor olmaktadır.

Sanat eseri, lüks bir ürün olduğundan birçok alıcı önemli bir servete ulaşana kadar sanat piyasasına girememektedir. Bu nedenle varlıklı koleksiyonerler bile uzun bir süre ancak sınırlı bir işlem deneyimine sahip olmaktadır. Kişisel zevk ve tercih, sanat eseri gibi öznel bir varlık edinmek için en önemli etmen olsa da birçok alıcının sanat eseri almak için kendi zevklerine güvenmekte isteksiz olduğu görülmektedir.

Sanat piyasasında daha az deneyimli olan alıcıların arama maliyetlerini düşürmek için sıklıkla kullandıkları bir yöntem ise yalnızca ünlü sanatçıların eserlerini satın almaktır. Daha tecrübeli addettikleri alıcılar tarafından halihazırda belirlenmiş olan fiyatlara

güvenerek kendi beğenilerine göre tercihte bulunma risklerini yatırımcılar bu yöntemle azaltmaktadır. Bu risk yönetim tekniği sanat piyasasında süperstar fenomenini pekiştirerek eski üstatların eserlerine talebi daha da artırarak astronomik fiyatların ortaya çıkmasına neden olurken henüz sanat kariyerine yeni başlayan sanatçıların sektörde yer edinmesini önemli ölçüde zorlaştırmaktadır.

Sanat eserleri nadir işlem gören biricik ürünlerdir. Borsada işlem gören pay senetleri için değerlendirme yaparken piyasadaki benzer kıymetlerin fiyat hareketlerini inceleyerek değerlendirme yapmak olanaklıyken sanat eserlerinin fiyat performansını yansıtan günlük veya aylık veri bulunmadığından etkin bir karşılaştırma yapmak mümkün olmamaktadır. Biriciklik ile işlem nadirliği sorunlarının üstesinden gelmek için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır.

Sanat piyasasının ayırt edici özelliklerinden biri de bir eserin sanatsal değeri, nadirliği, tarihi önemi veya ünü ile tanınması çok zaman alabileceğinden fiyatların birincil piyasada ikincil piyasaya göre hayli düşük olması eğilimidir. Birincil piyasadaki alıcılar çoğunlukla bilgi asimetrisi nedeniyle genellikle yüksek işlem maliyetlerine (zaman, çaba ve galeri komisyonları) maruz kalmaktadır. Birincil piyasada ihracata bulunan sanatçılar rüştünü ispatlamamış sanatçılardan oluştuğundan eserlerin tam bir değerlendirmesini yapmak bireysel yatırımcılar açısından daha zordur. Bu nedenle birincil piyasada yapılan alımlar ikincil piyasanın aksine önemli riskleri beraberinde getirmektedir.

Birincil piyasaya oranla çok daha büyük olan ikincil piyasa galeri ve müzayede evlerinden meydana gelmektedir. Bilgi maliyetleri ikincil piyasada daha düşük olup yatırımcıların sanatçılar ve eserleri hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğu

görülmektedir. Bu nedenle işlemler istisnalarla beraber ikincil piyasada çoğunlukla daha az riskli olup sıklıkla daha yüksek fiyattan işlem görme eğilimindedir.

İkincil piyasadaki riskin düşüşü özellikle sanat eserlerinin zaman içinde değer kaybetmekten ziyade değer kazanma eğiliminde olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durum, ikincil piyasada yaygın olarak satılan diğer tüketim ürünlerinde rastlanmayan bir durumdur. Örneğin, otomobil gibi dayanıklı bir tüketim malı ikincil piyasada sanat eserinin aksine değerini yitirdiğinden alıcılar daha temkinli davranmaktadır. Bu nedenle, yatırımcıların ikincil piyasalarda rağbet gören eski, ünlü sanatçılar kadar yetenekli olmalarına rağmen henüz kariyerine yeni başlamış sanatçıların eserleri için daha az ücret ödemeye razı olmasına neden olmaktadır.

Sanat piyasasında sanatçılar, uzmanlar, akademisyenler, koleksiyonerler, galeriler ve müzayede evleri faaliyet göstermektedir. Piyasanın muhteva ettiği her bir alt sanat dalı veya akımın kendi uzmanları bulunmaktadır. Sanat eserleri farklı risk-getiri profili olan pek çok alt piyasada işlem görmekte olup genel sanat piyasasının fiyat, getiri veya risk özelliklerinin incelenmesi yatırım kararları almada yeterli değildir. Bu bölümde önce sanat eserlerinin bir varlık sınıfı olarak özelliklerine değinilecek, ardından piyasadaki aktörler incelenecek ve piyasa büyüklükleri verilecektir.

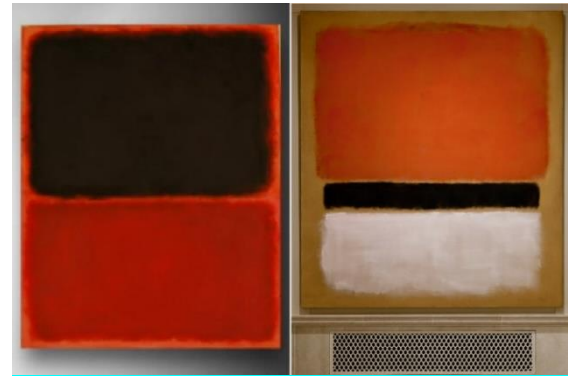
Varlık Sınıfı Olarak Sanat Eseri

Sanat eserlerinden elde edilen getiriler farklı tür ve sanatçılar arasında zaman içinde önemli ölçüde değişkenlik gösterse de sanatın bir varlık sınıfı olarak en somut ve çekici özelliği yatırım portföyünde çeşitlendirme sağlayarak riski azaltmasından kaynaklanmaktadır. Finansal varlık sınıfları için mevcut olmayan ancak sanat

yatırımlarıyla ilgili bazı riskler bulunmaktadır. Sanat eseri fiziksel bir varlık olduğundan zamanla yıpranma ve aşınma riski gibi fiziksel risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Diğer fiziksel varlıklarda olduğu gibi sanat piyasasında bunlar gibi riskleri azaltmaya yardımcı olan bir sigorta piyasası bulunmaktadır.

Sanat eserleriyle ilgili bir diğer önemli risk ise orijinallikten kaynaklanmaktadır. Eserin sahte mi yoksa kopya mı olduğu, eser sahibi ve menşein belirliliği ve mülkiyet haklarıyla ilgili olası sorunlar sanat eseri piyasasına has riskler olup eser değerlemeleri üzerinde önemli etkiye sahiptir. Eser değerlemelerinde hayli baskın olan kişisel tercihler önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bu riskler galeri ve müzayede evi gibi araçların tecrübe ve itibarı kullanılarak kaynakların doğruluğu ve güvenilirliği tasdik edilmek suretiyle azaltılabilmektedir. Ancak en saygın müzayede evi ve galerilerin bile yer yer önemli hatalar yaptığı görülmektedir.

Şekil 2: Mark Rothko (Sol sahte, sağ gerçek)



ABD tarihindeki en büyük sanat dolandırıcılığı 1995 yılında başlayıp 15 yıl boyunca sürmüştür. Dünyanın en ünlü koleksiyonerlerinin kandırıldığı sahtekarlık 80 milyon dolar zarara neden olurken 165 yıllık New York’lu Knoedler Galerisi’nin de kapanmasına neden olmuştur. Koleksiyoner ve uzmanlar eserlerin orijinalliğinden şüphe etmeye başlayana dek bir Rothko taklidi (Şekil 2) 8,3 milyon dolara, bir Pollock taklidi ise 17 milyon dolara varlıklı koleksiyonerlere satılmıştır.

Tüm yatırımlarda olduğu gibi sanat yatırımlarının da temel hedef belirli bir getiri için riski en aza indirmek ya da belirli bir risk için getiriye erişmektir. Sanat eseri getirilerini tahmin etmek için kullanılan tarihsel verinin eksik ve yetersiz olması kısa vadeli tahminlerin etkisini önemli ölçüde azaltmaktadır. Buna karşın, uzun vadeli portföylerde sanat eserlerinin diğer varlık sınıflarıyla harmanlanabildiği, bu durumun da riski azaltırken getiriye artırmayı mümkün kıldığı görülmektedir. Portföy yönetiminin temel prensibinin etkin çeşitlendirme olduğundan yola çıkarak sanatın farklı dönemlerde birçok varlık sınıfı ile düşük ve negatif korelasyon göstermesi sanat yatırımlarının en cazip yanları arasında gösterilmektedir. Bu fayda, riskten korunmak için yalnızca farklı varlık sınıflarıyla sanatı harmanlayan portföylerde değil aynı zamanda sadece sanat eserlerinden meydana gelen bir koleksiyonunda farklı sanat kategorilerini birbirleriyle münasip ölçüde birleştirerek de sağlanmaktadır.

Sanat Piyasası Oyuncuları

Küresel sanat piyasasındaki işlemler temel olarak dört kanal üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bunlar galeri, müzayede evi, sanat fuarı ve çevrimiçi işlemler olarak sınıflandırılmaktadır. İşlemlerin önemli bölümünün galeri ve müzayede evleri üzerinden yapıldığı görülmektedir. Bu kanallarda işlem hacmi az sayıda yüksek montanlı işlemlerde yoğunlaşmıştır. Bununla beraber, piyasada gerçekleşen çok sayıda düşük hacimli işlem bulunmaktadır ve bunlar tekil olarak önemsiz olsa da toplu olarak toplam piyasa cirosunun önemli bir bölümünü meydana getirmektedir.

Sanatçılar, eserlerini ilk kez doğrudan galeri ve koleksiyonerlere aracılar kanalıyla satmaktadır. Bazı sanatçılar ilk satışları doğrudan müzayede evlerinden yapsa da bunun genellikle ancak ünlü sanatçılarla sınırlı olduğu görülmektedir. Bu nedenle,

birincil sanat piyasasında ticaret için temel satış noktaları sanatçı stüdyoları, sanat fuarları ve galeriler olup fiyatlar galeri ve müzayede evlerini ifade eden ikincil piyasaya göre daha düşüktür. Sanat piyasasında koleksiyonerler birlikte küratörler gibi uzmanların da önemli rolü bulunmaktadır.

Bu bölümde piyasa aktörleri hakkında daha detaylı bilgi verilecektir.

Sanatçılar

Sanatçılar, arzın temel kaynağı olarak piyasanın merkezinde yer almaktadır. Sanatçılar kariyerlerinin ilk aşamalarında, çalışmalarını doğrudan koleksiyonerlere, yatırımcılara ve halka satmaktadır. Ünlü sanatçıların ise eski üstatlar gibi bir koleksiyoner veya yatırımcı sponsorluğunda eser ürettiği de görülmektedir. Başarılı sanatçıların birçoğu, gelecekte galeriler tarafından satılmasını umdukları serbest çalışmalar da yapmaktadır.

Sanatçılar anlaşmalı olduğu galeriler sıklıkla sanatçılar ile yakın çalışarak sanatçıların piyasadaki varlıklarını profesyonelce yönetmektedir. Galeriler eserler için başlangıç fiyatlarını belirlerken sanatçı için belirli bir fiyat tabanı oluşturulduktan sonra piyasayı genişletmek ve likiditeyi artırmak için sanatçının üretimini teşvik etmektedir. Bazı sanatçılar da müzayede evleri aracılığıyla satış yapsa da bunun da ancak nispeten üretken ve köklü sanatçılar tarafından tercih edildiği görülmektedir.

Küratör

Küratör sanat dünyasında resim, heykel, video, dekoratif obje gibi sanat eserlerini seçen ve yorumlayan kişi olarak eserlerin tanıtım ve sunumundan sorumlu kişidir.

Sergileri geliştirmek, planlamak ve gerçekleştirmek yanında eserlerin sergilerde fiziksel olarak nasıl konumlandırılacağına karar

veren küratör bu konumu nedeniyle bir sanatçının kariyer ve finansal başarısında önemli bir rol oynamaktadır. Hayli ünlü küratörlerin sergilerinde yer verdikleri sanatçıları gölgelemeleri istisna değildir.

Fiziksel konumlama yanında küratör sanat mirasını korumakta, yeni eserlerin seçimini yapmakta, seçimleriyle sanatın tarihsel bütünlüğünü sağlamaktadır. Küratör ayrıca müze gibi kurumsal yatırımcıların seçme ve alım faaliyetlerini gerçekleştirirken bütçenin nasıl üleştirileceğini karar vererek kaynakların yönetimini sağlamaktadır.

Galeriler

Galerilerin çoğu tek kişi tarafından işletilen şahıs şirketleri veya küçük ortaklıklar olup kişi veya ailelerin uzmanlık ve itibarı üzerine kurulu işletmelerdir. Pek çok irili ufaklı galeriden oluşan piyasanın cirosunun yaklaşık %75'ini dünya çapında yaklaşık 4.000 galeri oluştururken bunların binden azı toplam cironun yaklaşık yarısını meydana getirmektedir.

2018'de galerilerin dünya genelinde sayısı 300.000'e yaklaşmıştır. Galeriler tarafından 2018'de yapılan toplam satışlar bir önceki yıla göre %7 artarak 36 milyar dolar olmuştur. Galeriler arasında yoğunlaşma yüksektir. Galeri sayısının %5'inden azı toplam hasılatın %50'den fazlasını oluşturmaktadır. 1 milyon doların üzerindeki eserler pazarın %40'ını teşkil ederken, el değiştiren eserlerin adet olarak sadece %3'ünü oluşturmuştur.

Galeriler genellikle yüksek düzeyde uzmanlığa sahip oldukları birkaç sanat dalında uzmanlaşmaktadır. Belirli alanlarda ihtisaslaşan galeriler birlikte çalıştıkları sanatçılarla güçlü bağlar kurarak bu sanatçıların kariyer gelişimi, pazarlama ve tanıtımlarında önemli bir rol oynamaktadır. Belirli bir alanda uzmanlaşma eğilimi, ilgili sanat dalının başarısına büyük ölçüde bağımlı

olmayı zorunlu tuttuğundan galeriler açısından önemli konsantrasyon riski doğurmaktadır. Buna karşın, ileride değinileceği üzere müzayede evleri çok daha çeşitlendirilmiş bir ürün sepetine sahiptir.

Galeriler satmak üzere envanter satın alabilmekte, komisyon bazında çalışabilmekte veya konsinye satış yapabilmektedir. 2018 yılında satışların %56'sı konsinye satışlardan meydana gelmiştir. Satışların %36'sı galerilerin envanterinden yapılmışken %8 ise komisyon karşılığı satılmıştır.

50 yıl öncesine kadar galeriler için en yaygın iş modeli finansmana ihtiyacı bulunan sanatçılardan uygun fiyata tedarik edilen eserlerin önemli karlarla alıcılara pazarlanması olmuştur.

Bu anlamda pek çok galeri, müzayede evlerinde düzenlenen açık artırmaları envanter edinmek için kullanmıştır. Belirli alanlarda ihtisaslaşan galeriler düşük fiyatlara açık artırmada eser alıp bunları koleksiyonerlere yüksek kâr marjı ile satmaktaydı. 1980'lerde yapısal değişikliğe uğrayan sanat piyasasında koleksiyonerlerle doğrudan ilişkiler kurarak galerilerle rekabet etmeye başlayan müzayede evleri sayesinde koleksiyonerlerin satış fiyatlarını öğrenmeleri çok daha kolaylaşmıştır.

Günümüzde galeriler stratejilerini koleksiyonerler için en kaliteli sanatçılara ve sanat eserlerine erişim olanağı sağlama ve yüksek kalite müşteri hizmetleri ve uzmanlık dayandırmaktadır.

Galeriler sanatçılarla olan yakınlıkları nedeniyle piyasaya olan arzı rahatlıkla kontrol ederek fiyatları halen belirleyebilmektedir. Sanatçının belirlediği fiyatın üzerine galerilerin %400'lere varan kar marjı koyması nadir değildir. Alım satımlara ilişkin fiyat opaklığı ve satışların gizliliği bu piyasadaki fiyat oluşumunu gözlemlemeyi yatırımcılar açısından zorlaştırmaktadır. Galeriler

coğrafi olarak dağınık bulunsa da 2000lerde hızlanan yerel ve uluslararası sanat fuarları galerilerin binlerce yeni müşteriye ulaşmalarına katkı sağlamıştır. Fuarlar, yurtdışında önemli kurulum ve işletme giderleri olmaksızın satıcıların küresel müşterilere erişmesine olanak tanımaktadır.

2018’de galeri satışlarının %68’i koleksiyonerlere yapılmış olup bunun %7 ile diğer sanat piyasası profesyonelleri izlemiştir. Alıcıların dört üçünden fazlasının Kuzey Amerikalı ve Avrupalı olduğu görülmektedir.

Müzayede Evleri

Müzayede evleri alıcı ve satıcıların bir araya getirerek eserlerin ticaretini sağlayan, kalıcı, fiziki merkezlerle sahip işletmelerdir. Daha büyükleri sanat piyasasının belirli akım ve alanlarında hayli ihtisaslaşmış uzmanları bulunmakla beraber müzayede evleri galerilerden farklı olarak geniş bir yelpazede ürün sunmaktadır. Açık artırmaların yanı sıra, müzayede evlerinin sanat eseri değerlendirme, tanıtım ve ön satışların da önemli bir rolü bulunmaktadır. Saygın müzayede evleri sanatçının karşı taraf riskini ortadan kaldırırken alıcılar için de eserin kaynağı ve özgünlüğü riskini ortadan kaldıran bir takas işlevini yerine getirdiği görülmektedir.

Müzayede evlerinde yapılan toplam satışlar 2018’de önceki yıla göre %3 büyüyerek 29 milyar dolara ulaşmıştır. En büyük üç müzayede evi piyasası sırasıyla ABD (%40), Çin (%29) ve Birleşik Krallık’tır (%18).

Müzayede evi satışlarında, Kasım 2018’de yaşayan bir sanatçıya ait en değerli eser rekoru Hockney’e ait *Bir Sanatçının Portresi* eserinin satışı ile kırılmıştır. Bu rekor 2019 yılında Koons’a ait *Tavşan* isimli eserin satışında kırılmıştır.

Şekil 3: Bir Sanatçının Portresi (İki Fiğürlü havuz), David Hockney



Hockney’nin 1972 tarihinde tamamladığı eseri Christie’s tarafından açık artırma sonunda kimliği gizli bir alıcıya satılarak tarihin yaşayan bir sanatçı tarafından en pahalı eser rekoru kırılmıştır. Britanyalı sanat ve döviz spekülâtörü Joe Lewis tarafından 90 milyon dolara satılan eser ilk kez 1972’de 18.000 dolara alıcı bulmuştur.

Şekil 4: Tavşan, Jeff Koons



Gümüş bir tavşanı andıran yaklaşık 1 metre yüksekliğinde paslanmaz çelik heykel Rabbit 1986 yılında Koons tarafından yapılmış, Mayıs 2019’da Christie’s tarafından 91 milyon dolara Amerikalı fon yöneticisi Steven Cohen’e satılmıştır. Bu rekor halen kırılmamıştır.

Galeri piyasasının aksine müzayede evleri arasında önemli yoğunlaşma gözlenmektedir. Piyasa liderleri Christie's ve Sotheby's toplam pazarın yaklaşık üçte birine sahiptir. Bu popüler müzayede evlerine ek olarak daha düşük pazar payına sahip ancak uluslararası tanınırlığı ve faaliyetleri bulunan ancak Kornfeld (İsviçre), Bonham's (Birleşik Krallık), Villa Grisebach (Almanya) ve Artcurial (Fransa) gibi daha çok ulusal piyasalarda faaliyet gösteren müzayede evleri de bulunmaktadır. Ayrıca, çoğu kendi ulusal sanat piyasasında uzmanlaşmış pek çok küçük müzayede evi de bulunmaktadır. Bununla beraber, birçok ülkede sadece üzerinde ihtisaslaşmamış, klasik araba, koleksiyon eşyası gibi mülkler yanında sanat eserleri de satan müzayede evi faaliyet göstermektedir.

Müzayede evi, galerinin aksine, borsaya benzer şekilde hem sanatçı hem de alıcıdan gelir elde etmektedir. Müzayede evleri alıcılara genellikle yaklaşık %10 ila %20 arasında bir komisyon uygulamaktadır. Açık artırmada en yüksek peyi veren alıcı eseri almaya hak kazanırken bu ek komisyon en yüksek peye eklenmektedir.

Müzayede evleri ayrıca sanatçılardan da komisyon almaktadır. Christie's gibi bazı müzayede evleri uygulanan bu komisyonu sanatçının eserlerinin belirli bir süre zarfında miktar ve değerine göre hesaplarken miktarca fazla ve değerli eser üreten sanatçılara uygulanan komisyon azaltılmaktadır. Diğer müzayede evleri ise sabit fiyat politikası uygulamaktadır.

Müzayede evlerinde satışların önemli bölümü İngiliz modeliyle gerçekleştirilmektedir: Alıcılar birbirleriyle yarışarak fiyatı yükseltirken en yüksek peyi veren alıcı eseri satın almaya hak kazanır. Fiyat, sanatçının beklentisinin altında kalırsa, eser ya hiç satılmaz ya da müzayede evi portföyüne alınarak sonradan müzayedeye çıkmak,

başka bir kanalla satılmak ya da piyasadan çekilmek üzere kenara ayrılmaktadır. Müzayedelerdeki başarı değişkenle olmakla beraber tüm açık artırmada eserlerinin üçte birinin satılmaması nadir değildir. Bu şekilde "elde kalan" eserlerin toplam satışlara oranı piyasada talebi ölçen bir tüketici güven endeksi gibi de iş görmektedir.

Galerilerden farklı olarak müzayede evleri halka açık kurallar dahilinde faaliyet göstermekte olup satış işlemlerinin detayları halka açıktır. Bu müzayede evleri alt piyasasının galerilere göre çok daha şeffaf olmasını sağlamaktadır. Her müzayededen önce açık artırmaya çıkarılacak önemli eserlere ilişkin genel bilgilerle beraber her eser için fiyat aralıkları müstakbel müşterilere sunulmaktadır. Sanatçının razı olduğu en düşük fiyat açıklanmazken bunun pratikte çoğunlukla fiyat aralıklarının en altı ya da daha düşük olduğu görülmektedir. Bu verilere genellikle doğrudan müzayede evi veya veri sağlayıcıları aracılığıyla ulaşmak mümkündür.

Christie's ve Sotheby's gibi daha büyük müzayede evlerinden bazıları galerilere benzer şekilde faaliyet gösteren bir satış departmanı da bulundurmaktadır. Ayrıca Christie's ve Sotheby's satışı yapılan eserlerin güvenliğini sağlamak için faaliyetlerini zaman içinde müşterilere teminat, avans ve krediler gibi çeşitli finansal hizmetler sunacak şekilde de genişletmiştir.

Sanat Fuarları

Sanat fuarları tüm diğer ticari fuarlar gibi alıcı ve satıcıları bir araya getirmeyi amaçlayan ticari toplantılardır. Bunun yanında, sanat fuarları tüm sanatçı, galeri ve müzayede evi gibi katılımcılara görmek, görülmek, tanınmak ve ilham almak için fırsat sunan alanlar olarak ön plana çıkmaktadır.

Sanat fuarları sanat piyasası oyuncularını destelemek yanında fuarların düzenlendiği

şehirlere de önemli oranda ekonomik katkıda bulunmaktadır. Katılımcıların ekonomik gücü göz önünde bulundurulduğunda otel, restoran, eğlence mekanı ve ilgili diğer tüm iş kolları sanat fuarları nedeniyle kalkınmaktadır.

İlk sanat fuarı 1863'te Paris'te Salon des Refusés'de düzenlenmiştir. Kûratörleri klasik Rönesans yaklaşımını tercih eden Fransız Sanat Akademisi tarafından çalışmaları reddedilen çağdaş sanatçıların eserlerini sergilemek üzere organize edilmiştir.

Sanat fuarları arasında bir diğer önemli kilometre taşı 1913 yılında New York'ta düzenlenen Uluslararası Modern Sanat Sergisi (Armory Show) olmuştur. Birçok Amerikalı sanatçının eserlerini sergileme fırsatı bulunduğu sergide Vincent Van Gogh, Paul Gauguin, Pablo Picasso ve Paul Cézanne gibi henüz tanınmaya başlayan Avrupalı sanatçıların ABD'de rağbet görmeye başlamasına neden olmuştur. Avrupa'ya göre sanatsal açıdan henüz muhafazakâr ABD'de soyut eserlerin yaygınlaşmaya başlaması bu fuarın ertesine rastlamaktadır. Fuar ABD'de modern sanat piyasasını pekiştirmeye yardımcı olmuş ve önde gelen ABD müzelerinin 20. yüzyıl sanat koleksiyonlarının çoğunun temelini oluşturmada yardımcı olmuştur.

Çağdaş sanat fuarları için uluslararası şablonu teşkil eden Art Basel'in ilk kez düzenlendiği 1970 yılından bu yana sanat fuarlarının sayısı ve önemi gittikçe artmıştır. Uzun bir dönem aralıklarla ve düzensiz olarak düzenlenen sanat fuarları 2000'li yılların başından itibaren istikrarlı bir şekilde çoğalarak sanat piyasasının önemli bir bölümünü teşkil eden önemli yıllık toplantılar olmuştur. 2018 yılında sanat fuarı satışları 16,5 milyar dolarla toplam küresel sanat piyasasının %24'ünü teşkil etmiştir.

Günümüzde sanat fuarları binlerce koleksiyoner, yatırımcı, kûratör ve sanatçı tarafından ziyaret edilirken başta çağdaş sanat

olmak üzere galeriler için milyonlarca dolarlık gelir kaynağı sağlamaktadır. Aynı anda yüzlerce eseri görme imkanı tanıyan bu organizasyonlar katılımcılara adeta eşsiz bir eğitim olanağı sunmak yanında sayısız mini sergiyi gezme, seminerlere katılma ve atölyelerde yer alma da dahil olmak üzere sanatla etraflı şekilde etkileşime geçme imkanı sunmaktadır.

Yaklaşık 50 yıl önce yaygınlaşmaya başlayan sanat fuarları öncelikle Avrupa'da kümelenmişken bugün fuarların coğrafi dağılımı hayli geniştir. Her yıl düzenlenen 200 dolayında sanat fuarının yaklaşık yarısı Avrupa'da düzenlenmekteyken dörtte biri Kuzey Amerika'da düzenlenmektedir. Küresel sanat fuarlarının önde gelenleri Art Basel, Frieze Londra, Frieze New York, Avrupa Güzel Sanatlar Fuarı (TEFAF Maastricht), Armory Show New York, ARCO Madrid ve Art Dubai'dir.

Sanat fuarları son yıllarda öylesine yaygınlaşmıştır ki bazı fuarların belirli konularda uzmanlaştığı görülmektedir. Örneğin, Frieze Londra'ya eşzamanlı düzenlenen Frieze Masters elli yıldan daha eski eserlere yoğunlaşırken Miami Beach'de düzenlenen Yeni Sanat Bayileri İttifakı sadece fuarın düzenlenmesinden önceki bir yıl içerisinde tamamlanan eserleri içermektedir.

2018 yılında ARCO Madrid 100.000 kişi tarafından ziyaret edilirken Bunu Art Basel 95.000 kişi ile takip etmiştir. Art Basel markası altında Hong ve Miami Beach'de de tertiplenen fuarlar hesaba katıldığında Art Basel'in toplamda yaklaşık 260.000 kişi tarafından ziyaret edildiği anlaşılmaktadır.

Alicılar

Sanat piyasası yatırımcıları "tamamen koleksiyoner"den "tamamen spekülâtör"e kadar geniş bir yelpazede sınıflandırılabilir.

Spekülatör fiyat, fiziki durum, orijinallik gibi risklere karşı oldukça hassas olma eğilimindedir. Depolama, sigorta gibi işlem maliyetleriyle vergilendirme ve ihracat kısıtlamaları benzeri düzenlemelerdeki değişiklikler bu yatırımcıların yatırım iştahını önemli ölçüde belirleyerek alternatif varlık sınıflarına kaymalarına neden olmaktadır.

Öte yandan, koleksiyonerler genel olarak eserin değerindeki değişim ve fiyatla ilgili risklere karşı hassas değildir. Koleksiyonerlerin temel motivasyonları eserleri sadece satın almak ve uzun vadeli olarak tutmak olduğundan satış maliyetleri ve düzenlemelere karşı hassasiyetleri daha kısıtlıdır.

Eserleri saklamak üzere edinen koleksiyonerler koleksiyonlarını daha sonra satma hususunda çekimserken diğer yatırımcıların kararlarını verirken finansal hedeflerini göz önünde bulundurduğu görülmektedir. Bu şekilde eser sipariş eden pek çok spekülatör portföyde yer alan eserlerin değerindeki düşüş riskine karşı koruma sağlamak amacıyla farklı sanat akımı ve sanatçıların eserlerine yönelerek çeşitlendirmede bulunmaktadır.

Sanat piyasasındaki likidite, sadece spekülasyon amacıyla hareket eden yatırımcıların istikrarlı bir şekilde kâr etmesini sağlayacak yatırım taktiklerini uygulamalarını sağlamak için yetersizdir. Bununla beraber, önceliği estetik olan koleksiyonerler bile, sanat yatırımlarının finansal etkilerini vergi ve miras gibi konulardan kaynaklanan sebeplerle dikkat almak durumundadır. Bu anlamda hiçbir yatırımcıyı sadece spekülatör ya da koleksiyoner olarak sınıflamak doğru değildir.

Koleksiyonerler nitelik, hedef ve etki bakımından geniş ölçüde çeşitlilik göstermekle beraber günümüz koleksiyonerlerinin tarihteki ilk koleksiyonerlere halen benzerlik gösterdiği anlaşılmaktadır. Geçmişte soylular ve dini liderler eserler için sanatçılara

sipariş verirken günümüzde sanat koleksiyonerleri servetini tamamen farklı bir alanda elde etmiş varlıklı bireylerden meydana gelmektedir.

Bireysel koleksiyonerlerin yanı sıra, müze, kütüphane ve diğer büyük ölçekli özel ve kamu kuruluşları dahil olmak üzere çeşitli kurumsal koleksiyonerler bulunmaktadır. Bireysel koleksiyonerler gibi, kurumsal koleksiyonerlerin de farklı hedef ve yöntemleri olup çeşitli siyasi, sosyal veya kültürel amaçlara yönelik faaliyetleri bulunmaktadır.

Bazı kurumsal yatırımcılar ileride değinileceği üzere yatırım fonu yapısı altında orta ve uzun vadede sanat eserlerindeki değer artış kazancı hedefiyle yatırımda bulunmaktadır. Bunun yanında, banka ve diğer özel kuruluş benzeri kurumsal koleksiyonerlerin sanat eseri edinimi konusunda birbirinden hayli ayrışan hedefleri bulunmaktadır. Şirketler sağlanan vergi avantajlarıyla beraber hayırsever sıfatıyla sanatı desteklemek için sanat sipariş edebilmektedir. Bu sayede, kurumsal koleksiyonerlerin pazarlama ve tanıtım aracı amacıyla sanatsal ve kültürel faaliyetleri desteklediği görülmektedir.

Devlet

Devlet sanat piyasasındaki bir başka önemli oyuncu olup çok yönlü bir role sahiptir. Devlet, sanatçılara sağlanan doğrudan ve dolaylı desteklerle yeni sanatçıların yetişmesini, sanatın gelişmesini ve eser arzının artırılmasını sağlamaya çalışmaktadır.

Devletin bir diğer önemli işlevi ise sanat piyasası düzenleyicisi olarak görev almaktır. Devlet, sanat eserlerini korumak ve yasadışı sanat ticaretini önlemek gibi temel bazı faaliyetleri yerine getirmekle beraber sanat eserleri yatırımlarına ilişkin vergi teşvikleri gibi finansal teşvikler sunmaktadır.

Piyasayı, düzenleme ve mavi teşvikler yoluyla dolaylı olarak etkilemesinin yanı sıra devlet aynı zamanda ulusal galeri, müze ve kütüphaneler için tedarik ettiği sanat eserleriyle piyasada ayrıca doğrudan bir tüketici ve yatırımcı konumundadır. Devletler ayrıca küresel sanat pazarında uluslararası standart, düzenleme ve diğer politikaları uygulamaya çalışan UNESCO ve Interpol gibi uluslararası kuruluşların üyeleri olarak da etkinlik göstermektedir.

Diğer

Eleştirmenler: Sanat eserlerinin öznellik ve kalitesinin doğrudan ölçülebilir olmadığı gerçeğinden hareketle sanat eleştirmenleri piyasaya bilgi sağlama ve sanatçıların ve eserlerinin değerlendirmede önemli bir rol oynamaktadır.

Veri Sağlayıcısı: Sanat eserlerine ilişkin kapsamlı veri sağlayan veri sağlayıcıları da bulunmaktadır. Bu veritabanları çoğunlukla eserin fiyat bilgileriyle beraber diğer bilgi ve özellikleri de farklı kalite ve derinlikte sunmaktadır. Örneğin, kaybolan veya çalınan bir sanat eserinin uluslararası bir veritabanına göre kontrol edilmesini sağlayan Art Loss Register (ALR) isimli bir İngiliz şirketi bulunmaktadır.

Veri sağlayıcıları kalite ve kapsam bakımından çeşitlilik göstermektedir. Veri sağlayıcılarının hepsinin kendine has özellikleri, olumlu ve olumsuz yönleri bulunmaktadır. Bazı veri sağlayıcıları onbinlerce sanatçı ve esere ilişkin veri sağlayan güçlü veri

tabanlarıyla ön plana çıkarken kimileri kullanıcı dostu olduğu, kimileri de ücretsiz olduğu için kullanıcılar tarafından tercih edilmektedir. Bazı veri sağlayıcıları ise hazır fiyat endeksi sağlamaları açısından diğer veri sağlayıcılardan ayrılmaktadır.

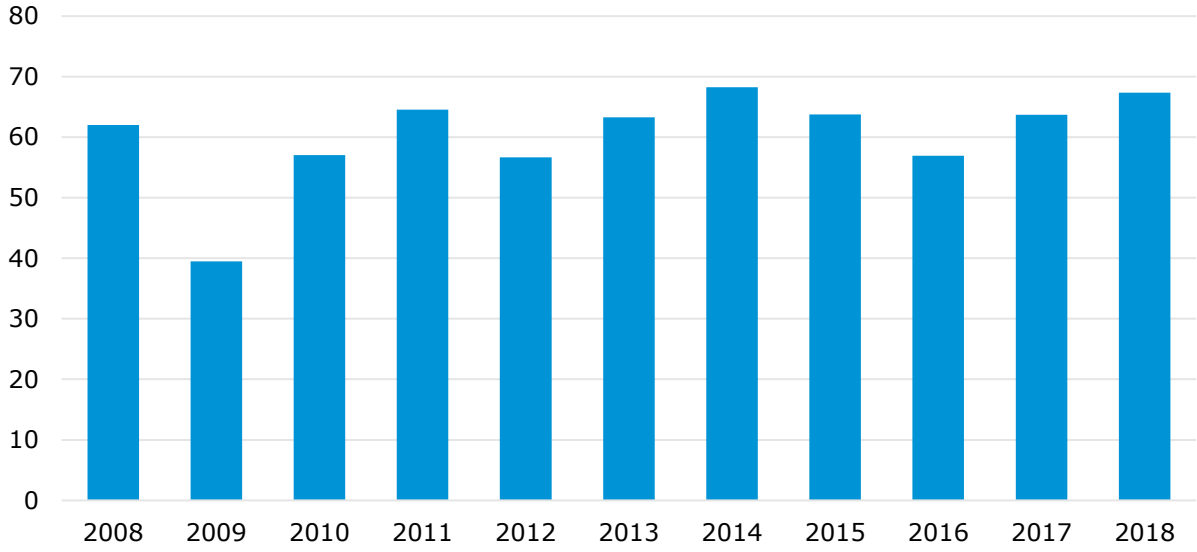
Yardımcı Kuruluşlar: Sanat piyasasındaki diğer yardımcı kuruluşlar sanat ticaretinin altyapısını ve işleyişini destekleyici rol oynamaktadır. Bunlardan bazıları finansal kurumlar, sigorta şirketleri ve sanat danışmanlığı hizmeti veren bankalar gibi sanatla ilgili özel bir departman geliştirmiş olan bağımsız şirketlerden meydana gelmektedir. Citi, Deutsche Bank, UBS, Credit Suisse gibi finansal kuruluşlar iştirakleri vasıtasıyla sanat eserlerine ilişkin tavsiye ve danışmanlık sunarken sanat eserlerinin teminat olarak kullanılmasıyla likiditeye erişim olanakları da sunmaktadır. Sadece sanat piyasasına yönelik çözüm sunan AXA'nın iştiraki AXA Sanat bu alandaki sigortacılık işlemlerine özelleşmiş çözümler sunan sektör liderliği yapmaktadır.

Bununla beraber piyasada bağımsız sanat değerlendirme uzmanları, sanat danışmanları, eser paketleme, nakliye ve güvenlik hizmetleri sunan firmalar da bulunmaktadır.

Sanat Piyasasının Güncel Durumu

2018'de küresel sanat piyasasında 3 milyon fazla çalışanın istihdam edildiği yaklaşık 310.000'den fazla şirket faaliyet göstermektedir.

Grafik 1: Sanat Piyasasında Toplam Küresel Hacim (milyar dolar)



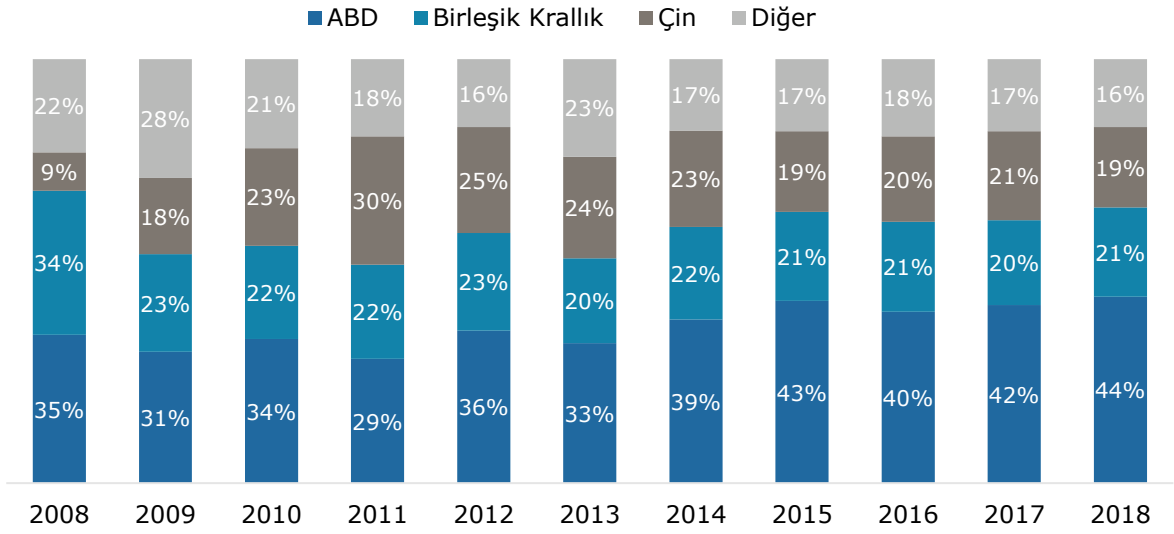
Kaynak: Art Economics

2018 yılında küresel sanat piyasasındaki toplam hacim yıllık %6 artışla 67,4 milyar dolara ulaşmıştır. Üst üste ikinci yıl pozitif büyüme sergileyen sanat piyasası 2014'teki 68,2 milyar TL'den sonra ikinci tarihsel zirvesini görmüştür. Küresel finansal krizin etkisini de içeren son on yıla ait yıllık bileşik büyüme oranı %9 olarak gerçekleşmiştir.

Dünyanın en büyük üç sanat piyasası ABD, Birleşik Krallık ve Çin 2018'de toplam pazarın %84'ünü teşkil etmiştir. ABD 2018'de toplam hacmin %44'üne sahipken Birleşik Krallık %21'le ikinci büyük sanat pazarı

olarak yerini almış, Çin ise %19 ile üçüncü sırada kendine yer bulmuştur. Tahtını asla devretmeyen birinci konumdaki ABD'nin aksine ikincilik son on yılda hayli çekişmeli geçmiştir. 2010'da Birleşik Krallık'tan ikinci sırayı ilk kez devralan Çin 2014 sonuna kadar konumunu sürdürmüştür. Takip eden iki yılda ikinciliği tekrar devralan Birleşik Krallık 2017'de Brexit'le zayıflayan pound nedeniyle ikinciliği tekrar Çin'e kaptırmıştır. 2018 yılına damgasını vuran küresel ticaret savaşı endişeleri Çin'de özellikle müzayede evi piyasasını vurmuş ve Çin tekrar ikinciliği Birleşik Krallık'a devretmiştir.

Grafik 2: Sanat Piyasası Küresel Hacminde Ülkelerin Pazar Payı

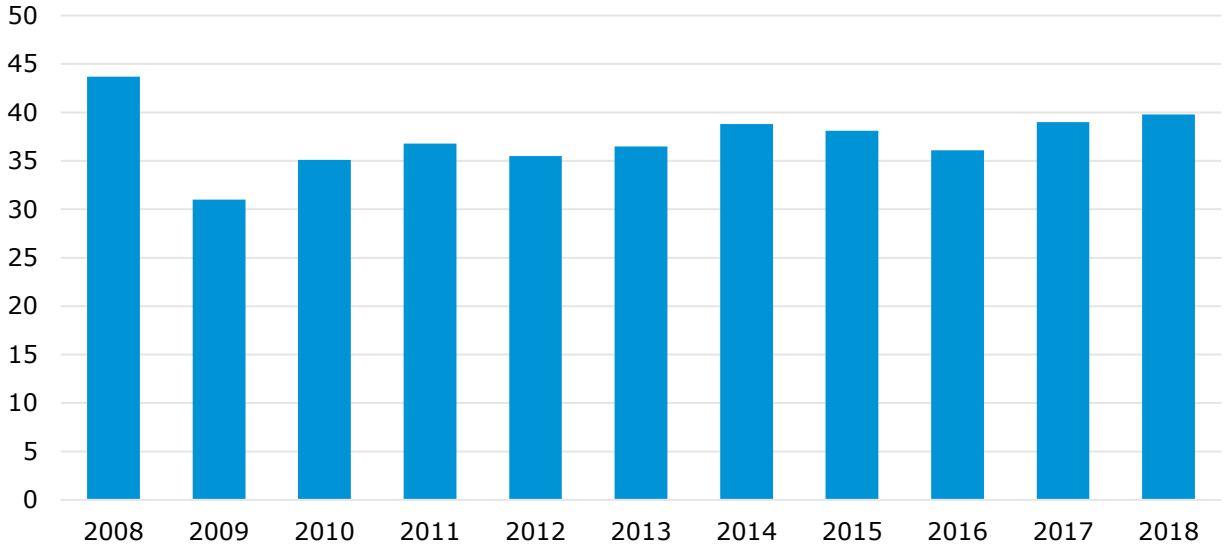


Kaynak: Art Economics

2018 yılında ABD'deki satışlar bugüne kadar kaydedilen en yüksek seviye olan 30 milyar dolara ulaşmıştır. Brexit endişelerine rağmen Birleşik Krallık'ta gerçekleştirilen

satışlar %8 artarak 14 milyar dolar seviyesine yükselirken Çin'deki satışlar 2018'de yıllık %3 düşüşle 13 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 3: Sanat Piyasasında Toplam Küresel Satış Adedi



Kaynak: Art Economics

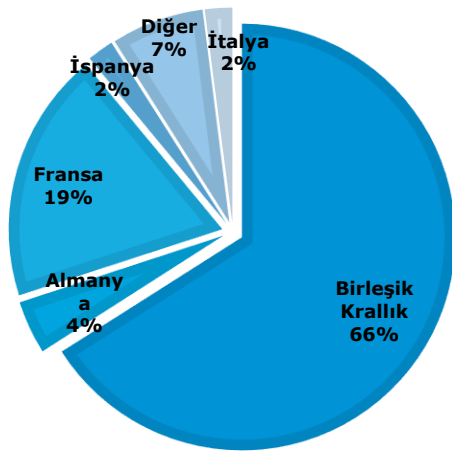
Toplam küresel satış adedi 2018 yılında 40 milyona ulaşmıştır.

Birleşik Krallık'ın %66'lık payla hükmettiği Avrupa piyasasında Fransa, Almanya, İsviçre ve İtalya'nın hacimleri 2018 yılında azalmıştır. Dünyanın en büyük dördüncü

sanat piyasasına sahip Fransa, Avrupa piyasasının %19'una sahipken Almanya, toplam hacmin sadece %4'ünü meydana getirmektedir.

2008 yılında Avrupa Birliği'nin (AB) küresel hacmin yarısını oluşturuyorken bu oran 2018'e gelindiğinde %32'ye gerilemiştir. Birleşik Krallık göz ardı edildiğinde AB 2018'de küresel hacmin ancak %11'ini teşkil etmektedir.

Grafik 4: AB Sanat Piyasası Hacmi (2018)



Kaynak: Art Economics

2018'de küresel galeri satışları yıllık %7 artışla 36 milyar dolara ulaşmıştır.

Yalnızca birincil piyasada faaliyet gösteren galerilerin 2018 yılında elde ettikleri toplam satışlarının ortalama üçte ikisi temsil ettikleri ilk üç sanatçıdan elde edilmişken %42'si ise lider sanatçıdan kaynaklanmıştır. Birincil piyasada iş gören galerilerin 2018'de temsil ettiği sanatçıların %36'sı kadinken, kadın sanatçıların eserleri toplam yıllık cironun ortalama %32'sini oluşturmuştur.

Müzayede evi satışları 2018'de 29 milyar dolara yükselmiştir. Bu rakam 2016'ya göre yaklaşık %30'luk bir artışı ifade etmektedir. En büyük müzayede piyasası

olan ABD (%40), Çin (%29) ve Birleşik Krallık (%19) %piyasanın neredeyse %90'ını oluşturmaktadır.. Müzayedelerde 1 milyon dolardan fazla fiyata satılan eserler satılan toplam adedin sadece %1'ini oluştururken hacmin %61'ini oluşturmuştur. Savaş Sonrası ve Güncel eserler 7,2 milyar dolarla 2018'de toplam müzayede piyasasının yarısını oluşturmuştur.

Sanat fuarı satışları 2018'de yıllık %6 artarak 16,5 milyar dolara ulaşmıştır. Sanat fuarlarında küresel galerilerin yaptığı satışların payı 2010 yılında %30'dan 2018'de %46'ya yükselmiştir. 2018'de uluslararası etkinliklerde küresel galerilerin gerçekleştiren satışların payı %31 iken yerel fuarlarda yaptıkları satışlar toplam hasılatın %15'inde kalmıştır. 2018'de sanat fuarlarında sergilenen sanatçıların %24'ü kadındır. ABD %24'lük oranla dünyanın en büyük sanat fuarı payına sahipken bunu birbirine yakın paylarla İngiltere, Fransa ve Almanya takip etmektedir. Kuzey Amerikalı ve Avrupalı bu büyük piyasalar sanat fuarlarında faaliyet gösteren galerilerin kökeni bakımından da önde gelmektedir. Sanat fuarlarında yer alan galerilerin %18'i ABD'liken Avrupa'nın en büyük piyasaları Birleşik Krallık, Fransa, Almanya ve İtalya toplamın %35'ini meydana getirmektedir. 2010 yılında 7.500 civarına kadar gerileyen sanat fuarlarında yer alan toplam galeri sayısı ilerleyen yıllarda 10.000 bandında seyretmiş, 2018 itibariyle de 12.614'le tarihi zirveyi görmüştür.

2018'de çevrimiçi sanat piyasası yıllık %11'lik artışla 6 milyar dolara ulaşmıştır. Bu rakam küresel sanat piyasasının %9'unu teşkil etmektedir. Sadece çevrimiçi satış yapan şirketlerin çoğunun 5.000 dolar ve altındaki eserleri sattığını, işlemlerin ancak %10'undan azının 250.000 dolardan pahalı eserlerden meydana gelmektedir.

ABD’de yapılan araştırmalar bireysel sanat koleksiyonerlerinin çoğunlukla 50 yaşından büyük olduğunu ortaya koysa da Asya’da 1981 ile 1996 yıllarında doğanları içine alan Y nesline mensup yüksek net değerli koleksiyonerlerin ağırlığının gittikçe arttığı görülmektedir. 2018’de Singapur’daki bireysel koleksiyonerlerin %46’sı Y nesli mensubuyken Hong Kong’da bu oran %39 olmuştur.

SANAT VE DEĞERLEME

Pay senedi, borçlanma aracı ve gayrimenkul gibi varlık sınıflarının aksine sanat eserlerinin değeri yatırımcılar tarafından kolayca gözlemlenememektedir. Bu nedenle ehil ve bağımsız bir sanat değerleme uzmanının sanat eserlerinin değerini tam ve doğru olarak tespit etmesi elzemdir. Önemli eserlere sahip kimselerin bunların gerçek değerini tam olarak bilmemesi istisna değildir.

Biriciklikleri nedeniyle sanat eserlerinin fiyatını belirleyen etmenleri analiz etmek hayli kapsamlı bir uğraştır. Eserin mülkiyetine ilişkin yasal sorunlar, orjinalliğine ilişkin kuşkular, fiziksel durumu, kalitesi ve nadirliğinin değerlendirilmesinde karşılaşılan belirsizlikler bir önceki satıcının itibar ve güvenilirliği doğru ve tutarlı değerleme yapılmasını zorlaştırmaktadır.

Araştırmalar 2016 ile 2018 yılları arasında varlıklı koleksiyonerlerin sanat eserleri için 1 milyon dolardan fazla harcama yaptığını ortaya koymaktadır. Y neslinin toplam harcamaların %45’ini oluşturması sanat piyasasında demografi nedeniyle ortaya çıkan değışimi ortaya koymaktadır.

şekil 5: Baygın Hasta, Rembrandt



Uzun yıllar boyunca New Jersey’de bulunan bir evin bodrumunda yatan Baygın Hasta isimli erken Rembrandt eserine bir galeride önce 500 dolar değer biçilmiş ancak eser uzmanlar tarafından hakiki olarak tespit edildikten sonra önce 1,1 milyon dolara bir Avrupalı koleksiyonere, ardından da Flemenk resamlara özel ilgisiyle bilinen New York’lu işadamı Thomas Kaplan’a 5 milyon dolara satılmıştır.

Sanat piyasasında sayısal değerlendirme yöntemlerinin gelişiminde önemli ilerleme kaydedilmesine rağmen, değerlemelerin büyük bir kısmında her daim öznel bir vechesi olduğu unutulmamalıdır. Değerleme sürecinde bu öznel parçanın belirli bir koleksiyoner veya yatırımcının sadece tesadüfi, kişisel duyguları değil, sektördeki

nitelikli uzmanların profesyonel değerlendirmesinden elde edilen girdiler göz önünde bulundurularak yapılması gerekmektedir. Nicel faktörlerin değerlemeye katkısını anlamak daha kolayken ölçmenin daha zor olduğu öznellik unsuru yatırımcının yatırım iştahını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca, değerlendirme yapılırken sanat piyasasının homojen olmadığı, her biri farklı özelliklere sahip yüzlerce alt pazarın bir derlemesi olduğunu hatırlamak da önemlidir.

Bir sanat eserinin değeri hesaplanırken kullanılan en güvenilir değerlendirme yöntemi karşılaştırmalı piyasa verisi yaklaşımıdır. Bu yöntemde, bir sanat eserinin değeri aynı sanatçının diğer veya aynı dönem, akım ve stile ait bir başka sanatçının eserleriyle karşılaştırılarak hesaplanmaktadır.

Sanat eserlerinin alım satımı aynı zamanda pek çok işlem maliyetini de beraberinde getirmektedir. Alım satımın galeri, müzayede evi, sanat fuarı ya da çevrimiçi yapılmasına göre hayli değişkenlik gösterse de işlem maliyetleri geleneksel menkul kıymetlere göre hayli yüklü olmaktadır. Bu maliyetler müzayede evleri için çoğunlukla aracılık komisyonu, sigorta ücreti, nakliye maliyeti, doğrulama ve tasdik gideri ile onarım ücretleri ve mülkiyet sigortasından meydana gelmektedir. Galerilerde çoğunlukla tek bir komisyon ücreti hesaplansa da alıcı ve satıcının temsilcileri bulunması durumunda bu aracılara da komisyon ödenmesi gerekmektedir.

Değerleme: Sigorta ve Vergi

Alım satımın yanı sıra sigorta, vergi, miras gibi çeşitli nedenlerle de sanat eserlerine uzmanlarca fiyat biçilmesi gerekmektedir.

Sigorta: Yangın, sel, fırtına, hırsızlık ve kaza sonucu hasar görmesi durumuna karşı

sanat eserleri sigorta altına alınabilmektedir. Bunun yanında, sanat eserlerinin ihmal, kusur ve doğal afetler yanında kasti bir şekilde tahrip edilmesi de mümkündür.

Ancak pek çok koleksiyonerin vergi dene-timi ya da gizli bir koleksiyonun halka ifşa olması korkusuyla sigorta yaptırmaktan kaçındığı anlaşılmaktadır. Bu durumda, yatırımcının önemli bir riskin ortaya çıkması halinde hasarın %100'ünü üstlenmesi zorunluluğu doğmaktadır.

Sigorta poliçesine esas olan değerler eserin ikame değeri hesaplanmaktadır. Bir eserin "ikame değeri" çoğunlukla galeri piyasasındaki değerini yansıtmaktadır.

Vergi: Mirasçıların ödemekle yükümlü olduğu vergilerin hesaplanması yanında eserlerin başışı esnasında ortaya çıkabilecek vergisel avantajların ölçümü için de değerlendirilmesi yapılabilmektedir.

Vergi nedeniyle yapılan değerlemelerde genellikle "adil piyasa değeri" belirlenmektedir. Adil piyasa değeri çoğunlukla ikame değerinden düşük olup bilgi asimetrisinin bulunmadığı etkin bir piyasada alıcı ve satıcının üzerinde anlaştığı değeri ifade etmektedir. Adil değer çoğunlukla müzayede piyasasında gözlemlenen değerleri ifade etmektedir.

Değerlemede Nesnel Unsurlar

Bir sanat eserinin değeri sanat piyasasının durumuna, ulusal ve uluslararası ekonomik gelişmelere ve mevcut zevk ve eğilimlere bağlı olarak zaman içinde değişebilmektedir. Sanat değerlendirme uzmanı bir sanat eserini değerlendirirken çoğunlukla eserin satıldığı

coğrafi bölge, eserin beraber açık artır-
maya çıktığı eserlerin türü, dönemi ve de-
ğeri, fiziksel durumu, ilgili akım ve sanat-
çıya olan piyasa iştahı, satıcının kimliği,
eserin sanatçının kariyerinde hangi döneme
rastladığı gibi pek çok değişkeni göz
önünde bulundurmaktadır.

Sanatçının Şöhreti

Bir sanat eseri fiyatının en önemli etmenle-
rinden biri eseri tamamlayan sanatçının
şöhretidir.

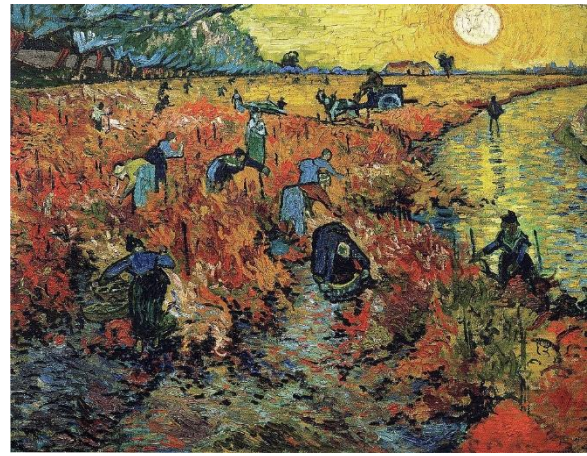
Sanatçının çağdaşları arasındaki görece
şanı, özel bir sanat akımının ortaya çıkma-
sındaki rolü ve genel sanat piyasasındaki
önem ve ağırlığı eserlerin değerini doğru-
dan etkilemektedir. Sanatçı ne kadar ünlü
olur ve belirli bir akımda ne kadar önemli
ve yaratıcı olursa eserleri o denli değerli ol-
maktadır. Ancak sanatçının kariyerinin
farklı dönemlerindeki eserlerin önemli öl-
çüde farklı değerlere sahip olabilmektedir.

Tanınmış bir sanatçı tarafından yapılan bir
eser genellikle piyasada oturmuş bir fiyat
geçmişine sahip olduğundan yatırımcısına
yüksek prestij sunarken nispeten az bilinen
bir sanatçıya göre çok daha az riskli bir ya-
tırım olanağı sunacaktır. Örneğin, çalışma-
ları çoğunlukla 1 milyon doların üzerinde fi-
yatlarla satılan Picasso, Warhol, Cézanne
ve van Gogh gibi üstatlar kendi akımları
içinde en ön sıralarda yer alırken eserleri
sanat piyasasındaki şöhretleri nedeniyle
yükselmektedir.

Her sanatçının şöhrete giden yolu farklı ol-
makla beraber bir sanatçının önceden meş-
hur olup olamayacağına belirlemeye yöne-
lik bir yöntem modern sanat müzesi Tate'in
eski yöneticisi Alan Bowness tarafından
önerilmiştir. Bir sanatçı sırasıyla kendi
akımı içerisinde diğer sanatçılarda tarafın-
dan tasdik ediliyor, eleştirmenler tarafın-
dan takdir ve tavsiye ediliyor, galeri ve mü-
zayede evleri tarafından müşterilerine

öneriliyor ve halk tarafından kabul edili-
yorsa bu sanatçının ileride ünlü olacağı tah-
min edilebilmektedir. Buna rağmen, sanat-
çının ne zaman ünlü olacağı önceden tam
olarak kestirilemeyeceğinden piyasa za-
manlaması yapmak hayli zordur. Örneğin,
resmi kaynaklara göre van Gogh hayattay-
ken yalnızca *Arles'daki Kırmızı Üzüm Bağı*
isimli eseri satılmıştır.

Şekil 6: Arles'daki Kırmızı Üzüm Bağı, Vincent van Gogh



1888 yılında tamamlanan eser 75 cm x 93 cm boyut-
larında olup 1890 yılında Belçika'da 400 franka (2.000
dolar) kendisi de bir empresyonist ressam olan Anna
Boch'a satılmıştır. Van Gogh'un hayattayken satmayı
başardığı tek eser olma özelliğini haiz eser ünlü Rus
koleksiyoner Sergei Shchukin tarafından alındıysa da
devrimin ardından Bolşevikler tarafından istimlak edil-
miştir. Eser bugün Moskova'daki Pushkin müzesinde
sergilenmektedir.

Bir sanatçı ne kadar ünlü olursa olsun her
eseri piyasada yüksek fiyatlarla alınıp satıl-
mayabilmektedir. Örneğin, İspanyol res-
sam Pablo Picasso 2005 ve 2006 yıllarında
dünyadaki en yüksek müzayede satışlarına
sahip olmuş, 2007'de iki numaraya gerile-
mişse de sanatçının toplam satış değeri 319
milyon olarak gerçekleşmiştir. O güne ka-
darki en yüksek fiyatlı eseri *Femme Accro-
upie au Costume Turc* (Jacqueline) 2007'de
New York'ta Christie's tarafından 27,5 mil-
yon dolara satılsa da Picasso'nun o yıl açık
artırmaya çıkarılan 72 eserinden %20'si
alıcı bulamamış, satılan 58 eserin üçte biri

1 milyon altından bir değere alıcı bulmuş, hatta bir eser sadece 2.146 dolarla açık arttırmaya çıkarılmıştır. Bu husus şöhretin eser değerlemelerinde önemli ancak sınırlı bir etkisinin olduğunu, dünyaca ünlü ressamlar için bile fiyat aralıklarının hayli oynak olabileceğini ortaya koymaktadır.

Şekil 7: Femme Accroupie au Costume Turc (Jacqueline), Pablo Picasso



1955 yılında tamamlanan yağlıboya 116 cm x 89 cm olup eserde ele alınan figürün giydiği kıyafet Türk kültüründen esinlenen motiflerle işlenmiştir.

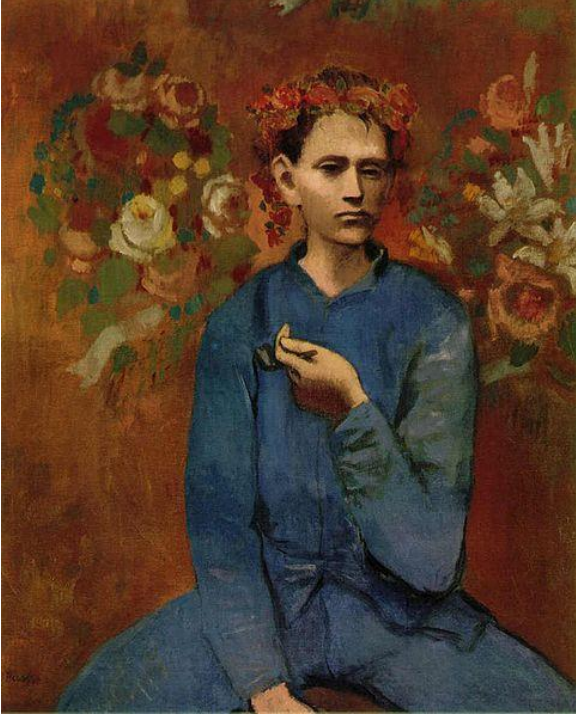
Eserin Nitelikleri

Boyut: Sanat eserinin gayrimenkulün aksine metrekare başına fiyatlandırılması söz konusu olmasa da büyüklüğün fiyatı etkilediği durumlar bulunmaktadır. Aynı sanatçı tarafından yapılan daha büyük eserlerin daha yüksek fiyatlara satıldığı görülmektedir. Araştırmalar fiyatın boyutla azalan bir marj oranında arttığını ortaya koymaktadır. Ortalama bir sanatseverin herhangi bir eseri saklama ve sergileme imkanı daha sınırlı olacağından büyük boyutlu eserleri almadaki iştahı nispeten sınırlıdır. Ancak müze gibi geniş fiziksel tesisleri haiz kuruluşların büyük boyutta eserleri sergileme imkanlarına bulunduğundan daha fazla pazarlık gücü olduğu söylenebilmektedir.

Malzeme: Sanatçıların eserleri için kullandıkları malzeme eserin fiyatını etkilemektedir. Örneğin yağlı boya eserlerin yüksek üretim maliyetleri ve dayanıklılığı nedeniyle karakalem çalışmalardan daha pahalı olduğu görülmektedir. Bir sanatçı belirli bir malzeme kullanımında ihtisaslaşmış ve en ünlü eserlerini bu alanda vermişse benzer malzeme kullanılarak yapılan tüm diğer çalışmalar da değerli olma eğilimindedir.

Dönem: Bir eserin sanatçının kariyerinin hangi döneminde yapıldığı fiyatı önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Sanatçının kendi tarzını oturttuğu dönemde tamamlanan eserler için genellikle daha yüksek fiyatlar ödenmektedir. Bununla birlikte, meşhur bir sanatçının erken dönem eserleri için sonradan önemli bedeller ödenmesi de nadir değildir. Picasso'nun kendi tarzını oluşturduğu mavi ve pembe dönem olarak adlandırılan 1902 ile 1906 arasında tamamladığı eserler sanatçının en yüksek fiyattan satılan eserlerini oluşturmaktadır.

Şekil 8: Garçon à la Pipe, Pablo Picasso



Picasso'nun 24 yaşını sürdüğü 1905 yılında yapılan eser 100 cm x 81 cm olup yağlıboya kullanılarak yapılmıştır. New York Herald Tribune'un sahibi ve Manhattan'da bulunan Museum of Modern Art'ın başkanı John Hay Whitney'e 1950 yılında 30.000 dolara satılan eser 2004 yılında New York Sotheby's tarafından 104 milyona dolara satılmıştır.

Konu: Eserde işlenen konu ve kullanılan öznenin fiyata olan etkisini tespit etmek zor olmakla beraber araştırmalar konu ve öznenin belirli durumlarda fiyatı artırabildiği ortaya koymuştur. Örneğin, erkeklerin kadın formunun temsil edildiği çalışmalar için erkek kullanılan çalışmalara göre daha fazla para ödemeye razı oldukları iddia edilmektedir. Sanatçıların sıklıkla tekrarladıkları temaların markalaşmaya neden olarak eserlerin değerini artırdığı söylenmektedir. Diğer çalışmalar tarihsel öneme sahip kişi, içerik ve hatta rengin fiyatı artırabildiğini ortaya koymaktadır.

Fiziksel durum: Eserin fiziksel durumu diğer etmenlerin aksine değerlemede kesin bir rol oynamaktadır. Eserdeki yırtık, çizik,

çatlak, boya kaybı gibi tüm hususlar fiyatin düşmesine neden olmaktadır.

Şekil 9: Le Reve, Picasso



ABD'li ünlü otel yatırımcısı Steve Wynn 2006'da Picasso'nun 22 yaşındaki metresini resmettiği Le Reve'ini arkadaşına 40 milyon dolara satmak üzereyken esere yanlışlıkla dirseğini geçirmesiyle satış iptal edilmiştir. ABD basınının 40 milyon dolarlık gaf diye tanımladığı olaydan sonra onarılan eser Wynn tarafından 2013'te aynı kişiye 155 milyon dolara satılmıştır.

Satışa İlişkin Detaylar

Satıcı: Satıcının kimliği eserin piyasaya nereden ve ne zaman girdiğini tescillediğinden alıcıya orjinallik hususunda güven sağlamaktadır. İspatlanmış bir mülkiyet geçmişine sahip imzalı eserler genellikle daha yüksek fiyatlardan satılmaktadır. Ancak bunu eski eserler için sağlamak hayli zordur. Modern eserlerin yatırımcılar arasında popüler olmasının bir nedeni de eserin menşeinin kolaylıkla belirlenebilir olmasıdır.

Bir eserin önceden pek çok sergide halka sergilenmiş olması değerini artırırken eser uzun bir süredir kamuoyundan gizlenmişse

satışa sunulduğu takdirde sanatseverler arasında ilgi uyandırdığından daha yüksek fiyattan satılabilmektedir.

Mekan: Bir eserin satıldığı mekanın konumu ve özellikleri eserin fiyatını doğrudan etkilemektedir. Bir müzayede evi ve galeri sahip oldukları itibarla yatırımcılara en kaliteli ve değerli eserleri aldıkları güvenini vermektedir. Bu mekanlar ayrıca eserlerin alım, satım, finansman, tanıtım, pazarlama, değerlendirme ve tasdikleme konusundaki çok yönlü rolleriyle aslında piyasa yapıcılığı faaliyetinde bulunmaktadır. Prestijli müzayede evi ve galerilerde satılan sanat eserlerinin daha pahalıya satılması istisna değildir.

Satışların coğrafi konumu da fiyatı önemli ölçüde etkilemektedir. ABD’de de fiyatların Avrupa’ya daha yüksek olduğu görülürken New York, Londra, Hong Kong gibi önemli sanat ve finans merkezlerinde satılan eserlerin bölgesel merkezlere göre daha yüksek fiyatlardan alıcı bulduğu anlaşılmaktadır.

Zamanlama: Eserin ne zaman piyasaya sürüldüğü fiyatını önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Sanat piyasası mevsimsellik göstermektedir: ilkbahar ve sonbaharda yapılan satışların diğer tüm değişkenler sabit tutulduğunda daha yüksek fiyattan yapıldığı anlaşılmaktadır. Müzayede evi ve galerilerin fiyatları artırma gayesiyle ekonomik gelişmelere göre satışları zamanlaması sıklıkla görülmektedir.

Eserin günün hangi saatinde satıldığı bile fiyatı etkilerken müzayede evlerinde öğleden sonra yapılan satışlar için verilen peylerin zamanla azaldığı ancak sabahleyin düzenlenen açık artırmalarda düzenli olarak arttığı gösterilmiştir.

Ekonomi: Sanat eserleri lüks mallar olduğundan talep gelirle orantılı bir şekilde değişkenlik göstermektedir. Ancak sanat piyasasının her segmenti ekonomik

koşullardaki değişime farklı oran ve hızda tepki göstermektedir. Belirli segmentlerdeki patlamanın çoğu finansal piyasaların yükseldiği refah dönemleriyle çakışmaktadır. Örneğin, 1980’lerde Japonya’da ortaya çıkan ekonomik balon sanat eserlerinin tüm segmentlerine olan talebi artırmış, 2008 küresel finansal krizi de güncel sanat piyasasındaki yükselişi geçici de olsa önemli ölçüde baltalamıştır.

Değerlemede Öznel Unsurlar

Bir eserin nesnel özellikleri fiyatı belirlemede önemli rol oynasa da aynı sanatçıların hayli benzer çalışmaları için bile önemli piyasada önemli fiyat farklarının oluşması öznel etmenlerin de değerlendirilmesinde büyük etki yarattığını ortaya koymaktadır.

Şekil 10: Dora Maar ve Kedi (sol) ve Kadın Kafası, Dora Maar (sağ), Picasso



Şekil 10’da gösterilen Picasso’ya ait iki eser Sotheby’s tarafından New York’da Mayıs 2006’da birer gün arayla satılmıştır. Benzer dönem, boyut, malzeme ve stile sahip eserlerden soldaki 85 milyon dolara satılırken sağdaki sadece 5 milyona dolara alıcı bulmuştur.

Sanat eserine özgü duygusal, öznel ve hatta irrasyonel etmenler eserlerin nesnel etmenlerle açıklanamayacak bir primi beraberinde getirmektedir.

Eserin nesnel etmenler tarafından açıklanan değerinin üzerindeki prim eserin belirli bir alıcıya olan hususi duygusal ve estetik çekiciliğini temsil ederken bu durum sanat

piyasalarını geleneksel finansal piyasalardan ayıran en önemli özelliklerdendir. Bu prim belirli bir alıcı veya eser grubu için özel olmamakla beraber her bir alıcı için çeşitli dönemlerde farklı olarak ortaya çıkmaktadır.

Duygusal Prim: Şekil 1’de gösterilen van Gogh’un eseri Dr. Gachet duygusal prime iyi bir örnek olarak gösterilebilmektedir. Alıcı Ryouei Saito, Dr. Gachet’in melankolik görünümünün kendisini anımsattığını söylemiş, müzayedede görevlendirdiği temsilcisine de eseri ne pahasına olursa olsun alma talimatını vermiştir. Eseri uzun vadeli olarak tutmayı hedefleyen Saito 82,5 milyon dolar öderken eserin yüksek fiyatı eleştirmenlerin tepkisine neden olmuştur. Eserin hayli yüksek bir fiyattan alındığına değişen eleştirmenler herhangi bir nedenle eserin tekrar piyasaya çıkması halinde daha iyi hatta aynı fiyatı almasının çok zor olduğunu ifade etmiştir. Medyada yaygın şekilde yer verilen buna benzer popüler satışların çoğunlukla alıcı bulamamak nedeniyle aslında hayli zayıf finansal yatırımlar olduğunu söylemek mümkündür.

Referans Fiyat: Eserin bir noktada hayli yüksek fiyattan satılması piyasaya tekrar sürüldüğü zaman daha da yüksek bir fiyattan satılabilmesine neden olmaktadır. Satış tarihleri arasında uzun süre bulunan sanat eserlerinin etkin bir piyasada işlem görmemesi ve esere ilişkin bilgi sınırlılığı eserin yeni fiyatının belirlenmesinde bir önceki fiyatın dayanak alınması tutumunu pekiştirmektedir. Ortaya çıkan bu referans fiyatların modern eserler için daha erişilebilir olması yeni yatırımcılar için modern eserleri daha kolay bir segment kılmaktadır.

Sanat Endeksleri

Diğer tüm varlık sınıflarında olduğu gibi sanat yatırımlarında da göz önünde bulundurulması gereken en önemli hususlardan biri

zaman içerisinde varlıklardan elde edilen getirilerdir. Ancak sanat eserlerinin benzersiz ve heterojen oluşu ile geleneksel yatırım araçlarına göre hayli sınırlı şekilde işlem görmesi getirilerin sağlıklı bir şekilde incelenmesini engellemektedir.

Pay senedi ve borçlanma araçlarına dayalı endeks geliştirerek getirileri hesaplamak mümkünken sanat yatırımları için günlük fiyat eksikliği ile işlemler arasında on yıllara varan aralıklar bulunması sağlıklı endeks oluşturmayı zorlaştırmaktadır. Sektör bu sıkıntıları gidermek için çeşitli yöntemler geliştirdiyse de tüm bu yöntemlerin kendine has sorun ve sınırlamaları bulunmaktadır.

Sanat piyasasında kolayca ulaşılabilen ve herkese açık tek veri müzayedelerde evlerinde düzenlenen açık artırma verileridir. Pek çok ticari veri sağlayıcı ve müzayedelerde evi tarihsel açık artırma verilerine erişim sağlamaktadır.

Sanat eserleri için bir fiyat endeksi oluşturmanın temel amacı belirli bir varlık veya varlık grubunun fiyatındaki değişimi zaman içerisinde ölçmektir. Sağlıklı bir sanat endeksinin genel sanat piyasasının bütününe yansıtması ve eser alım-satımlarının büyük bir kısmını içermesi gerekmektedir.

Endeks oluşturmada yaygın olarak iki temel yaklaşım kullanılmaktadır. Bunlar tekrar satış yaklaşımı olarak adlandırılan, ele alınan dönemde bir kereden fazla işlem gören eserlerin verileri kullanılarak oluşturulan endekstir. İkincisi ise hedonik modelleme yöntemi olarak anılan, başta eserlerin kalitesindeki değişim olmak üzere çeşitli özelliklerdeki farklılıkları karşısında fiyattaki değişimi inceleyen endekstir.

Tüm yatırım araçları için geçerli olduğu gibi geçmiş performansla dayalı sanat endekslerinin gelecekteki fiyatları tahmin etmedeki yetkinliği sınırlıdır ancak sanat piyasasında

gerçekleşmiş olan performansı değerlendirme açısından faydalı olmaktadır.

Tekrar Satış Yaklaşımı

Tekrar satış yaklaşımı aynı sanat eserinin fiyat aralığını iki dönem arasında ölçmektedir. Bu yöntemle göre eser niteliklerinin işlemler arasında değişmediği varsayılmaktadır.

Tekrar satış endeksinin anlaşılması kolaydır. Getiriler aynı sanat eserinin fiyatına dayandığından ortaya çıkan endeks otomatik olarak heterojenlik sorununu ortadan kaldırmaktadır. Kalite sabit tutularak zaman içindeki fiyat değişimi bu sayede ölçülebilmektedir. Tekrar satış yaklaşımı bu bakımdan ölçümü hayli zor olan kalite olgusunun değerlendirme zorunluluğunu ortadan kaldırmaktadır. Burada göz önünde bulundurulması gereken tek gereksinim örneklemdeki varlıkların kalitesinin zaman içinde sabit kalmasıdır.

Tekrar satış yönteminin bir dönem içerisinde birden çok kez işlem görmeyen eserleri göz önünde bulundurmaması piyasada yapılan önemli büyüklükteki satışların büyük bir kısmının göz ardı edilmesine neden olmaktadır. Bu nedenle anlamlı bir endeksin yapılması için uzun bir vadenin göz önüne bulundurulması gerekliliği endeksin kullanılabilirliğini sınırlamaktadır. Bir kez satışa konu olan eserleri göz ardı ettiği için nispeten sık işlem gören eser, sanatçı ve akımların endekste önemli yanlılığa neden olması ihtimali bulunmaktadır.

Ayrıca, sanat piyasasının diğer piyasalara nazaran ekonomideki gelişmelere karşı daha hassas olması alıcı ve satıcı sayı ve özelliklerinin hızla değişkenlik göstermesi neden olarak fiyatlara yansıdığından endeksin tutarlılığını etkilemektedir.

Hedonik Fiyat Endeksleri

Hedonik fiyat endeksleri, tekrar satış yaklaşımının aksine sadece birden fazla kez satılan eserleri göz önünde bulundurmak yerine bir dönem içinde sadece bir kez yapılan satışları da analize dahil etmektedir. Hedonik yaklaşım bir sanat eserinin kalitesinin bir dizi farklı değişkenin bileşimi olduğunu, eserin bu özelliklerin sağladığı faydaya göre değerlendirileceği yaklaşımına dayanmaktadır. Bu değişkenler fiziksel ve fiziksel olmayan özellikler olarak ikiye ayrılmaktadır:

- Fiziksel özellikler: Satışın gerçekleştiği müzayede evini, coğrafyayı ve eserin boyutu gibi değişkenler,
- Fiziksel olmayan özellikler: Eserin sanatçının imzasını içerip içermediği, sanatçının itibarı gibi değişkenler.

Regresyon benzeri istatistiksel yöntemler kullanılan hedonik yaklaşımın en önemli avantajı farklı zamanlarda karşılaştırma için aynı kalitede eser seçme zorunluluğunu ortadan kaldırmasıdır. Ayrıca, tekrar satış yönteminden farklı olarak yalnızca tek bir kez işlem görmüş eserleri elemediğinden daha geniş bir örneklemle çalışma imkanı sağlamaktadır. Bununla birlikte, hedonik yaklaşım analizin kapsadığı her dönemde aynı değişkenlerin kullanılması zorunluluğunu gerektirmektedir. Dönemler arasında ekonomik gelişmeler ve sanat piyasasının yapısı itibarıyla değişkenlerin farklılık göstermesi analizde kullanılacak değişken kümesini tanımlamayı zorlaştırmaktadır. Bu sorun, hedonik fiyat endeksinin güvenilirliğini azaltırken bu endeks kullanılarak oluşturulan tahminlerin de tutarsız olabilmesine yol açmaktadır.

Sanat eseri fiyatlarının çoğunlukla hayli oynak olduğu görülmekle beraber geleneksel varlık sınıfı getirileri ile enflasyona göre performansının farklı dönemlerde çeşitlilik gösterdiği anlaşılmaktadır. Bu fark Flemenk ressamı, empresyonistler, kariyerinin bir

bölümünü Fransa’da geçirmiş sanatçılar ve diğer pek çok sübjektif tercih gibi alt sınıflar incelendiğinde daha da fazla çeşitlilik göstermektedir. Sanat eserlerine ilişkin genel bulgu getirilerin pay senedi yatırımlarına benzer, sabit getirili menkul kıymetlere göre yüksek olduğudur. Buna karşın,

SANAT VE BANKACILIK

Zengin müşterilere yeni ürünler sunma ihtiyacı ile bankaların verdiği kredilere teminat olarak alternatif varlıkları kullanma talebi nedeniyle sanat bankacılık ürünleri arasında yerine almaya başlamıştır. Küresel sanat ticaretinin yükselişi de bankacılık çözümlerinin yaygınlaşmasında ivme sağlamıştır.

Finansmana erişim sayesinde galeri, müzayede evi, müze ve sanat fonları piyasada gerçekleşen elverişli fiyat hareketlerinden faydalanma imkânı bulunurken satıcılar da sanat eserlerini uygunsuz fiyatlardan satma zorunluluğu olmadan teminat olarak kullanarak borç alabilme imkanına kavuşmaktadır. Bu sayede, hem alıcı hem de satıcı taraf artan likiditeden faydalanarak piyasadaki fiyatların aşırı derecede dalgalanarak fiyat riskinin ortaya çıkması engellenmektedir.

Sanata dayalı kredilerin 1980’li yıllarda eserlerini teminat olarak gösteren yatırımcılara tahsis edilmeye başlanmasıyla yükselişe geçtiği görülmektedir. Bu dönemde, yatırımcıların sanat kredileriyle hem sanat hem de diğer piyasalarda yatırım için kaldıraç kullanmaya başladığı görülmektedir. Ayrıca değer artış vergisinden kaçınmak için ters ipoteğe benzer şekilde yatırımcıların eserlerine karşı aylık düzenli ödemelerle eserlerini finansal kuruluşlara sattığı anlaşılmaktadır. 1990’lı yıllara girildiğinde sanat piyasasındaki önemli düşüş sanat kredilerinin batmasına neden olmuş, uzun

volatilitenin iki varlık sınıfına göre önemli ölçüde yüksek olduğu, bununla beraber korelasyonun iki varlık sınıfıyla da düşük olduğu ve yatırım portföyüne dahil edildiği takdirde riskin azalttırılırken getirilerin en çoklanabildiği yönündedir.

yıllar sanat kredilerinin düşük seviyelerde seyretmesine neden olmuştur.

2000’lerde ise, internet üzerinden kolay ve uygun maliyetle ulaşılabilen eser bilgileri sayesinde sanat piyasasına yönelik kredilerde önemli ölçüde artış görülmüştür. Sanat eserinin orijinallliği, tarihsel fiyat gelişimi, mülkiyet durumu gibi bilgileri kolayca erişilebilmesi finansal kuruluşların daha kolay kredi değerlendirmesi yapabilmesine neden olmuştur.

Sanat kredileri sayesinde banka ve diğer kredi kuruluşları müşterilerine geleneksel olarak likit olmayan sanat eserlerini teminat olarak göstererek nakde erişim fırsatı sunmaktadır. Müşteriler de bu krediler vasıtasıyla eserlerini muhafaza etmeye devam ederek yeni eser satın alımının finansmanı ile mevcut portföyü çeşitlendirme imkanına kavuşmaktadır.

Kredi sürecinde başvuru sahibinin finansal durumu kredi kuruluşları tarafından değerlendirilirken kurum içi sanat danışmanlığı hizmetleri bulunan finansal kuruluşlar sanat portföyünün değerlemesini yapmaktadır. Değerleme kredi vadesi boyunca her yıl en az bir kez tekrarlanırken teminata alınan eserlerin asgari adedi ve likiditesi uzmanlar tarafından belirlenmektedir. Eserlere ilişkin ruhsat belgesi, fotoğraf, fatura gibi detaylar bu süreçte finansal kuruluşa ibraz edilirken kredi tutarı ve koşulları tüm bu etkenler neticesinde netleştirilmektedir. Uzmanlar sanat veritabanlarından faydalanarak

sanat portföyündeki eserlerin veya muadillere ilişkin en güncel verileri kullanmaktadır. Kurum içi sanat danışmanlığı bulunmayan kuruluşlar bu değerlendirme için üçüncü taraf müzayede evi değerlendirme uzmanları ya da bağımsız sanat danışmanlarıyla çalışmaktadır.

Kredi süresince borçlu kredi veren kuruma finansal bilgilerini, vergi beyannamesini ve teminata konu eserlerin fiziksel durumunu içeren evrakları yıllık bazda ibraz etmekle yükümlüdür. Pek çok kredi sözleşmesi borçlunun belli bir net varlık değerinin altına düşmeme, portföydeki eserleri koruma, kollama ve saklama, bir eser ödünç verilmeden veya satışa çıkarılmadan önce finansal kuruluşa haber verme gibi bağlayıcı hükümler içermektedir. Ayrıca, terörizme varacak kadar geniş risklere kadar koruma sağlayan sigorta poliçeleriyle eserlerin korunmasını finansal kuruluşlar kreşi sürecinde zorunlu tutmaktadır.

Günümüzde sanat kredileri kurumsal ve bireysel olarak iki grupta incelenmektedir. Sanat kredileri bankalarla beraber daha sınırlı olarak mütevazı kaynaklara sahip finansal kuruluşlarla müzayede evleri tarafından gerçekleştirilmektedir.

Kurumsal Krediler

Bazı kurumsal yatırımcıların daha fazla sanat yatırımında bulunmak için finansal kuruluşlardan mevcut sanat portföyü ile teminatlandırılmış döner bir kredi sağladığı görülmektedir. Bu döner kredi yatırımcılara alım fırsatı doğduğunda hızlı davranma kıvraklığını sağlayacak bir finansal esneklik sunmaktadır. Hayli dinamik bu yatırım anlayışı sanat piyasasını iyi bilen ve yakından takip eden kurumsal yatırımcıların geniş finansal kaynaklara erişim sağlamasıyla mümkün olmaktadır.

Son yıllarda bazı serbest yatırım ve özel sermaye fonu yöneticilerinin sanat

portföylerini teminat olarak kullanarak elde ettikleri krediyi fon yatırımları için kullandıkları görülmektedir. Daha düşük faiz oranıyla elde ettikleri krediyle yaptıkları yatırımlardan daha yüksek getiri elde etmek için arbitraj işleminde bulunmaktadırlar. Ancak bu işlemlerin önemli riskleri de beraberinde getirdiği unutulmamalıdır.

Yanı sıra, pek çok galeri kredi kullanarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Önemli çoğunluğu ticari kredi olarak kurgulanan bu borçlar bankaların ticari bankacılık bölümleri tarafından galerinin nakit akışı ve alacakları ile sanat envanteri incelenerek tahsis edilmektedir. Bu kredilerin amacı galerilere işletme sermayesi gereksinimleri için sermayeye hızlı ve kolay erişim sağlamaktır. Bu krediyi vermek için banka galerinin envanteriyle beraber nakit akışı ve alacaklarını da dikkate almaktadır.

Önemli eserlerin alım satımını gerçekleştiren varlıklı galeri sahiplerinin işlemleri ise çoğunlukla bankaların özel bankacılık bölümleri tarafından galeri sahibinin kişisel sanat koleksiyonu ile bireysel sanat envanteri teminat alınarak gerçekleştirilmektedir. Bu krediler genellikle piyasada alım fırsatları ortaya çıktıkça eser satın almak için kullanılan döner kredilerdir. Bu krediler sıklıkla eser alınırken kullanılıp, satılırken geri ödenmektedir.

Bankalar çoğunlukla teminata verilen eserleri galeride bırakmayı tercih etse de daha küçük finansal kuruluşların eserleri daha sonra iade edilmek üzere depolarında rehin aldığı sergi salonlarında sergilediği görülmektedir.

Bireysel Krediler

Bankalarla beraber diğer kredi kuruluşları ve büyük müzayede evleri bireysel yatırımcılara kredi kullandırabilmektedir.

Bireysel yatırımcıların çoğunlukla iki farklı motivasyona sahip gruba mensup olduğu görülmektedir. Bu gruplar değerli sanat eserlerine sahipken yeterli nakdi bulunmayan bireylerle hem sanat eseri portföyü değerli olup hem de yeterli nakdi bulunan bireyleri içermektedir. İlk grup çeşitli harcamalar için nakit akışı elde etmek isterken ikinci grup saat yatırımlarını çeşitlendirmek için likiditeye erişmek istemektedir.

Yatırımcılara sunulan kredilerin rüculu ve rücusuz olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. Bireyin sahip olduğu sanat portföyünün değerlendirmesine göre kredi rüculu ve rücusuz olarak düzenlenmektedir. Rüculu kredi sanat portföyü ile beraber bireyin şahsi varlıklarını da haciz etme hakkı tanırken rücusuz krediler sadece sanat portföyünün haczine izin vermektedir. İki kredi arasındaki teminat farkı rücusuz kredilerin daha riskli olmaları nedeniyle daha yüksek faiz oranıyla tahsis edildiği görülmektedir.

Değerli sanat eseri sahibi olup yeterli nakdi bulunmayan bireylerin çoğunlukla mirastan kaynaklanan veraset ve intikal vergileri nedeniyle kısa vadeli borçlanmaya ihtiyaç duyduğu görülmektedir. Eserlerin hızla elden çıkarılması çoğunlukla mümkün olmadığından kısa vadeli borçlanma eserlerin satılmasından önce hızla nakde erişimi sağlamaktadır.

Büyük müzayede evlerinden bazıları eserlerini konsinye olarak satmak isteyen bireylere önceden borç vererek finansman sağlamaktadır. Bu borçlar çoğunlukla eserlerin satılmasından elde edilen gelirle sonradan ödenmektedir. Bu krediler, bireyin kredi itibarından ziyade eser portföyüne göre

belirlenmektedir. Krediler çoğunlukla sadece uzun vadeli müşterilere verilmekle beraber asgari bir meblağa sahip olmakta ve toplam eser portföyünün ancak sınırlı bir bölümüne tekabül etmektedir.

Buna karşın, bankalar sanat kredisi verirken teminatsız bir kredinin yapılandırılması için yaptıklarını uygulamaktadır. Bankacılar müşterinin finansal kredibilitesiyle eserlerin kalite ve kolayca nakde dönüştürülebilirliğini incelemektedir. Varlığa dayalı kredi veren daha küçük finansman kuruluşları ile müzayede evlerinin aksine bankalar kredinin takibe düşmesi halinde eserlerin satılması sürecini yönetmekten kaçınmaktadır. Bu nedenle, borçlunun yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda eser portföyü yerine öncelikle nakit akışına önem verildiğinden yatırımcının varlık ve yükümlükleri göz önünde bulundurularak kredi kurgulanmaktadır.

Sanat eseri sahipliği sigorta, restorasyon ve depolama benzeri bir takım masraflara yol açmaktadır. Bununla beraber sabit ya da değişken bir nakit akışı bulunmamaktadır. Bu yüzden sanat kredisi alan kişilerin nakit akışı kredi değerlendirmesinde büyük önem taşımaktadır.

Örneğin, Citi Bank'ta en düşük kredi tutarı 5 milyon dolarken teminata konu her bir eser için asgari değer ortalama 200.000 dolardır. Kredilere uygulanan faiz oranı LIBOR + borçlunun koşullarına göre belirlenen bir prim olarak hesaplanırken vade 1 ila 20 yıl arasında değişmekte ve toplam meblağ sanat portföyünün azami %50'sine denk gelmektedir.

SANAT VE YATIRIM FONLARI

Geleneksel sermaye piyasası araçlarından beklendikleri performansı elde edemeyen yatırımcılar alternatif varlık sınıfı arayışına girmiştir. Bu durum, sanat piyasasında karlı girişimler için önemli fırsatlar sağlarken yatırımcıların gereksinimlerini karşılamak için sanat fonu gibi araçların doğmasına neden olmuştur. Bu yatırımcıların çoğunlukla hisse senedi, borçlanma aracı gibi geleneksel yatırım araçlarıyla düşük veya negatif korelasyon sunan alternatif araçlara kolay ve düşük maliyetle ulaşarak risk başına elde ettikleri getiriye artırma hedefleri bulunmaktadır.

Sanat fonları, bünyesinde sanat yatırımları bulunan yatırım fonlarıdır. Çoğunlukla halka arz olunmadan nitelikli yatırımcılara satılan sanat fonları profesyonel bir sanat yatırım yönetim veya danışmanlık firması tarafından yönetilmektedir. Pek çok sanat fonu için 250.000 dolar sıradan bir asgari yatırım tutarıdır. Yatırım fonları sanat piyasasının empresyonizm, güncel sanat gibi bir alt segmentine yoğunlaşarak özel bir alana da yatırım fırsatı sunabilmektedir. Ancak bunun getiriyle beraber riski de artırdığı unutulmamalıdır.

Sanat fonları büyüklük, süre, strateji ve portföy sınırlamaları açısından önemli farklılık gösterse de tüm sanat yatırımlarının ortak özelliği esnek düzenleyici yaklaşım, değerlendirme yetersizliği, piyasa opaklığı ve likit olmayan bir yapıya sahip sanat piyasasına yatırım yapılmalıdır.

Sanat fonlarının deneyimli uzmanların yardımıyla piyasada bulunan bu olumsuzlukları yatırımcıları için kara dönüştürdüğü söylenmektedir. Buna karşın, sanat yatırımlarının geleneksel yatırım araçlarına oranla daha fazla risk barındırması nedeniyle bu fonlar yatırımcıları için önemli kayıplar da doğurabilmektedir.

Çoğu sanat fonu genellikle güzel sanatlar eğitime sahip deneyimli sanat uzmanları ile finans eğitimi görmüş yatırım uzmanlarından oluşan bir grup tarafından yönetilmektedir. Genel olarak, sanat fonu yöneticilerinin yönettiği sanat fonlarına önemli ölçüde kendi sermayelerini de yatırarak olası çıkar çatışmalarını önlemeye çalıştıkları görülmektedir.

Sanat fonları yapı ve yönetim açısından en çok özel sermaye fonlarına benzemektedir. İki fon türü de yatırım yapılan varlıkların sağlayacağı değer artış kazancına yoğunlaşmıştır. Ancak özel sermaye fonları yüksek oranda kaldıraç kullanarak rüştünü ispatlamış ve düzenli nakit akışı sağlayan şirketlere yatırım yaparken sanat fonları benzer kaldırıca erişemezken yatırım yaptığı eserlerin de tarihsel verisi hayli sınırlı ya da tamamen eksiktir. Bu durum tecrübeli sanat uzmanlarının istihdam edilmesiyle giderilmeye çalışılsa da sanat yatırımlarını hayli riskli kılmaktadır.

Sanat fonu yöneticileri ekonomi ve sanat piyasasına ilişkin gelişmelerin takip edilmesi, cazip yatırım fırsatlarının belirlenmesi, fon için sermaye toplanması, yatırımcı ilişkilerinin yönetilmesi, yasal ve uyumluluk süreçlerinin sürdürülmesi, portföyde yer alan eserlerin müzelerde sergilenmesinin koordinasyonu, eserlerin sigortalanması ile saklanması ve portföyde yer alan eserlerin değiştirilmesi ile satılması görevlerini yerine getirmektedir.

Sanat fonu yöneticileri tarafından uygulanan ücretler esas olarak performansla bağlı olup yöneticilerin menfaatlerini yatırımcıların menfaatleriyle uyumlaştırmayı hedeflemektedir. Tipik olarak sanat fonu yöneticileri özel sermaye ve serbest fonlara benzer şekilde fonun toplam değeri üzerinden %1 ila %3 arasında değişen bir yıllık yönetim

ücretine ilaveten portföyden elde edilen getirilerin %20'sini almaktadır.

İngiliz Demiryolları Emeklilik Fonu sanat yatırımlarında bulunan ilk kurumsal yatırımcıdır. 1974 yılında fon altı yıllık bir süre boyunca 2.500'den fazla sanat eserine yatırım yapmıştır. Fonun 1974'ten 1999'a kadar yıllık %11,3'lük bir getiri sağladığı görülmektedir.

Sanat fonlarına, üniversite fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi yatırımcıların mesafeli yaklaştığı ancak melek yatırımcı, serbest fon ve özel sermaye fonları benzeri daha riskli yatırımlarda bulunma fırsatını haiz yatırımcıların sıcak baktığı görülmektedir.

Sanat fonu sektörü, son yıllarda artan sayıda sanat fonu, portföy yöneticisi ve hizmet sağlayıcıları ile büyüme eğiliminde olsa da sanat fonları küresel sanat piyasasının hayli sınırlı bir kısmını teşkil etmektedir. Geleneksel yatırım fonlarına göre yasal bildirim gereksinimleri hafif olan sanat fonlarına ilişkin bilgiler daha az ve opaktır. Mevcut durumda dünyada toplam sanat yatırımları 3 milyar dolar düzeyinde olan 200 civarında sanat fonunun olduğu tahmin edilmektedir.

Sanat fonu sayısındaki artışın nedeni sanat eserlerinin önemli ölçüde değerlenmeye devam etmesi, pay senedi ve borçlanma aracı gibi yatırım araçlarının nispi düşük performansı, küresel finansal krizin ardından genişleyici para politikası güden merkez bankalarının neden olduğu enflasyonist baskılara karşı sanat eserlerinin bir kalkan olarak görülmesi, geleneksel yatırım araçları ile düşük korelasyonu olması nedeniyle birim risk başına cazip getiri sunması ve sanat piyasasındaki düzenleyici yaklaşımın hayli esnek olması olarak açıklanmaktadır.

Sanat fonları hem sanat piyasasına hem de yatırımcılara birçok fayda sağlamaktadır. Henüz sanat yatırımcısı olmayan yatırımcıların piyasaya girişini teşvik ederek sanat piyasasına ek likidite sağlarken ekonomik gelişmeler nedeniyle çalkantılı dönemlerde sanat piyasasının istikrarına da katkıda bulunmaktadır. Opak, likit olmayan ve sınırlı şekilde düzenlenen sanat piyasasında nispeten mütevazı kaynaklarla yatırımda bulunmak isteyen yatırımcılar uzmanların hünelerinden faydalanırken aynı anda pek çok sanat eserine yatırım yapma fırsatına kavuşmaktadır.

Önemli kaynakları yönetmeleri ve ölçek ekonomisi nedeniyle sanat fonlarının değerlendirme uzmanları, sigorta şirketi, müzayede evi, galeri gibi hizmet sağlayıcılarından alım, satım, saklama, nakliye benzeri hizmetler için daha uygun fiyat ödemesi bireysel yatırımcılara göre çok daha kolay olmaktadır. Fonların bireysel yatırımcıların aksine önemli kaynakları yönetiyor olması ayrıca müzayede evi ve galerileri es geçerek sanatçılara doğrudan ulaşarak işlem maliyetlerini azaltmaları da mümkün olmaktadır.

Sanat fonları müze ve sergilerde gösterilmesini sağlayarak eserlerin bilinirliğini artırarak değerini yükseltecek kaynak ve bağlantılara sahip olabilmektedir. Sanat fonları çoğunlukla veraset ve intikal, değer artış ve katma değer vergisi gibi getiriyi azaltan giderlerin en aza indirilecek şekilde kurgulanarak yatırımcıların getirisini ençoklamayı hedeflemektedir.

Bununla beraber, bir sanat fonunun yöneticileri ne kadar yetkin olursa olsun sanat eseri likit bir yatırım aracı olmadığından uygunsuz piyasa koşulları ortaya çıktığında fon vadesi geldiği için portföyde tutulan eserler satılmak durumunda kalırsa yatırımcı önemli ölçüde zarar edebilmektedir.

SANAT, MÜLKİYET ve KAÇAKÇILIKLA MÜCADELE

Devletin sanat piyasasında temel olarak üstlendiği birkaç görev bulunmaktadır. Bunlardan ilki ve en önemlisi mülkiyet haklarının tesisidir. Diğer yandan devletin günlük sanatçıları destekleyici finansal kaynaklar sağlamak yönünde faaliyetleri bulursa da bunların günün siyasi iradesinin görüş ve yönlendirmesine göre yapılması çeşitli eleştirilere yol açmaktadır.

Devletler, düzenleyici sıfatıyla sanat eserlerini gözetme ve koruma yanında özellikle gelişmiş ülkelerde maddi teşviklerle sanatın bir yatırım aracı olarak kullanılmasını yaygınlaştırmayı da amaçlamaktadır.

Devletler sanat ticaretini doğrudan yardımlarla desteklemek yanında piyasada bir tüketici ve yatırımcı olarak da faaliyet göstermektedir. Vergi düzenlemeleri ve ticari sınırlamalar sanat yatırımlarının değerini etkilerken sanat piyasasında yatırımcıların hangi eseri, ne zaman ve nerede alma tercihlerini önemli ölçüde etkilemektedir.

Devletler arasındaki düzenleyici yaklaşımlardaki farklılıklar küresel sanat piyasasının ABD gibi düzenlemelerin görece daha esnek olduğu merkezlerde kümelenmesine neden olmaktadır.

Ulusal sanat eserlerinin toplum için yarattığı değer sebep gösterilerek devletlerin sanat piyasasında ihracatı kısıtladığı görülmektedir.

Devletlerin sanat eserlerini uluslararası serbest ticaret anlaşmalarından muaf tutarak küresel sanat ticaretini kısıtlama hususundaki en yaygın sebeplerinden biri ortak kültürel mirası korumaktır. Ortak kültürel miras tanımı ülkeden ülkeye değişmekle beraber genellikle ülkeye ilişkin özel dekoratif ve güzel sanat eserlerini ifade etmektedir. Bununla birlikte, ilgili ülkenin

kültürünü yansıtan her eser ortak kültürel mirasa dahil edilmezken eserlerin çoğunlukla "eski" olması gerekmektedir. Eski tanımı da çoğunlukla belirli olmamakla beraber elli yıldan genç eserler çoğunlukla pek çok ülkede kültürel miras kavramına dahil edilmemektedir.

Tam olarak hangi eserlerin ortak kültürel mirasa dahil olduğunu kestirmek güç olmakla beraber eserin bir ülke veya bölgenin kültürel kimlik ve geleneklerini yansıtır olması gerekmektedir. Ortak kültürel miras tablo ve heykel gibi taşınır sanat eserleriyle beraber bina, anıt, höyük gibi taşınmazları da içermektedir. Taşınır eserlerle beraber taşınmaz eserlerin de yağmalanma, çalınma ve talan edilmesi dünyanın pek çok ülkesinde sıkı denetimlere rağmen sürmektedir.

Ortak kültürel miras çoğunlukla müze, kamu kuruluşu gibi devlet tarafından doğrudan kontrol edilen yerlerde olabildiği gibi gözetim ve yaptırımın zor olduğu dış mekan hatta mülkiyetin net olmadığı fiziksel bölgelerde de yer alabilmektedir. Tarihsel süreçte pek çok bölgesel ve uluslararası anlaşma tarihi eser kaçakçılığını önleme gayesiyle imzalanmıştır.

Tarihi eser kaçakçılığına ilişkin uluslararası düzenlemelerin ilk kez savaşları sonlandırılan anlaşmalarda yer alması bir tesadüf değildir. Kargaşa, silahlı çatışma ve savaş insanlarla beraber kültürel mirasa da önemli ölçüde zarar vermektedir.

Dünya üzerindeki kültürel mirasın önemli bölümü kamunun mülkiyetinde bulunmaktadır. Bu durum kamu tarafından güdülen sistemi politikalardan ziyade Avrupa'da özellikle soylu ailelerin özel koleksiyonlara el konulmasından nedeniyle millileştirilmesinden ileri gelmektedir. ABD'de ise kamu

koleksiyonlarının önemli çoğunluğu varlıklı bireyler tarafından sıklıkla vergi motivasyonu ile yapılan bağışlardan kaynaklanmaktadır. Müzelerde sergilenen eserlerin piyasada tekrar satışa çıkarılması nadiren görüldüğünden yatırımcılar açısından bu eserler özellikle önem taşımamaktadır.

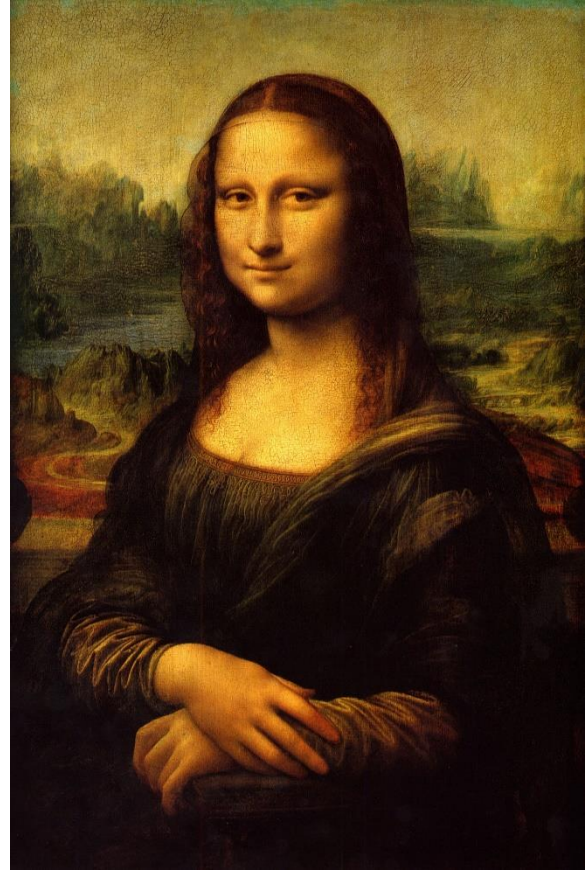
Ortak kültürel mirasın devlet eliyle korunması ya da geliştirilmesine yönelik eleştiriler de mevcuttur. Kavramın içeriğinin göçmenliğin hayli yaygın olduğu günümüzde anlamını yitirdiği, ABD ve Kanada gibi farklı toplulukların bir araya gelmesiyle ortaya çıkan ülkelerde ortak mirasın ne olduğunun tespitinin özellikle mümkün olmadığı nedeniyle eleştirilmektedir.

Buna karşın ABD de dahil olmak üzere pek çok ülkede ortak kültürel miras savı ihracatı kısıtlamaya yönelik piyasa müdahalelerini meşrulaştırmak için kullanılmaktadır. Halk arasındaki genel eğilim sanatın, bir ulusun sosyal bütünlük, dayanışma ve kimliği konusunda önemli bir işlevi olduğu yönünde olduğundan kamu varlıklarının sanat yatırımları için kullanılması geniş çaplı desteklenmektedir.

Ulusal kimlik yanında sanat eserlerinin başka birtakım faydaları da bulunmaktadır. Bir ulusun kökeni ve kimliğini belirlemede kilit rol oynayan ortak kültürel miras uluslararası itibar ve saygınlık kazanmada önemli rol oynamaktadır.

Günde yaklaşık 25.000 ziyaretçi ağırlayan Louvre örneğinde olduğu gibi önde gelen müzeler ülkeye turist çekmede önemli görev üstlenmektedir. Kültürel miras bu yolla ülkeye döviz girişini sağlarken istihdam olanakları da yaratmaktadır. Bu nedenlerle çoğunlukla büyük üstatlara ait önemli eserler milli gurur ve hayranlık uyandırdığından çoğunlukla satılmaları söz konusu bile olmayıp yerine başka ülkelerde sergilenmek üzere ödünç verilmektedir.

Şekil 11: Mona Lisa



16. yüzyılın başlarında Leonardo da Vinci tarafından tamamlanan 77 cm x 53 cm boyutlarındaki Mona Lisa dünyada en çok bilinen ve ziyaret edilen tablo olarak Louvre Müzesi'nde sergilenmektedir.

Mona Lisa 1911 yılında Louvre müzesinden çalınmış, çalan kişinin Vincenzo Peruggia isimli Louvre çalışanı olduğu tespit edilmiştir. İtalyan asıllı Peruggia Mona Lisa'nın aslında İtalya'ya ait olduğu gerekçesiyle eseri önce sakladıktan sonra Floransa'daki Uffizi Müzesi'ne satmaya çalışırken yakalanmıştır. Peruggia altı aylık hapis cezasına çarptırılırken tablo Fransa'ya iade edilmiştir.

İhracat Kısıtlamaları

Sanat piyasasında en yaygın düzenleme şekli, Amerika Birleşik Devletleri hariç olmak üzere, 150'den fazla ülkede mevcut durumda uygulanmakta olan ulusal kültürel mirasa ait sanat eserlerinin ihracatı üzerindeki kısıtlamalardır. Bu alandaki mevzuat

sanat eserlerinin yurtdışına satılmadan önce ulusal bildirim ve onay sistemlerine tabi tutarak kontrol edilmesini gerektirmektedir. Çoğu ülke eserlere ilişkin kısıtlamaları eserin yaşı ve değerine göre belirlemekle beraber uygulanan kısıtlamaların kapsam ve keskinliği hakkında ülkeler arasında önemli farklar bulunmaktadır. İhracatla ilgili kısıtlamalar aşağıdaki şekilde uygulanabilmektedir:

Ambargo: Sanat eserlerine ilişkin tüm ticari faaliyeti yasaklayan ambargo çoğunlukla ancak dar ve belirli bir sanat eseri kümesine uygulanmaktadır. En katı düzenleme türü olan ambargo sıkı gümrük kontrolleri gerektirirken yasal satışı engellediğinden kara borsada yasadışı alınıp satılan eserlerin fiyatlarının hayli yükselmesine neden olmaktadır.

Kota: İşlem hacmine göre sanat eseri bazında kota uygulaması küresel sanat piyasasında kayda değer ölçüde kullanılmamaktadır.

İhracat ruhsatı: Dünyada en sık kullanılan bu yöntemde önceden belirlenen kıstaslara göre ruhsatlandırılmak suretiyle eserlerin ihraç edilmesine izin verilmektedir. Kuralların katılığı ülkeden ülkeye değişmekle beraber en esnek düzenlemeleri haiz ABD eserin yaşına ve değerine göre kısıt getirirken İtalya ve Yunanistan mevcut kurallar yanında yetkililerin öznel değerlendirmeleri nedeniyle herhangi bir eserin ihracatını tamamen yasaklayabilmektedir.

Önleyici haklar: İhracat ruhsatı düzenlenirken belirlenen önleyici haklar bir eserin yurtdışına satılmadan önce ulusal müzelere satılmasına ilişkin hakları ifade etmektedir. Haklar çoğunlukla yurtiçi yatırımcıların gerekli finansmanı sağlamak için ihtiyaç duyduğu asgari bir vadeyi gerektirmektedir.

İhracat vergisi: Sanat eseri ihracatının caydırılması için bazı ülkelerin ihracata konu

eserlere vergi uyguladığı görülmektedir. ABD ve AB bünyesinde sanat ihracatına vergi uygulanmamakla beraber AB dışına ihracatta Fransa %5 düz vergi uygularken İspanya eserin değerine göre %5 ila %30 arasında ihracat vergisi uygulamaktadır.

ABD, Amerikan yerlilerinin kutsal bölgelerini korumaya yönelik özel düzenlemeler haricinde sanat ihracatını kısıtlayan veya sınırlandıran neredeyse hiçbir yasa bulundurmeyen dünyanın en liberal piyasalarından biridir. Bu esnek düzenleme yaklaşımı hem ABD ekonomik sisteminde serbest piyasa anlayışının baskın olması hem de yatırımcıların çoğunlukla satıcı olmasındansa alıcı olmasından kaynaklanmaktadır. Dünyanın önemli sanat piyasalarından olan İngiltere, özellikle İtalya ve diğer Akdeniz ülkelerine kıyasla Avrupa'nın en liberal ulusal ihracat sistemlerinden birine sahiptir. Hangi düzenleyici yaklaşım olursa olsun düzenlemelerin katılığı ve uygulama sıklığı alıcı ve satıcı faaliyetlerini etkilediğinden sanat eseri değerlemeleri ve yatırım performansını önemli ölçüde etkilemektedir.

İthalat Düzenlemeleri

Uluslararası yasadışı sanat eseri ticaretinin önlenmesinde ihracata ilişkin düzenlemelerle beraber ithalat düzenlemeleri de sıklıkla uygulanmakta olup bunlar esere eşlik eden menşe kanıtı evrak, mülkiyeti ispatlayıcı belge ve kaynak ülke tarafından düzenlenen ihracat dokümanlarıdır.

ABD sanat piyasasında dünyanın en büyük ithalatçısı konumunda olup tarihi eser kaçakçıları için de dünyanın en büyük pazarlarından biridir. ABD'nin sınırlı sayı ve hacimde Kolomb öncesi belirli heykel ve duvar resimleri ile Çin'de talan edilen yontma taş devrinde kalma belirli eserlerle en az 250 yıl yaşında tüm heykel ve duvar işlemleri dışında ithalata ilişkin bir sınırlaması bulunmamaktadır. Önemli sanat merkezleri Birleşik Krallık ve Japonya da sınırlı

kısıtlamalar dışında çoğunlukla hayli esnek ithalat düzenlemelerine sahiptir.

Diğer ülkelerin ithalata ilişkin uygulamaları ihracat ruhsatı bulunmayan tüm eserleri engellemek gibi hayli katı uygulamalardan çalıntı eserlere el konulması, yasadışı yollarla ihracatı gerçekleştirilen eserlerin yakalanması ve usulsüz kazılardan elde edilen eserlerin alıkonması gibi daha dar ve seçici eylemlere kadar geniş bir yelpazede yer almaktadır.

Çalıntı eserler söz konusu olduğunda pek çok ülke mağdurun ithalatın yapıldığı ülkenin yasal sistemi bünyesinde gerekli delilleri sunmak kaydıyla kanuni yollara başvurmalarını mümkün kılmaktadır. Ancak yasadışı yollarla ülke dışına ihraç edilen eserlere ilişkin yasal çözümler çalıntı eserlerde olduğu kadar kesin değildir. Örneğin, ABD’de bir sanat eserinin bir başka ülkeden ABD’ye yasadışı yollarla ihraç edilmesi yasadışı olarak değerlendirilmemektedir. Bu durumda sınırları dışına yasadışı yollarla eserleri

çıkarılan ülkenin yasaları çiğneyen kimseler aleyhinde yasal kavuşturması yürütmesi gerektiğinden bunu ithalatı gerçekleştiren ülkenin yasal sistemindeki olanakları çalıntı eserlere göre daha sınırlıdır.

Çalıntı ve yasadışı yollarla ihraç edilen eserlerin ticaretini engellemek için pek çok müze esere ilişkin meşru mülkiyet ve yasal ticari işlemler teyit edilmeden kendi iradesiyle eserlerin alımını yapmaktan kaçınmaktadır. Bu kurumların önemli çoğunluğu “etik edinim” politikalarına sahipse de bireysel ve kurumsal koleksiyonerlerin bu husustaki faaliyetlerini geniş çaplı olarak denetlemek mümkün değildir. Yasadışı yollarla edinilen eserlerin ticareti ülkelerin ortak kültürel mirasını özellikle zedeleyici olması halinde medyada önemli yankı uyandırmaktadır. Ülkeler arasında ithalata ilişkin düzenlemelerdeki uyumsuzluğun ilerleyen dönemde esnek ithalat rejimini haiz ülkelere yasadışı yollarla elde edilen eserlerin daha çok yöneleceği şekilde yorumlanabilmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Sanat eseri hem keyif alınan bir tüketim malı hem de geleneksel yatırım araçları gibi zaman içinde değer kazanarak getiri sağlayan bir finansal varlık olarak görülmektedir. Ancak pay senedi ve sabit getirili menkul kıymetlerin aksine sanat eseri bir nakit akışı sağlamadığından altın gibi emtianın da maruz kaldığı yatırım aracı olmadığı yönünde görüşler de mevcuttur.

Diğer finansal varlıklara benzer şekilde sanat eserinin değeri tüketim nedeniyle azalmadığından zamanla artma eğilimindedir. Bu da sanat eserini hem değer saklama aracı hem de potansiyel bir değer artış kazanç kaynağı kılmaktadır. Eserlerin hem eşsiz hem dayanıklı olması onları aranan, ender ürünler yapmaktadır. Sanat eseri işlemlerinin önemli bölümü birincil

satışlardan ziyade ikincil piyasalardaki yüklü işlemlerden meydana gelmektedir.

Bununla beraber, sanat eserleri talebin gelir esnekliğinin yüksek olduğu lüks tüketim mallarıdır: tüketiciler gelirleri ile doğru orantılı olacak şekilde ürün talep etmektedir. Sanat eserleri aynı zamanda statü malları olarak da sınıflandırılmaktadır: sanat eserinin değeri nadirliği ile doğru orantılı olduğundan toplu üretimi mantıklı olmayan mallardır. Diğer piyasaların aksine sanat piyasasında artan talep diğer pazarlarda olduğu gibi arzı artırmazken bunun yerine çoğunlukla sadece fiyatları yükseltmektedir.

Her sanat eseri benzersizdir. Eserin biricikliği ve alternatifinin olmayışı değerlemelere her zaman bir öznellik etmenini

getirmektedir. Ayrıca, sanat eserleri sınırlı sıklıkla, az sayıda alıcı ve satıcının işlem bulunduğu piyasalarda işlem gördüğü için pay senedi, borçlanma aracı ve diğer finansal araçlarla karşılaştırıldığında likiditesi hayli sınırlı olan bir varlıktır. Bu nedenle hızlıca nakde dönme fırsatı sınırlı olduğundan özellikle bireysel yatırımcılar için sanat eseri yatırımları önemli riskleri beraberinde getirmektedir.

Eserlerin biricikliği ile sınırlı likidite sanat eserlerini meşru bir yatırım aracı olarak değerlendirmeyi zorlaştırırken fiyatlardaki hızlı artış, geleneksel yatırım araçlarına göre cazip getiri, diğer enstrümanlardan ayrılan risk özellikleri ile büyük finansal kuruluş ve kurumsal yatırımcıların ilgisi sanat piyasasının küresel olarak kurumsallaşmasında önemli rol oynamıştır. Sınırlı şeffaflık ve etkinliğe rağmen sanat artık meşru bir varlık sınıfı olarak kabul edilirken eserlerin zaman içinde değer artış kazancı nedeniyle hayli cazip getiriler sunabildiği görülmektedir.

Sanat eseri fiyatlarındaki yüksek volatilite-nin çoğunlukla kısa dönem performansı değerlendirilerek başarısı ölçülen portföy yöneticilerinin sanat yatırımlarına soğuk bakmasına neden olmaktadır. Bununla beraber, sanat eserlerinin çoğunlukla geleneksel yatırım araçlarıyla düşük korelasyona sahip olması nedeniyle portföyde çeşitlendirmeyi etkin olarak sağladığı görülmektedir. Ancak araştırmalar sonucu elde edilen tüm bu değerlendirmelerin çoğunlukla sadece müzayede evlerinden temin edilen verilere, sınırlı coğrafyada yapılan işlemlere ve belirli sanat eser ve akımlara dayandığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Sanat eserlerinin ticaretindeki artışla sanat piyasasının yıllar içerisinde giderek finansallaştığı görülmektedir. Bankacılık tarafında eserlerin teminata verilerek eser sahiplerinin likide erişim sağladığı görülmektedir. Sermaye piyasası tarafında ise sanat piyasasına yönelik sanat fonlarından menkul kıymetleştirmeye varan gelişkin çözümlerin türediği anlaşılmaktadır.

KAYNAKÇA

Fighting the Illicit Trafficking of Cultural Property, Zeynep Boz (UNESCO, 2018)

The Art Market 2019, Clare McAndrew (Art Basel & UBS, 2019)

New Art for the People: Art Funds & Financial Technology (Chicago-Kent Law Review, 2018)

The Financialization of Art, Olav Velthuis ve Erica Coslor (The Oxford Handbook of the Sociology of Finance, 2012)

Art as a Financial Investment, R. A. J. Campbell (Journal of Alternative Investments, 2008)

Finance Nouveau: Prospects for the Securitization of Art, Jaclyn McLean (New Mexico Law Review, 2008)

Fine Art and High Finance, Clare McAndrew (2010)

Art & Finance Report (Deloitte ve ArtTactic, 2017)

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

