

# FİNANSTA YENİ TREND SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS

BİNGÜL SATIOĞLU

SETA | ANALİZ

HAZİRAN 2021 · SAYI 347







# FİNANSTA YENİ TREND SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS

BİNGÜL SATIOĞLU

COPYRIGHT © 2021

Bu yayının tüm hakları SETA Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı'na aittir. SETA'nın izni olmaksızın yayının tümünün veya bir kısmının elektronik veya mekanik (fotokopi, kayıt ve bilgi depolama vd.) yollarla basımı, yayımı, çoğaltılması veya dağıtımı yapılamaz. Kaynak göstermek suretiyle alıntı yapılabilir.

SETA Yayınları  
ISBN: 978-625-7712-35-4

Uygulama: Erkan Söğüt  
Baskı: Turkuvaz Haberleşme ve Yayıncılık A.Ş., İstanbul

**SETA | SİYASET, EKONOMİ VE TOPLUM ARAŞTIRMALARI VAKFI**

Nenehatun Cd. No: 66 GOP Çankaya 06700 Ankara TÜRKİYE  
Tel: +90 312 551 21 00 | Faks: +90 312 551 21 90  
www.setav.org | info@setav.org | @setavakfi

**SETA | İstanbul**

Defterdar Mh. Savaklar Cd. Ayvansaray Kavşağı No: 41-43  
Eyüpsultan İstanbul TÜRKİYE  
Tel: +90 212 395 11 00 | Faks: +90 212 395 11 11

**SETA | Washington D.C.**

1025 Connecticut Avenue, N.W., Suite 410  
Washington D.C., 20036 USA  
Tel: 202 223 98 85 | Faks: 202 223 60 99  
www.setadc.org | info@setadc.org | @setadc

**SETA | Berlin**

Kronenstraße 1, 10117 Berlin GERMANY  
berlin@setav.org

**SETA | Brüksel**

Avenue des Arts 27, 1000 Brussels BELGIUM  
Tel: +322 652 0486

## İÇİNDEKİLER

ÖZET	7
GİRİŞ	8
SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSI RASYONELLEŞTİRMEK: KİM VE NE İÇİN SÜRDÜRÜLEBİLİR KALKINMA	11
SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSI TANIMLAMAK	15
SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS ENSTRÜMANLARI	18
SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS UYGULAMA STANDARTLARI	24
SONUÇ	25

## YAZAR HAKKINDA

### **Bingöl Satiođlu**

Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi İşletme Fakóltesi Bankacılık ve Finans Bölümü'nden (İngilizce) 2018'de dereceyle mezun olmuştur. Yüksek lisansına İstanbul Üniversitesi Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar programında devam etmektedir. SETA Vakfı Ekonomi Araştırmaları Direktörlüğü'nde araştırma asistanı olarak çalışmalarına devam etmektedir.

## ÖZET

Bu analiz sürdürülebilir kalkınmanın önündeki engellere değinmektedir. Ayrıca sürdürülebilir finansı tanımlamakta ve başlıca sürdürülebilir finans enstrümanlarına ve standardizasyonlarına yer vermektedir.

Sürdürülebilirliğin küresel boyutta çevresel ve sosyal bağlamda ele alınmasının üzerinden yaklaşık yarım yüzyıl geçmesine rağmen sürdürülebilir kalkınma önündeki sosyoekonomik ve çevresel kısıtlar aşılabilmiş değildir. Çok değil bundan dört-beş yıl öncesinde küresel risk görünümünde finansal krizler, fiyat şokları yer alırken bugün ilk on risk arasında iklim krizi ve doğal afetler gibi çevresel, su krizi ve salgın hastalık gibi de sosyal riskler yer almaktadır. Bu risklerin gerçekleşme sıklığının ve etkisinin artması sürdürülebilir kalkınma hedeflerinin ve Paris İklim Antlaşması'nın giderek önem kazanmasına neden olmuştur. Ancak mevcut paradigma olan konvansiyonel finansın sürdürülebilir kalkınma için gerekli olan finansmanı karşılamada yetersiz ve eksik kalması finasta yeni paradigma olarak adlandırılan sürdürülebilir finans tartışmalarına hız kazandırmıştır.

Sürdürülebilir finans ekonomik, çevresel ve sosyal getirileri yeni bir finansal modele dönüştürmektedir. Finansın toplum mimarisi özelliğinden hareketle sürdürülebilir finans toplumdaki bütün paydaşları kapsayan, çevresel ve sosyal kısıtların içselleştirildiği, uzun vadede “iyi toplum” a ulaşmayı hedefleyen finansal hizmet biçimidir. Analizde çeşitli kesimler tarafından yeni paradigma olarak nitelendirilen sürdürülebilir finans irdelenmektedir. Öncelikle sürdürülebilir kalkınmanın önündeki engellere değinilmekte ve ardından da sürdürülebilir finans tanımlanmaktadır. Ayrıca sırasıyla başlıca sürdürülebilir finans enstrümanlarına ve standardizasyonlarına da yer verilmektedir.

## GİRİŞ

İnsan yerleşik hayata geçtiği andan itibaren doğanın çizmiş olduğu sınırları reddederek doğa ile uyum içerisinde yaşamayı tercih etmek yerine onunla savaşmayı ve kendi sınırlarını ona kabul ettirmeyi çalışmıştır. Sanayi Devrimi ile insan faaliyetleri kaynaklı çevresel tahribat hız kazanmış, “gezegenin sınırları”nda<sup>1</sup> aşımalar meydana gelmiştir. Özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası çoğu gelişmiş ülke kalkınma planlarını Keynesyen ekonomi politikaları çerçevesinde büyüme, işsizlik ve reel ücret seviyelerini baz alarak oluşturmuştur. Çevre sorunları ve ekonomi arasında tercih yapılması gerektiğinde öncelik parasal refaha verilmiş, kalkınma adına gerçekleştirilen çevre tahribatı hoş görülerek ortaya çıkan sorunların sonradan çözülmesi gerektiği anlayışı

benimsenmiştir.<sup>2</sup> Ancak 1970’lerden itibaren artan çevre sorunları<sup>3</sup> yerelden küresele dalga dalga yayılarak ekonomi ve çevre arasındaki dengenin sorgulanır hale gelmesine neden olmuştur. İlerleyen yıllarda neoliberal politikaların gelişmekte olan ülkeler tarafından da uygulanmasının etkisiyle gelişmiş ülkelerde çevre kirliliğine yol açan fabrikalar sağladıkları gevşek çevre politikaları nedeniyle gelişmekte olan ülkelere taşınmıştır. Artan küresel üretim ve ticaret çevresel iş kazalarının yanı sıra hava ve gürültü kirliliği sorunlarını da beraberinde getirmiştir.

Neoliberal politikalar çevre tahribatının yanı sıra ülke içinde ve ülkeler arasında sosyal adaletsizliklere de yol açmıştır.<sup>4</sup> Kişi başı gelir bazında zengin ve fakir arasındaki fark 1945’lerde bire yirmi iken 1975’lerde bu oran bire kırka kadar yükselmiştir.<sup>5</sup> Bu yıllarda dünyanın en zengin yüzde 20’si küresel gelirin yaklaşık yüzde 83’ünden ve dünyanın en fakir yüzde 20’si ise bu gelirin sadece yüzde 1,6’sından pay alabilmiştir. Öte yandan sermaye birikiminin nüfusun küçük bir kısmını oluşturan kesimin elinde yoğunlaşması özellikle merkez ekonomilerdeki servet ve gelir dağılımı eşitsizliklerini beslemiştir. Avrupa merkez ekonomilerinde (İngiltere, Fransa ve Almanya) özel servetin milli gelire oranı 1950’lerden itibaren artmaya başlamış ve 2000’lerde bu oran yüzde 500-600 seviyelerine ulaşmıştır. Bu yıllarda Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) ise nüfusun en zengin yüzde 10’lük kesiminin toplam gelirden aldığı pay yüzde 50 seviyelerine varmıştır.<sup>6</sup> Diğer taraftan gelişmekte olan

1. “Gezegenin sınırları” 2009’da Johan Rockström ve diğer bilim insanlarının bir araya gelerek insanın neslini devam ettirebilmesi için belirlediği dokuz sınırı temsil eden kavramdır. Bu sınırlar iklim değişikliği, okyanus asitlenmesi, stratosferik ozon incelmesi, biyojeokimyasal akım sınırı, tatlı su kullanımı, arazi kullanımı, biyosfer bütünlüğünün kaybedilmesi, aerosol yüklemesi, kimyasal kirliliktir; Çalışma için bkz. Johan Rockström vd., “Planetary Boundaries: Exploring the Safe Operating Space for Humanity”, *Ecology and Society*, Cilt: 14, Sayı: 32, (2009); Çalışmanın güncel versiyonu için bkz. Will Steffen vd., “Planetary Boundaries: Guiding Human Development on a Changing Planet”, *Science*, Cilt: 347, Sayı: 6223, (2015).

2. Recep Bozdoğan, “Sürdürülebilir Gelişme Düşüncesinin Tarihsel Arka Planı”, *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, Cilt: 50, (2005).

3. Bkz. Love Canal Felaketi (1970), Bhopal Felaketi (1984), Çernobil (1986), Exxon Valdez Kazası (1989).

4. Noam Chomsky, *Profit Over People: Neoliberalism and Global Order*, (Seven Stories Press, New York: 1999), s. 8.

5. Subhabrata Bobby Banerjee, “Who Sustains Whose Development? Sustainable Development and Reinvention of Nature”, *Organization Studies*, Cilt: 24, Sayı: 143, (2003), s. 150.

6. Thomas Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, (Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge Massachusetts: 2014).

ülkelerin gelişmiş ülkeleri küresel neoliberal politikalar kullanarak “yakalama”ya çalışması bu ülkelerde makroekonomik istikrarsızlıklara yol açarak sosyal yardımlardaki payların düşmesine ve yoksulluğun artmasına neden olmuştur.<sup>7</sup>

Yaşanan sosyal, çevresel ve ekonomik sorunların giderek kaygı verici boyutta yerelden bölgeye ve bölgeden kıtalara yayılması ise bunların küresel ajandada yer etmesi gerekliliğini göstermiştir. Buna istinaden “sürdürülebilir kalkınma” kavramı karşımıza 1987’de Brundtland Raporu’nda “bugünün ihtiyaçları için gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılama kapasitesinden ödün vermeyen kalkınma” olarak çıkmıştır.<sup>8</sup> Buna göre sürdürülebilir kalkınma anlayışının altında sosyal ve çevresel negatif dışsallıkları hiçe saymak değil aksine kalkınma denkleminin içine ekonomi, çevre ve sosyal boyutları dahil etmek yer almaktadır. Bu nedenle sürdürülebilir kalkınma ekonomik büyümedeki son paradigmayı temsil etmektedir.<sup>9</sup>

Kalkınmanın sürdürülebilir kılınması için 1992’de Rio Konferansı, 2002’de Johannesburg Dünya Sürdürülebilir Kalkınma Zirvesi (Rio+10) ve 2012’de Birleşmiş Milletler (BM) Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı (Rio+20) düzenlenmiştir. 2000’de 2015’in BM Binyıl Kalkınma Hedefleri, 2015’te de bu hedeflerden daha kapsayıcı olan Gündem 2030: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SKH) kabul edilmiştir. Somut, net ve alt hedefler ile ayrıntılandırılmış SKH’ler sürdürülebilir kalkınmaya erişim konusunda yol haritası niteliği taşımaktadır. Öte yandan iklim krizine karşı oluşan kaygı uluslararası girişimleri de beraberinde getirmiştir. Bunlardan biri olan ve

2016’da imzalanan Paris İklim Antlaşması ile 196 ülke küresel ortalama sıcaklık artışının –uzun dönemde– Sanayi Devrimi öncesi döneme göre 2 santigrat derecenin altında tutulmasına yönelik taraf olmuştur. Antlaşmada belirlenen hedeflere ulaşılabilmesi için düşük karbonlu, enerji verimliliğini ve sürdürülebilir altyapı sistemlerini destekleyici projelerin finansmanı için uygun koşulların oluşturulması gerekliliği üzerinde durulmuştur.

Uluslararası bazda sürdürülebilir kalkınma yıllar içerisinde çeşitli zirveler ve taahhütler çerçevesinde ilerlemekte iken tüketicilerin fiyat ve performans gibi geleneksel ölçütlerden ziyade aldıkları ürünün üretim şartlarını önemseyerek özellikle çevresel sürdürülebilirlik konusunda ısrarcı olmaları kurumların bilançosunda yer almayan ancak şirket devamlılığı için esas olan itibar riskine neden olmuştur.<sup>10</sup> Bankalar nezdinde finansal kurumlar ise diğer sektörlerle kıyasla “temiz” olarak nitelendirilmektedir. Ancak 1980’lerde artan çevresel sürdürülebilirlik tartışmaları Amerikan bankaları üzerinde baskıya neden olmuştur. Bankaların çevre tahribatına sebebiyet veren kredilerden sorumlu tutulması tazminat ödemelerine hatta bazılarının iflas etmesine yol açmıştır. Bu nedenle öncelikle ABD’de ve ardından 1990’larda Avrupa’da bankalar sağladıkları kredileri çevre politikası açısından da değerlendirmeye başlamıştır.<sup>11</sup> Sağlam ve onun yanı sıra etkin bir finansal sistemin büyüme ve kalkınma için elzem olması<sup>12</sup> finans sektörünün sürdürülebilir kalkınma için de son derece önemli olmasına neden olmaktadır. Bu nedenle sürdürülebilir kalkınmayı desteklemek için özel sektörün finansmanı harekete geçirecek BM Çevre Progra-

7. Fikret Şenses, “Neoliberal Küreselleşme Kalkınma için Bir Fırsat mı, Engel mi?”, *ERC Working Paper in Economic*, Cilt: 4, Sayı: 9, (Ağustos 2004), s. 17-18.

8. Gro Harlem ve World Commission on Environment and Development, *Our Common Future: Report of the World Commission on Environment and Development*, (Oxford University, Oxford: 1987), s. 41.

9. Mehmet C. Martin, “Ekolojik-Ekonomik Bir Perspektiften Sürdürülebilir Kalkınma Çabaları”, *Kalkınma ve Küreselleşme*, ed. Saniye Dedeoğlu ve Turan Subaşat, (Bağlam Yayıncılık, İstanbul: 2004), s. 167-168.

10. Bert Scholtens, “Borrowing Green: Economic and Environmental Effects of Green Fiscal Policy in the Netherlands”, *Ecological Economics*, Cilt: 39, Sayı: 3, (2001), s. 425-435; Peter Pruzan, “Corporate Reputation: Image and Identity”, *Corporate Reputation Review*, Cilt: 4, (2001), s. 50-64.

11. Marcel Jeucken, *Sustainable Finance & Banking: The Financial Sector and the Future of Planet*, (Earthscan Publications, Londra: 2001), s. 1-67.

12. Thorsten Beck, *The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks and Politics*, European Banking Center Discussion Paper No. 2011-038, (Tilburg University, Tilburg: 2011).

mı Finans Girişimi (UNEP FI) faaliyete başlamış<sup>13</sup> ve bankaların finansman sağladıkları projeleri çevresel ve sosyal riskler açısından da değerlendirilmesine imkan veren Ekvator Prensipleri (Equator Principles) kabul edilmiştir.<sup>14</sup> 1999'da belirlenen sürdürülebilirlik kriterlerine uygun şirketleri kote eden Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi ve 2001'de Londra Borsası tarafından faaliyete açılan FTSE4Good Endeksi sürdürülebilirliğin finans tabanında daha geniş bir alana yayılmasına olanak sağlamıştır.

Uluslararası kurum/kuruluşlara, devletlere, yatırımcılara ek şirketlerin ve finansal kurumların sürdürülebilirliği giderek karar alma süreçlerine uyumlu hale getirmesi SKH'lere ve Paris İklim Antlaşması'na olan önemi giderek artırmıştır. Mevcut ekonomik modeli sürdürülebilir hale getirmenin masraflı olması da sürdürülebilir kalkınmanın nasıl finanse edileceği gibi çok önemli bir sorunu ortaya çıkarmıştır. Zira yapılan çeşitli araştırmalar SKH'lere ulaşılması için yıllık 5-7 trilyon dolar arası finansmana ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.<sup>15</sup> Paris İklim Antlaşması'nda yer alan ortalama sıcaklık artışının 2 santigrat derecenin altında seyretmesi için de 2030'a kadar 90 trilyon dolarlık ek finansman ihtiyacının söz konusu olduğu bilinmektedir.<sup>16</sup>

Sürdürülebilirliğin finansmanının sağlanmasında kamu sektörü kaynaklarının sınırlı ol-

ması özel sektör yatırımlarının bu alana yönlendirilmesini zorunlu hale getirmektedir. Öte yandan 2008 küresel finans krizi ile mevcut konvansiyonel finans sisteminin sürdürülebilirliği çeşitli kesimlerce sorgulanmaya başlanmıştır.<sup>17</sup> Finansal sürdürülebilirliğin eklenendirildiği "sürdürülebilir finans" ise bu nedenler neticesinde yeni paradigma olarak adlandırılmaya başlanmıştır. Sürdürülebilir finans hissedar değerinin maksimize edilmesine dayanan neoklasik ekonomi anlayışının yerine SKH'leri destekleyen; çevresel, ekonomik ve sosyal kısıtları barındıran bir finans sistemine geçiş olarak tanımlanabilir.<sup>18</sup>

Büyük Sıfırlama (Great Reset) ile de mevcut sistemin kısa dönemli hedefleri benimsediğine vurgu yapılarak bunun yerine daha yeşil, adil ve eşit bir sistemin varlığı ile kapsayıcı ve sürdürülebilir büyümeye erişilebileceği üzerinde durulmuştur.<sup>19</sup> Özellikle koronavirüs (Covid-19) salgınının toplum sağlığı ve ekonomi üzerinde oluşturduğu derin tahribat bu tartışmalara hız kazandırmış ve sürdürülebilir finansın gittikçe önem kazanarak daha fazla gündemde kalmasına sebebiyet vermiştir. Başta iklim finansmanı olmak üzere diğer çevresel finansal enstrümanlar sürdürülebilir finans piyasasının hatırı sayılır derecede önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Ancak salgın kaynaklı SKH'lerin tehdit altında olması ve sosyal sürdürülebilirliğe karşı artan farkındalık sosyal ve sürdürülebilir finans enstrümanlarının ihracında ve ihraca yönelik talepte artışa neden olmuştur. Bunun yanı sıra Avrupa Birliği (AB), Çin, Japonya, Güney Kore, Kanada ve İngiltere'nin karbon nötr ekonomiye geçiş taahhütlerine Joe Biden'ın başkan olması ile ABD de eklenmiştir. Bu nedenle ekonomide yaşanacak yeşil

13. UNEP FI, [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org), (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

14. Equator Principles, <https://equator-principles.com>, (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

15. "Financing Change: How to Mobilize Private Sector Financing for Sustainable Infrastructure", McKinsey & Company Center for Business and Environment, (Ocak 2016), <https://newclimateeconomy.report/workingpapers/workingpaper/financing-change-how-to-mobilize-private-sector-financing-for-sustainable-infrastructure>, (Erişim tarihi: 2 Ocak 2021).

16. "Unlocking the Inclusive Growth Story of the 21st Century: Accelerating Climate Action in Urgent Times", The Global Commission on the Economy and Climate Change, (2018), <https://newclimateeconomy.report/2018/key-findings>, (Erişim tarihi: 2 Ocak 2021); Ayrıca bkz. "Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector", International Energy Agency, (2021), <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>, (Erişim tarihi: 2 Haziran 2021).

17. Tartışmalar için bkz. Joseph E. Stiglitz, *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Futures*, (W.W Norton, New York: 2012).

18. Bożena Ruzawska, "Sustainability Transition Needs Sustainable Finance", *Copernican Journal of Finance & Accounting*, Cilt: 5, Sayı: 1, (2016), s. 186.

19. Klaus Schwab, "A Better Economy is Possible. But We Need to Reimagine Capitalism to Do It", *Time*, 22 Ekim 2020.

dönüşümün finansmanının nasıl sağlanacağı meselesi cevap bekleyen elzem bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Konunun önemine istinaden belirtmek gerekmektedir ki yalnızca AB'nin 2030 için belirlediği emisyon azaltma –en az yüzde 40 oranında azaltılması– hedefine ulaşabilmesi için yıllık 417 milyar dolar ek finansmana ihtiyacı vardır.<sup>20</sup>

Sürdürülebilirliğin ve bilhassa finansmanın git-tikçe önem kazanmasıyla birlikte ülkemizde de bu konu üzerinde çeşitli çalışmalar gerçekleştirilmektedir. Ancak bu konunun gündeme daha fazla getirilmesi ve üzerinde önemle durulması gerekmektedir. Bu yaklaşımla hazırlanan analizin ilk bölümünde sürdürülebilir kalkınma önündeki engeller somut örneklerle desteklenerek açıklanmakta ve ardından da sürdürülebilir finans kavramı detaylandırılmaktadır. İlerleyen bölümlerde ise sürdürülebilir finans kapsamında yer alan belli başlı enstrümanlar ve ülkeler tarafından geliştirilen sürdürülebilir finans standardizasyonlarına yer verilmektedir.

## SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSI RASYONELLEŞTİRMEK: KİM VE NE İÇİN SÜRDÜRÜLEBİLİR KALKINMA

Sürdürülebilir kalkınma birbiriyle ilişkili ve güçlü şekilde entegre olmuş çevresel, sosyal ve ekonomik üç boyuttan oluşmaktadır. Sürdürülebilir kalkınmanın gerçekleşebilmesi için bu üç boyutun her biri hem kendi içerisinde hem de birbiriyle olan ilişkilerinde sürdürülebilir kılınmalıdır. Ancak mevcut büyüme paradigması ve onu destekleyici finansal sistem içerisinde üç boyutta birden karşılaştığımız sorunlar sürdürülebilir kalkınma önündeki engelleri teşkil etmektedir. Bu nedenle bu

bölümde sürdürülebilir kalkınmanın önündeki sorunlara kısaca değinilmekte ve sürdürülebilir finansın aslında kimi ve neyi finanse edeceği somut örneklerle desteklenmektedir.

### Çevresel Sorunlar

Küçük gezegenimiz çok da tesadüfi olamayacak şekilde *homo sapiens*'lerden itibaren çeşitli kısımlara sahne olmuştur.<sup>21</sup> Geçmiş on bin yıldaki küresel sıcaklıktaki istikrar ve iklimin elverişliliği insanlığın tarımda, sosyal ve ekonomik alanda gelişmesine olanak sağlamıştır. Ancak yapılan araştırmalar göstermektedir ki bugünün insanı artan nüfusu ve buna bağlı gelişen ekonomik faaliyetleri desteklemek için misafirperver dünyamızın iklimi, kimyası ve biyoçeşitliliğinde bozulmalara yol açarak bilim insanları tarafından hakim kanı olan Antroposen Çağ'ın başlamasına neden olmuştur.<sup>22</sup> Kapımızda olan iklim krizinin en önemli nedeni insan faaliyetleri sonucu atmosfere salınan sera gazı emisyonlarındaki artıştır.<sup>23</sup> Petrol, kömür ve doğal gaz gibi karbon bazlı fosil yakıtların enerji üretiminde kullanılması atmosferdeki karbondioksit (CO<sub>2</sub>) yoğunluğunun artmasına neden olmuştur. İklim bilimcilerin buz çekirdekleri üzerinde yaptıkları araştırmalara göre son bir milyon yılda atmosferdeki karbondioksit yoğunluğunun milyonda 190-

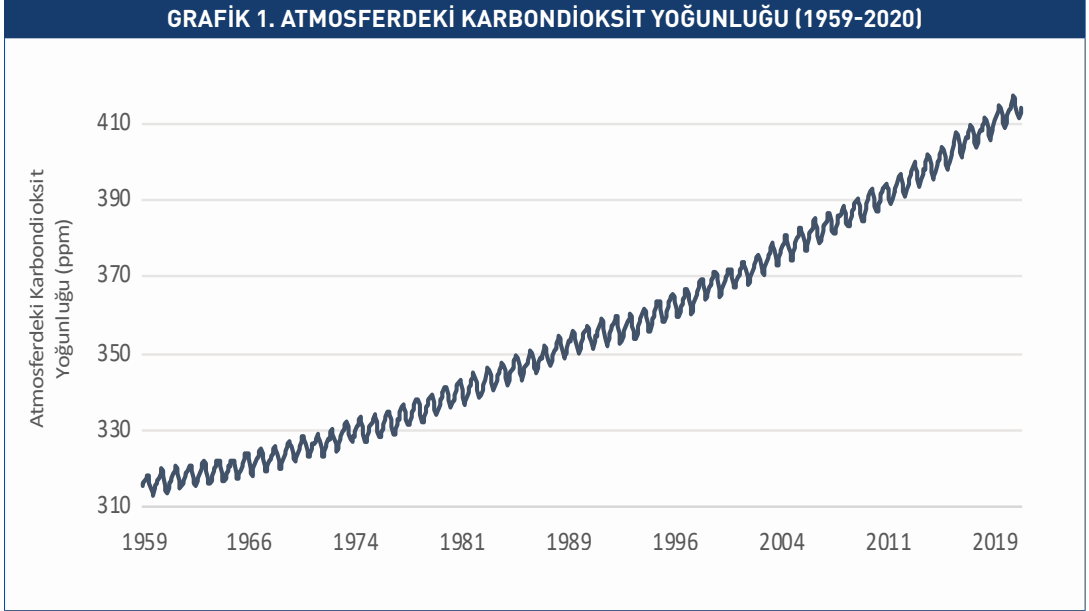
21. Yeni Zelanda'nın ilk *sapiens* yerleşimcileri olan Maoriler ile kuş türlerinin yüzde 60'ı ve yerel faunanın büyük bir çoğunluğunun yeryüzünden silinmesi, Wrangel Adası'ndaki mamutların *sapiensler* ile yok oluşu, Avustralya'daki 50 kilogramdan ağır yirmi dört türün yirmi üçünün yok olması gibi. Detaylı bilgi için bkz. Yual N. Harari, *Hayvanlardan Tanrılara Sapiens: İnsan Türünün Kısa Bir Tarihi*, (Kollektif Kitap, İstanbul: 2016), s. 74-79.

22. Rockström vd., "Planetary Boundaries: Exploring the Safe Operating Space for Humanity", s. 472; Geçtiğimiz 2-3 binlik zaman dilimi incelendiğinde sıcak dönemlerde toplumsal hareketliliklerin gelişme ve ilerlemelerinin yaşandığı, soğuk ve iklim açısından istikrarsız iklim hareketlerinin yaşandığı dönemlerde ise istikrarsızlık ve krizlerin ortaya çıktığı görülmektedir. İklimin insan yaşamı üzerindeki etkilerinin tarihsel örnekleri için bkz. Ronald D. Gerste, *Hava Nasıl Tarih Yazar: Antikçağdan Günümüze İklim Değişiklikleri ve Felaketler*, (Kollektif Kitap, İstanbul: 2017).

23. Konuyu basitleştirmek ve diğer sera gazları arasında en önemli CO<sub>2</sub> olması nedeniyle çalışmada sadece bu gaza değinilmiştir. Diğer sera gazları ise metan (CH<sub>4</sub>), nitroz oksit (N<sub>2</sub>O), hidroflorür karbonlar (HFC), petflora karbonlar (PFC) ve sülfürhekza florid (SF<sub>6</sub>) olarak sıralanabilmektedir.

20. Ursula von der Leyen ve Werner Hoyer, "A Global Green Deal", Project Syndicate, 22 Mart 2021, [www.project-syndicate.org/commentary/global-green-deal-through-european-climate-leadership-by-ursula-von-der-leyen-and-werner-hoyer-2021-03](http://www.project-syndicate.org/commentary/global-green-deal-through-european-climate-leadership-by-ursula-von-der-leyen-and-werner-hoyer-2021-03), (Erişim tarihi: 30 Mart 2021).

GRAFİK 1. ATMOSFERDEKİ KARBONDİOKSİT YOĞUNLUĞU (1959-2020)



Kaynak: Ulusal Okyanus ve Atmosfer Dairesi (National Oceanic and Atmospheric Administration, NOAA).  
Not: Veriler, Mauna Loa'da (Hawaii) ölçülen aylık ortalama karbondioksit yoğunluğunu göstermektedir.

280 ppm (milyon başına partikül) arasında olduğu tahmin edilmektedir. Grafik 1'de de görüldüğü üzere şu anki karbondioksit yoğunluğu ise yaklaşık ortalama 410 ppm seviyelerindedir. Küresel ortalama sıcaklık şimdiden Sanayi Devrimi öncesi baz alındığında ortalama  $1,2 \pm 0,1$  santigrat derece artmışken karbondioksit artışına yönelik önlemler alınmazsa 2100'e kadar bu miktarın 700-900 ppm seviyesine ulaşması tahmin edilmekte ve bunun dünya genelinde ortalama 3-5 santigrat derece sıcaklık artışına yol açması beklenmektedir.<sup>24</sup> Bunun yanında artan karbondioksit yoğunluğu okyanuslardaki asitlenme oranını artırmakta ve buradaki fauna ve floranın yok olmasına neden olmaktadır.

İklim değişikliği beraberinde sadece sıcaklık artışını değil kuraklık, yangın, aşırı yağışlar ve kasırgalar gibi toplum üzerinde etkisi yadsınamayacak kadar büyük olan hidrometeorolojik olayları da beraberinde getirmektedir. Sudan'da,

24. Belirtmek gerekmektedir ki model seçimine göre tahmini karbondioksit yoğunluğu ve buna bağlı sıcaklık artışı değişmektedir. Burada ilintili kaynak model hesapları dikkate alınmıştır. Bkz. William Nordhaus, *İsman Dünyada Risk, Belirsizlik ve İktisat*, (Doğan Kitap, İstanbul: 2020), s. 17-56.

Kenya'da sel baskınları sonucu yüzlerce kişi hayatını kaybederken sadece Kaliforniya'da yaşanan yangınların maliyetinin şimdilik 2 milyar doları aşığı tahmin edilmektedir.<sup>25</sup> Brezilya'da yaşanan kuraklık yaklaşık 3 milyar dolarlık tarımsal zarara neden olurken 2010-2019 arasında ortalama her yıl 23,1 milyon insan hava olaylarına bağlı nedenlerden ötürü göç etmiştir.<sup>26</sup> Dolayısıyla sürdürülebilir kalkınma, kalkınma ile çevre arasındaki vazgeçiş desteklemek yerine köprüyü kurmalı ve finans da bunu desteklemelidir.

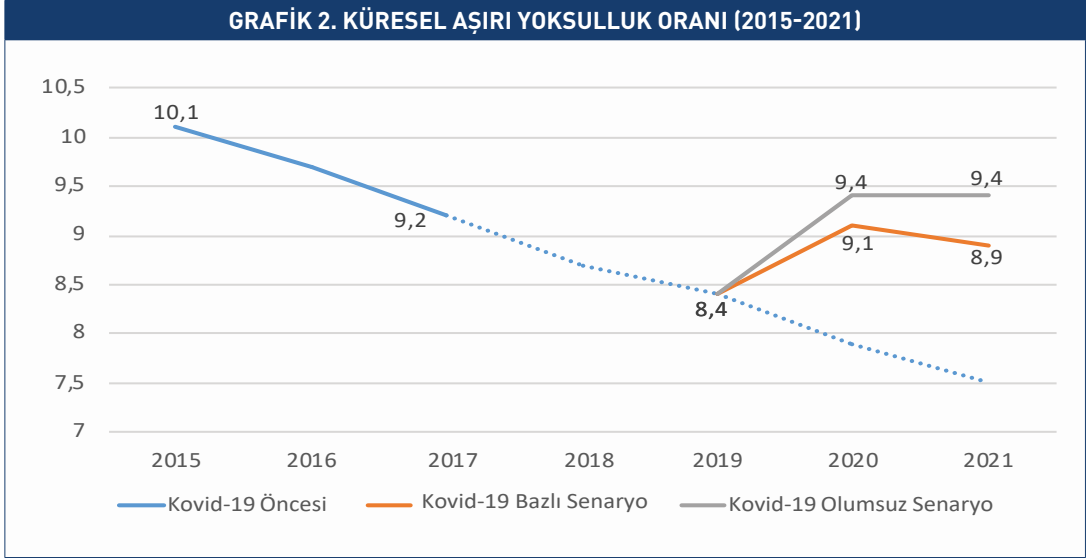
## Sosyal Sorunlar

Bugün dünyada 2,2 milyar insan güvenli içme suyundan ve 4,2 milyar insan da (dünya nüfusunun yaklaşık yüzde 55'i) su sanitasyonundan

25. Ancak unutulmamalıdır ki yangın, boyutu sadece maddi olarak ölçülen bir felaket değildir. Yangında binlerce canlı zarar görmekte veya bozulan doğal ortamlarından dolayı yaşadıkları yerleri terk etmek zorunda kalmaktadır.

26. "State of the Global Climate 2020: Provisional Report", World Meteorological Organization, (2020), <https://public.wmo.int/en/our-mandate/climate/wmo-statement-state-of-global-climate>, (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

GRAFİK 2. KÜRESEL AŞIRI YOKSULLUK ORANI (2015-2021)



Kaynak: "Reversals of Future", Dünya Bankası, (2020).

Not: Aşırı yoksulluk, günlük 1,90 dolardan daha az gelire yaşayan insan sayısı baz alınarak tanımlanmıştır. 2017 yılı ölçülen son resmi orandır, diğer oranlar ise tahmindir.

yoksun yaşamaktadır.<sup>27</sup> Aşırı yoksullukla mücadele eden ve temel insan haklarından mahrum yaşayan Burundi, Çad ve Malavi gibi Sahra Altı Afrika ülkelerinde halen nüfusun yaklaşık yüzde 13'ü elektriğe ulaşabilmektedir.<sup>28</sup> Dünya gayrisafi hasılası 1750'lerden bu yana yaklaşık iki yüz kat artmasına rağmen bu refah artışını çok sınırlı oranda hissedebilen Yemen'in güneyinde yaklaşık 98 bin çocuk yetersiz beslenmeden dolayı ölüm riski ile karşı karşıya iken<sup>29</sup> yaklaşık 152 milyon çocuk ise yasak olmasına rağmen tehlikeli şartlarda çalışmaktadır.<sup>30</sup> Sosyal sorunların altında yatan en büyük etmen ise gelir dağılımı eşitsizliğidir. Koronavirüs öncesi dönemde SKH'lere

bağlı olarak insanlar aşırı yoksulluktan zar zor kaçabilmiş olsalar bile salgın hastalık nedeniyle 2021'de büyük çoğunluğunu kadın ve çocukların oluşturduğu 88-115 milyon arası insanın (sırasıyla koronavirüs baz senaryo ve koronavirüs olumsuz senaryo) daha aşırı yoksullukla baş etmek zorunda kalacağı öngörülmektedir. Aşırı yoksulluktan en fazla mustarip olacağı tahmin edilen Güney Asya'da ise 49-57 milyon insanın daha yoksullukla baş etmesi beklenmektedir.<sup>31</sup>

Bunun yanı sıra ülke içerisinde gücünü politik erkten alan elit sınıflar sınıfsal farklılıkları beslemektedir. Örneğin Barbados'ta mutlak marnarşilerini korumak için siyasi güçlerini onlara bu imkanı verebilecek olan bir dizi ekonomik kurum üzerinde kullanmıştır. Öte yandan Kuzey Kore'de milyonları yoksullaştıran ekonomik sistem dar elit sınıfın gücünü ve servetini korumasına olanak sağlamaktadır.<sup>32</sup> Dolayısıyla gayrisafi yurt içi

27. "UN World Water Development Report 2020: Water and Climate Change", The United Nations World Water Development Report 2020, (Mart 2020), <https://en.unesco.org/themes/water-security/wwap/wwdr/2020>, (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

28. Veriler Dünya Bankası veri tabanından elde edilmiş olup 2018'i göstermektedir. Sırasıyla ülke yüzdeleri ise 11,0; 11,8 ve 18'dir. Detaylı bilgi için bkz. "Access to Electricity (% of Population)", The World Bank, <https://data.worldbank.org/indicator/EG.ELC.ACCS.ZS>, (Erişim tarihi: 28 Aralık 2020).

29. "Yemeni Children Suffer Record Rates of Acute Malnutrition, Putting 'Entire Generation' At Risk", UN News, 27 Ekim 2020.

30. "Child Labour", UNICEF, [www.unicef.org/protection/child-labour](http://www.unicef.org/protection/child-labour), (Erişim tarihi: 28 Aralık 2020).

31. "Reversals of Fortune", The World Bank, [www.worldbank.org/en/publication/poverty-and-shared-prosperity](http://www.worldbank.org/en/publication/poverty-and-shared-prosperity), (Erişim tarihi: 28 Aralık 2020).

32. Daron Acemoğlu ve James A. Robinson, *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*, (Crown Publishing, New York: 2012), s. 81.



Kaynak: Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (United Nations Development Programme, UNDP).

hasıladaki artış ülkeler arasındaki ve ülke içindeki sosyal adaleti desteklemediği sürece en nihayetinde kalkınmayı sürdürülebilir kılmamaktadır.

## Ekonomik Sorunlar

Sürdürülebilir kalkınmada cevaplanması gereken en kritik sorulardan bir tanesi şudur: Artan nüfusu besleyebilmek için yüksek büyüme oranlarına ulaşılması mı yoksa nesiller arası dengeyi gözetten sosyal adaleti ve çevreyi odak noktasına alan sürdürülebilir büyüme modelini mi benimsemek gereklidir?<sup>33</sup> 2012’de Rio+20 zirvesinde toplanarak sürdürülebilir kalkınmanın geçmiş kırk yılının hesabını yapan liderler bu mühim soruları cevaplama sınıfta kaldıklarını fark etmişlerdir. *Nature* dergisinin de “F” notu verdiği geçmiş zirvelerden çıkan anlaşmalarının yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu nedenle öncelikle Binyıl Kalkınma Hedefleri (2000) ve sonrasında daha

kapsayıcı olan Gündem 2030: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri belirlenmiştir. SKH’ler ekonomik büyümenin içerisine çevresel kısıtların da dahil edildiği toplumun bütün kesimlerini içine alan sosyal kapsayıcı bir sürdürülebilir kalkınma planı için detaylı bir yol haritasıdır.<sup>34</sup>

Yoksulluğa ve açlığa son verme, herkes için kaliteli yaşam ve eğitim gibi sosyal hedeflerin; su ve kara yaşamının sürdürülebilirliği, temiz enerji kullanımı gibi çevresel hedeflerin ve yenilikçi altyapının sağlanması, adil ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi gibi ekonomik hedeflerin yer aldığı SKH’ler 17 ana hedef (Şekil 1) ve 169 ayrıntılandırılmış alt hedeften oluşmaktadır. SKH’lerin en önemli özellikleri birbirlerini kapsamaları ve birbiriyle etkileşim halinde olmalarıdır. Örneğin ozon tükenmesi sonucu morötesi ışınların dünyaya daha fazla çarpması cilt kanseri başta olmak üzere toplum sağlığını tehdit edici birçok hastalığa neden olmaktadır.

33. Hüseyin Şen, Ayşe Kaya ve Barış Alparslan, “Sürdürülebilirlik Üzerine Tarihsel ve Güncel Bir Perspektif”, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 29, Sayı: 107, (2018), s. 21-22.

34. Jeffrey D. Sachs, *Sürdürülebilir Kalkınma Çağı*, (Yeditepe Üniversitesi Yayınevi, İstanbul: 2019), s. 439-440.

Öte yandan iklim krizini sadece çevresel bir felaket olarak nitelendirmekle yetinmeyip aynı zamanda ekonomik, güvenlik ve stratejik açıdan değerlendirmek gerekmektedir.

## SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSI TANIMLAMAK

Geçtiğimiz yüzyılda karşılaştığımız büyüklü küçüklü finansal kriz ve skandalların ortaya çıkışındaki sıklık ve bunların bıraktığı derin izler konvansiyonel finansın istikrarını değil belirsizliğin, zenginliğin değil fakirliğin nedeni olduğu şeklinde yorumlamalara yol açmıştır.<sup>35</sup> ABD finans tarihindeki en büyük mali skandallardan biri olarak bilinen Enron'un iflasına yılın "Mükemmel CFO Ödülü"ne layık görülen Andrew Fastow'un çeşitli muhasebe hileleriyle sebebiyet vermesi, Wall Street çalışanları ve yöneticilerinin kısa süreli karlar elde etmek için spekülasyon ve kaldıraçlı işlemlere başvurması,<sup>36</sup> 2007'de Goldman Sachs CEO'sunun maaş, prim, hisse senedi ödülleri ile toplamda 73,7 milyon dolar<sup>37</sup> ödül alması bu yorumlamaların nedenlerinden sadece birkaçıdır. Özellikle "bu sefer farklı" olarak nitelendirilen 2008 küresel finans krizi<sup>38</sup> konvansiyonel finans sistemindeki kar odaklı ve kısa dönemli hedeflerin nasıl küresel bir kaosa dönüşeceğini net bir şekilde göstermiştir. Ancak gelecekte karşılaşılabilecek finansal krizleri azaltmak ve ekonomik sistemi herkes için daha güvenilir hale getirmenin çözümü finans sektörünün daralmasına izin vermek değildir. Bunun tam tersi etkin bir finansal sistemin fonksiyonları, tasarrufları mobilize ederek kaynak dağılımının etkinliğine katkıda

bulunmak ve geleceğin teknolojilerine finansman sağlamaktır.<sup>39</sup> Bunun yanında uygun finansal derinleşmenin ise sermaye birikimine, istihdama ve ekonomik büyümenin sürdürülebilirliğine katkı sağladığı bilinmektedir.<sup>40</sup> Buradan hareketle çözüm ise toplumların hedeflerine eklenendirilmiş, küresel refahı teşvik eden, belirlenen hedeflere ulaşmak için uygun ve sorumlu finansal araçların oluşturulduğu ekonomik dönüşümün gerçekleşmesinde aranmalıdır.<sup>41</sup> Bu nedenle finans; içerisinde doğal, beşeri, sosyal ve aynı zamanda entelektüel sermayeyi barındıran ve bunun yanı sıra ekonomik karlılık esasını da gözetilen uzun vadeli değerleri içeren sürdürülebilir bir yapıya doğru evrilmelidir.<sup>42</sup>

Ana akım ekonomik modellerin hem bugünkü hem de nesiller arası çevresel ve sosyal etkileri dışsallaştırmasının aksine sürdürülebilir finans – sürdürülebilir kalkınmadan da hareketle– finans denkleminde geniş bir bakış açısı sunmaktadır.<sup>43</sup> Buradan hareketle sürdürülebilir finans finansal araçların ekonomik, sosyal ve çevresel sorunlarla nasıl ilişkilendirildiğini ele alan yeni paradigma olarak tanımlanmaktadır.<sup>44</sup> Daha kurumsal bir bakış açısı ile sürdürülebilir finans mevcut sistemin sürdürülebilir kalkınmayı destekleyecek ve SKH'lerin finansmanı sağlayacak kurumsal düzenlemeler oluşturma eğilimi olarak görülebilir.<sup>45</sup>

39. Ross Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence", *Handbook of Economic Growth*, ed. Philippe Aghion ve Steven N. Durlauf, (Elsevier, Amsterdam: 2005), s. 865-934.

40. Edward S. Shaw, "Financial Deepening in Economic Development", *Journal of Finance*, Cilt: 29, Sayı: 4, (1974), s. 1345-1348.

41. Robert J. Shiller, *Finans ve İyi Toplum*, (Albaraka Yayınları, İstanbul: 2019), s. 10-38.

42. *Global Forum on Responsible Business Report Summary Report*, (OECD, Paris: 2014).

43. Magdlena Ziolo vd., "Sustainable Finance Role in Creating Conditions for Sustainable Economic Growth and Development", *Sustainable Economic Development*, ed. Leal Filho vd., (Springer International Publishing, Bern: 2017), s. 189-191.

44. Ali M. Fatemi ve Iraj J. Flooadi, "Sustainable Finance: New Paradigm", *Global Finance Journal*, Cilt: 24, Sayı: 2, (2013).

45. Umberto Pisona, Andre Martinuzzi ve Bernulf Bruckner, "The Financial Sector and Sustainable Development: Logic, Principles and Actors", *ESDN Quarterly Report*, Sayı: 27, (2012).

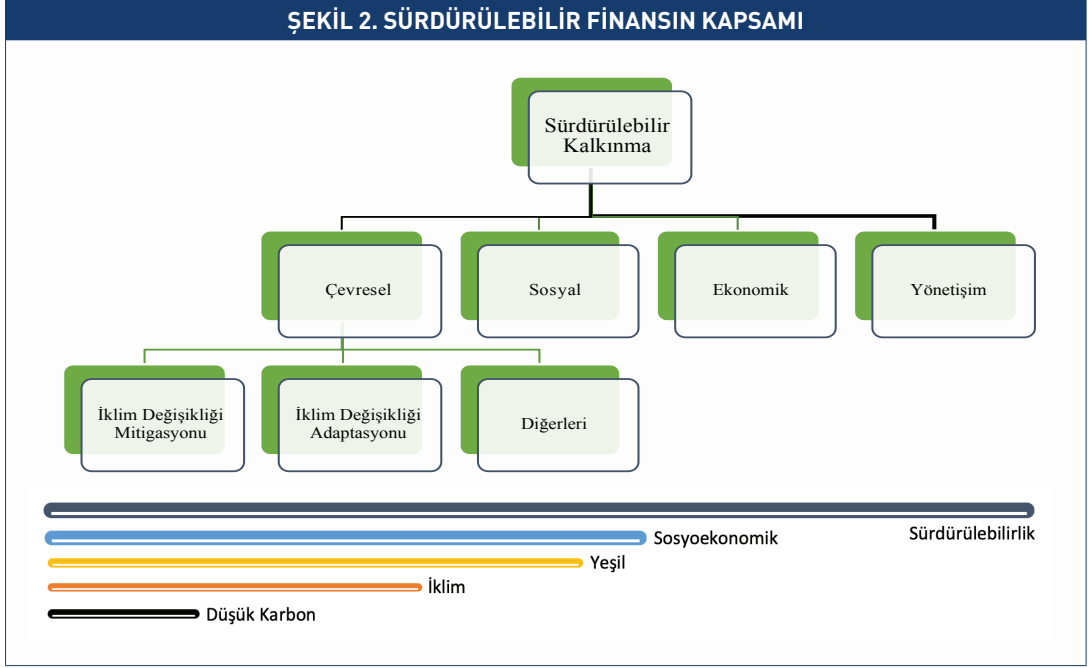
35. Niall Ferguson, *Paranın Yükselişi – Dünyanın Finansal Tarihi*, 9. Baskı, çev. Barış Pala, (Yapı Kredi Yayınları, İstanbul: 2020), s. 9.

36. Patrick Bolton, Jose Scheinkman ve Wei Xiong, "Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets", *Review of Economics Studies*, Cilt: 73, Sayı: 3, (2006), s. 577-610.

37. Ferguson, *Paranın Yükselişi – Dünyanın Finansal Tarihi*, s. 7.

38. Carmen M. Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, (Princeton University Press, Princeton: 2009).

## ŞEKİL 2. SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSIN KAPSAMI



Kaynak: The UNEP Inquiry, "Definitions and Concepts: Background Note", *Inquiry Working Paper*, (2016), s. 11.

Burada ortaya çıkan ana problem –tıpkı sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma da olduğu gibi– sürdürülebilir finansın aynı anda birden fazla boyutu barındırması dolayısıyla evrensel bir tanımının olmayışıdır. Bunun yanında sürdürülebilir finans enstrümanlarının ihtiyaca, kültüre ve coğrafyaya bağlı değişim gösteren “terzi işi” finansal enstrümanlar olması da bu tanımlamayı zorlaştırmaktadır.<sup>46</sup> Bu nedenle de sürdürülebilir finansın kapsamı geniş bir ekseninde incelenmektedir.

Yeşil finans çevresel etkiyi göz önünde bulunduran ve çevresel sürdürülebilirliğe net pozitif katkı sunacak her türlü yatırımı destekleme veya bu yatırımları finanse edecek kredileri sağlama faaliyeti olarak tanımlanmaktadır.<sup>47</sup> Şekil 2’de de görüldüğü üzere yeşil finans düşük karbonlu ve iklim dirençli bir ekonomi için yeşil

finansman kaynağı oluşturmaktadır. Bu nedenle yeşil finans, sürdürülebilir finansın çevresel boyutunu kendisine konu edinen dar bir çerçeveye sunmaktadır.<sup>48</sup> Ancak sürdürülebilir finans sosyal, ekonomik ve yönetim kısıtalarını barındıran, daha geniş bir çerçeve çizen finansal bir hizmet biçimidir. Buna istinaden sürdürülebilir finansı sadece yeşil finans üzerine indirgemek ve sürdürülebilir finans enstrümanlarını yeşil finansman üzerinden değerlendirmek sürdürülebilirliğin sosyoekonomik ve yönetim özelindeki etkilerini hiçe saymak olacaktır.

Finansal terminolojide para ve değer aynı anlamlar taşıyor olsa da para, değeri ölçmek için kullanılır ve uzun vadede tek başına sürdürülebilirliği kapsayan bir değer oluşturmamaktadır. Finansa sürdürülebilirliğin eklenmesi ise yatırımların ana hedefini “para birikimi”nden

46. *Dönüşen Dünyada Fırsatları Yakalamak: Sürdürülebilir Finans Görünümü 2018*, (ESCARUS, İstanbul: 2018).

47. Ulrich Volz, “Fostering Green Finance for Sustainable Development in Asia”, *ADB Working Paper Series*, Sayı: 814, Mart 2018), s. 3.

48. European Political Strategy Centre, “Financing Sustainability: Triggering Investments for the Clean Economy”, *EPSC Strategic Notes*, Sayı: 25, (2017), s. 2-3; The UNEP Inquiry, “Definitions and Concepts: Background Note”, *Inquiry Working Paper*, Cilt: 16, Sayı: 13, (Eylül 2016), s. 10.

TABLO 1. SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSIN AŞAMALARI

Sürdürülebilir Finans Aşamaları	Üretilen Değerler	Faktör Sıralaması
Konvansiyonel Finans	Hissedar Değeri	F
Sürdürülebilir Finans 1.0	Artırılmış Hissedar Değeri	$F > S$ ve $F > Ç$
Sürdürülebilir Finans 2.0	Paydaş Değeri	$T = F + S + Ç$
Sürdürülebilir Finans 3.0	İyi Toplum	$S > F$ ve $Ç > F$

Kaynak: Schoemaker, "Investing for the Common Good", s. 30.

Not: "F" finansal değeri, "S" sosyal değeri, "Ç" çevresel değeri ve "T" toplam değeri temsil etmektedir.

"değer birikimi" ne doğru kaydırmaktadır.<sup>49</sup> Bu minvalde Tablo 1'de sürdürülebilir finansın gelişim aşamaları yer almaktadır.

Tablo 1'de de sembolize edildiği üzere konvansiyonel finans aşamasında kısa dönemli, hissedar değerini maksimize eden öncelikler önemlidir. Bu neticede çeyreklik ve kısa dönemli yatırım raporları esas alınarak yapılan değerlendirmeler önem taşımaktadır.<sup>50</sup> Sürdürülebilir Finans 1.0 aşamasında yatırımcılar ve kurumlar "günahkar" olarak adlandırılan (sigara şirketleri, petrol şirketleri vb.) çevresel ve sosyal hayata etkileri negatif olan şirketlerden kaçınmaktadır. Bu aşamada kurumlar sınırlı da olsa sosyal ve çevresel faktörlere önem vererek sürdürülebilirliği işletme faaliyetlerine entegre etmektedir. Bu neticede kurumların elde etmek istediği amaç kısa dönemde masrafları ve işletme riskini azaltmak, müşterilerin yeni taleplerini karşılayabilmek ve bunun sonucunda şirket karlılığını artırmaktır. Sürdürülebilir Finans 2.0 aşamasında ise toplam değer finansal, sosyal ve çevresel faktörlerden oluşmaktadır. Bu aşamada paydaş değerleri karar verme sürecine entegre edilmektedir. Orta vadeden uzun vadeye geçişte fiyatlanmayan çevresel ve sosyal riskler kurumlar için itibar riski teşkil edebilmektedir. Sürdürülebilir Finans 3.0 aşamasında ise sosyal ve çevresel faktörler finansal faktörlerden daha önemli hale gel-

mektedir. Bu faktörler risk olmaktan çıkıp uzun vadede birer fırsata dönüştürülmüştür. Finansal kurumlar sürdürülebilirliğe net pozitif katkı sağlayacak projeleri finanse etmekte, yatırım kararları uzun vadede toplumun tüm paydaşlarını kapsayacak şekilde değerlendirilmeye alınmaktadır. Böylece finans sistemi uzun vadede sürdürülebilir kalkınma hedeflerine ulaşılmasına olanak sağlayacak ve "iyi toplum" oluşturulmasını destekleyecektir.<sup>51</sup>

Burada dikkat edilmesi gereken nokta sürdürülebilir finansın sosyal ve çevresel değerlerle bezenmiş, "harmanlaştırılmış getiri" sunmasıdır.<sup>52</sup> Bir başka deyişle sürdürülebilir finans için sadece sürdürülebilirlik kısmı değil aynı zamanda ekonomik karlılık kısmı ile de ilgilenmektedir. Ancak bu finans modelinde konvansiyonel finansın aksine finanse edilen projelerin tanımlanmasında özel metriklere, performans göstergelerine ve raporlama tekniklerine ihtiyaç duyulmakta ve süreç teknik ve hukuki uygunluk kriterleri açısından farklı değerlendirilmektedir.<sup>53</sup>

Elbette toplumun her bir zeresinde etkili olan mevcut ekonomik modelin dönüşümünü gerçekleştirmek zahmetli ve aynı zamanda çok masraflıdır. SKH'lerde belirtilen sağlıkta iyileşme, nitelikli eğitim ve yoksulluğa son verilmesi gibi hedefler sosyal; temiz enerji ve sürdürülebilir alt-

49. Thomas Lagorde-Segot, "Sustainable Finance. A Critical Realist Perspective", *Research in International Business and Finance*, Cilt: 47, (2019), s. 3.

50. Gail Whiteman, Brian Walker ve Paolo Perego, "Planetary Boundaries: Ecological Foundations for Corporate Sustainability", *Journal of Management Studies*, Cilt: 50, Sayı: 2, (2021).

51. Dirk Schoemaker, "Investing for the Common Good: A Sustainable Finance Framework", *Bruegel Essays and Lecture Series*, (Brüksel: 2007), s. 28-39.

52. Scott Fullwiler, "Sustainable Finance: Building a More General Theory of Finance", ed. Othmar M. Lehner, *Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance*, (Routledge, Londra: 2018), s. 23.

53. *Dönüşen Dünyada Fırsatları Yakalamak*, s. 15.

yapı sistemleri gibi hedefler de çevresel inovasyonlara doğru sermayenin yeniden tahsis edilmesini gerektirmektedir.<sup>54</sup> Özellikle özel sektör tarafından fonlanan çeşitli Ar-Ge yatırımları şirketlerin ekonomik karlılığına katkı sağlayacak alanlarda yoğunlaşmaktadır. Bu inovasyonlar şirket karlılıklarını beslese de teknolojinin yoksullar veya çevre üzerinde oluşturacağı pozitif etkiyi sınırlandırmaktadır.<sup>55</sup> Örneğin yenilenebilir enerji yatırımlarının başlangıç sermayesinin yüksek olması uzun vadede hem topluma yararı olan hem de ekonomik getiri sağlayacak projeleri dezavantajlı hale getirmektedir. Bu koşullar altında konvansiyonel finansın yetersizliği<sup>56</sup> bu teknolojik yatırımları finanse edebilecek sürdürülebilir finans ile giderilebilecektir.

Sermayenin yeniden tahsisi ve yenilenebilir enerjiyi destekleyici yatırımlara kaydırılması ülkelerin enerji arz portföyünü çeşitlendirmesine yardımcı olacaktır. Aynı zamanda artan sermaye bu alanda rekabetin hız kazanmasına neden olarak enerji fiyatlarında düşüş sağlayabilir. Özellikle Türkiye gibi cari açığın büyük bir kısmı enerji kaynaklı olan ülkelerde sürdürülebilir finans uzun dönemde bu açığın kapatılmasına olanak sağlayabilir. Bunun yanı sıra düşük karbonlu enerji sistemine geçiş ve yeşil ekonomi sadece çevresel değil aynı zamanda “yeşil işler” ile de istihdamın desteklemesine katkı sağlayarak toplumsal etki oluşturmaktadır. Yenilenebilir enerjinin 2018’de 11 milyon ve 2019’da ise 11,5 milyon insana istihdam sağladığı tahmin edilmektedir.<sup>57</sup> Paris İklim Antlaşması’nın tüm dünyada uygulanmasına bağlı enerji üretimi ve kullanımındaki değişiklikler nedeniyle de 2030’a kadar 18 milyon kişiye istih-

dam sağlayacağı tahmin edilmektedir.<sup>58</sup> Diğer yandan sürdürülebilir üretim ve tüketim modeli hane halklarının günlük harcamalarında hatırı sayılır bir tasarrufa gitmelerine olanak sağlayacaktır. Bu tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi veya bireylerin sağlık ya da hayat kalitesini artırıcı diğer alanlara birikimlerini kaydırmaları bireysel ve toplumsal bazda “iyi”ye ulaşılmasına imkan sağlayabilecektir.<sup>59</sup>

## SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS ENSTRÜMANLARI

Sürdürülebilir kalkınmanın finansmanı hem özel hem de kamu kesiminin finansal kaynaklarını uzun vadede sürdürülebilir altyapı finansmanına doğru hareket ettirmesiyle mümkündür. Enerji tasarrufu, yenilenebilir enerji, su sanitasyonu, kadın girişimcileri destekleme, toplum sağlığını koruma gibi sosyal ve çevresel sürdürülebilirliğe katkı sağlayıcı yatırımlar/projeler yeni finansal enstrümanlar ile desteklenmektedir. Bu finansal enstrümanlar ihtiyaca, coğrafyaya ve yatırım hedeflerine göre değişebilmektedir. Bu nedenle bu bölümde öne çıkan belli başlı sürdürülebilir finans enstrümanlarına, kısa tanımlamalarına ve örneklerine yer verilmektedir.

### Yeşil Tahviller

Yeşil tahviller, tahvil gelirlerinin bir kısmının veya tamamının uygun kriterli yeşil projeleri finanse/re-finanse edilmesi için kullanılan bir çeşit borçlanma aracıdır. Bu tahvillerin ihraççıları arasında kamu kesimi, özel kesim veya çok taraflı kurumlar yer alabilmektedir. Yeşil proje kriterlerinin tam anlamı ile belirlenememesi dolayısıyla yeşil tahvil gelirleri yenilenebilir enerji, enerji verimliliği, sürdürülebilir

54. Ruzawska, “Sustainability Transition Needs Sustainable Finance”, s. 191.

55. Mariana Mazzucato, *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*, (Hachette Press, New York: 2018); Sachs, *Sürdürülebilir Kalkınma Çağı*, s. 29.

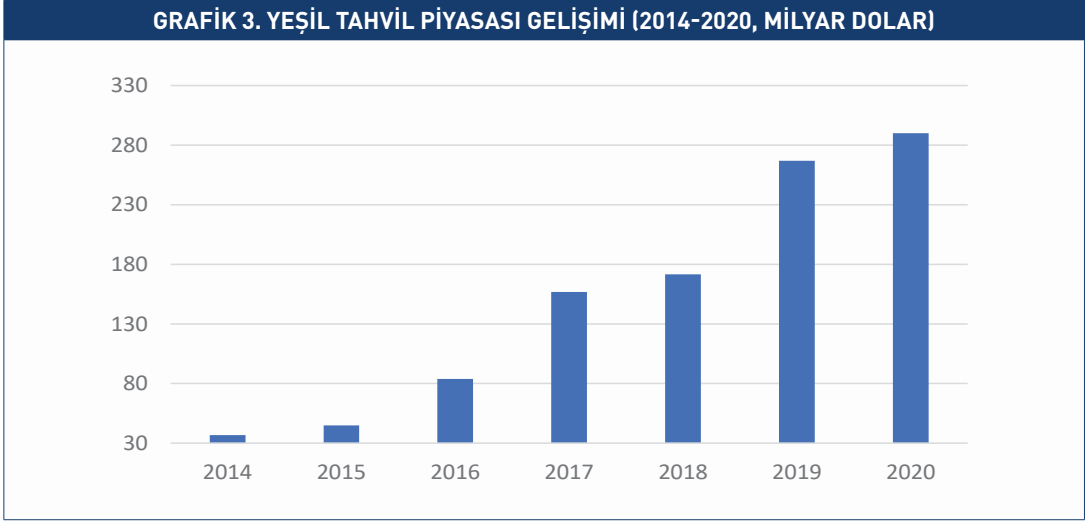
56. Fullwiler, “Sustainable Finance: Building a More General Theory of Finance”.

57. “Renewable Energy and Jobs – Annual Review 2020”, IRENA, (Eylül 2020), <https://www.irena.org/publications/2020/Sep/Renewable-Energy-and-Jobs-Annual-Review-2020>, (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

58. “Employment in the Energy Sector: Trends and Impact of the Green Energy Transition”, EU Science Hub, <https://ec.europa.eu/jrc/en/science-update/employment-energy-sector>, (Erişim tarihi: 9 Nisan 2021).

59. “Financing Sustainability: Triggering Investment for the Clean Economy”, European Political Strategy Centre, [https://gsgii.org/wp-content/uploads/2017/10/strategic\\_note\\_issue\\_25.pdf](https://gsgii.org/wp-content/uploads/2017/10/strategic_note_issue_25.pdf), (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

GRAFİK 3. YEŞİL TAHVİL PİYASASI GELİŞİMİ (2014-2020, MİLYAR DOLAR)



Kaynak: Climate Bonds Initiative (CBI)

Not: Veriler tahvil ihracı tarafından çıkarılırken getirinin çevre projelerinde kullanılacağını belirten etiketli yeşil tahvilleri içermektedir.

lir su/tarım yönetimi, temiz ulaşım, kirliliği önleme ve kontrol gibi çevresel sürdürülebilirliğe net pozitif katkı sunacak olan geniş tanımlamaya tabi tutulabilecek yeşil projeleri finanse etmektedir. Konvansiyonel tahvillerden farklı olarak yeşil tahviller, (i) tahvil gelirlerinin nasıl kullanılacağına açıkça belirtilmesi, (ii) seçilen projenin nasıl sürdürüleceği ve değerlendirileceği, (iii) fonun şeffaf bir şekilde yönetilmesi ve (iv) fon yönetiminde düzenli raporlamaların yapılmasına ilişkin dört ana prensip içermektedir.<sup>60</sup>

İlk yeşil tahvil “İklim Farkındalık Tahvili” adı ve 600 milyon avro toplam tutarıyla 2007’de Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından çıkarılmıştır. Bu tahvil tamamıyla enerji verimliliği ve yenilenebilir enerji sektöründeki projeleri finanse etmek için kullanılmıştır. 2008’de ise Dünya Bankası, İskandinav emeklilik fonlarının iklim odaklı projeleri destekleme amaçlı talebine yönelik 440 milyon dolarlık yeşil tahvil ihraç etmiştir. 2012’de ilk belediye yeşil tahvilini Fransa’nın (Ile de France) ihraç etmesinin peşi sıra onu İsveç (Gothenburg) ve ABD (Massac-

husetts) izlemiştir. Her ne kadar 2013’e kadar yeşil tahvil piyasasında az sayıda işlem gerçekleşmiş olsa da EDF, Vasakronan ve Bank of America tarafından ilk kurumsal yeşil tahvillerin ihraç edilmesi piyasadaki likiditenin artmasına olanak sağlamıştır.<sup>61</sup> Türkiye’de ise ilk yeşil tahvil ihracı 2016’da Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) tarafından düşük karbonlu ekonomiye geçişi teşvik için 300 milyon dolar tutarlı ve beş yıl vadeli olarak gerçekleştirilmiştir. Sağlanan fonun ise yenilenebilir enerji ve enerji verimliliği sağlayacak çevresel projelerin finansmanının yanı sıra eğitim ve sağlık gibi sosyal projeler için de kullanılacağı belirtilmiştir.<sup>62</sup>

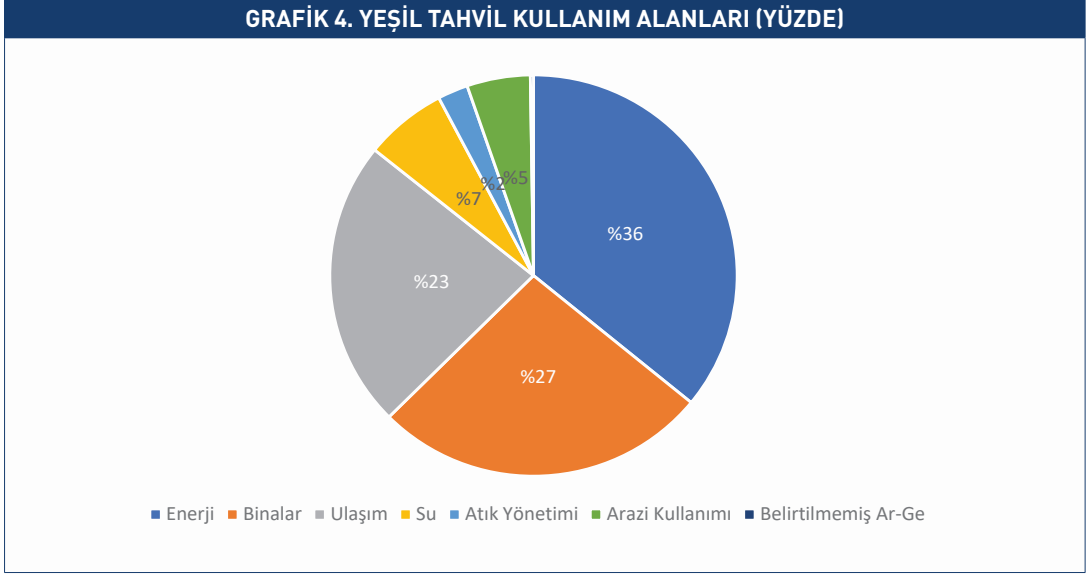
Grafik 3’te küresel çapta yeşil tahvil piyasasının gelişimi yer almaktadır. Buna göre 2014’te yaklaşık 37 milyar dolara ulaşan küresel yeşil tahvil piyasası 2018’de yaklaşık dört kat artmıştır. 2019’da ise toplam ihracın yaklaşık 267 milyar dolar olduğu görülmektedir.

61. “Study on the Potential of Green Bond Finance for Resource-Efficient Investments”, (European Commission, Brüksel: 2016), s. 7.

62. “Türkiye’nin İlk Yeşil Tahvili TSKB’den”, TSKB, 13 Mayıs 2015, [www.tskb.com.tr/web/101-2974-1-1/tskb-site-tr/tr-hakkimizda/tskdbden-haberler/turkiyenin-ilk-yesil-tahvili-tskbden](http://www.tskb.com.tr/web/101-2974-1-1/tskb-site-tr/tr-hakkimizda/tskdbden-haberler/turkiyenin-ilk-yesil-tahvili-tskbden), (Erişim tarihi: 10 Ocak 2021).

60. *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, (ICMA, Paris: 2018).

GRAFİK 4. YEŞİL TAHVİL KULLANIM ALANLARI (YÜZDE)



Kaynak: CBI

2020'de 290 milyar dolara varan yeşil tahvil ihracının yüzde 36'sı enerji, yüzde 27'si bina ve yüzde 23'ü ulaşım projelerinin desteklenmesinde kullanılmıştır. Geri kalan fonlar ise su, atık yönetimi ve arazi kullanımı sektöründeki projeleri finanse etmek için ihraç edilmiştir (Grafik 4).

## Sosyal ve Sürdürülebilir Tahviller

Sosyal tahviller mevcut ya da yeni sosyal projeleri finanse ya da refinance etmek için çok taraflı kurumlar, özel ve devlet kesimi tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarıdır. Sosyal tahviller de yeşil tahviller gibi dört ana prensip içermektedir. Sosyal tahvillerin sağladığı getiriler ise gıda güvenliği ve sürdürülebilir gıda sistemi, temel altyapı hizmetleri, temel hizmetlere erişim, istihdam oluşturma, mikro finansman sağlama gibi sosyal etki oluşturacak projelerde kullanılmaktadır.<sup>63</sup> Sürdürülebilir tahviller ise hem çevresel hem sosyal alanda net pozitif etki yaratacak projeleri finanse etmede kullanılmaktadır.<sup>64</sup> ICMA veri tabanının

63. *Social Bond Principles*, (ICMA, Paris: 2020).

64. *Sustainable Bond Guidelines*, (ICMA, Paris: 2018).

dan elde edilen veriler ışığında 2019'da toplamda 16,72 milyar dolar sosyal ve 42,08 milyar dolar sürdürülebilir tahvil ihraç edilmiştir. 2020'de ise sosyal tahvil ihracı 58,09 milyar dolara, sürdürülebilir tahvil ihracı ise yaklaşık 84 milyar dolara yükselmiştir.<sup>65</sup>

Koronavirüs öncesi dönemde yatırımcılar sosyal ve sürdürülebilir tahvilleri daha az bilmektedir. Yeşil tahvillere nazaran bu tahvil çıktılarının somut olmamasından kaynaklı bu piyasa ilgi çekememiş ve hızlı bir gelişme katedememiştir. Ancak salgının getirmiş olduğu ağır sosyoekonomik koşullar sosyal ve sürdürülebilir tahvillerin kurum/kuruluşlar veya devletler tarafından etkin bir şekilde kullanımına neden olmuştur. Bunun yanı sıra Çin yeşil tahvil piyasasında salgın kaynaklı gerileme yaşanmasının da etkisiyle sosyal ve sürdürülebilir tahvil ihracı ilk defa 2020 itibarıyla yeşil tahvil ihracını geçmiştir.<sup>66</sup> Guatemala'nın ilk

65. 2020 verileri sene başından Eylül'e kadar geçen sürede gerçekleşen sosyal ve sürdürülebilir tahvil ihracını içermektedir.

66. "Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis", IFC, (Ağustos, 2020), [www.ifc.org/wps/wcm/connect/baeca13f-86e9-4330-9577-4af183c35eac/EMCompass\\_Note%2B89-SocialBonds-web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nx6aknz](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/baeca13f-86e9-4330-9577-4af183c35eac/EMCompass_Note%2B89-SocialBonds-web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nx6aknz), (Erişim tarihi: 1 Ocak 2021).

sosyal devlet tahvilini çıkarması,<sup>67</sup> AB'nin 17 milyar avro değerinde çıkardığı ilk sosyal devlet tahviline rekor seviyede talep gelmesi<sup>68</sup> ve Google'ın ana şirketi Alphabet'in 5,75 milyar dolar ile bu zamana kadarki en yüksek kurumsal sürdürülebilir tahvil ihracını gerçekleştirmesi<sup>69</sup> de bu piyasanın giderek derinleşeceğinin göstergeleridir. Bu nedenle de *greenwashing* olarak adlandırabilecek sahte yeşil tahvillerden uzak durulması gerektiği gibi *socialwashing* ile de sahte sosyal tahvillere karşı ayrıca dikkat edilmelidir.<sup>70</sup>

#### SKH Tahvilleri (SDGs Bond)

Bu tahviller SKH'lere veya diğer sürdürülebilir kalkınma çıktılarına pozitif katkıda bulunmak isteyen taraflarca ihraç edilmektedir. Meksika 890 milyon dolarla ilk SKH devlet tahvilini ihraç eden ülke olarak önemli bir adım atarken Japon otomotiv devi Toyota'nın 4,7 milyar dolarlık SKH şirket tahvili ihraç etmesi beklenmektedir.

#### Mavi Tahviller (Blue Bond)

Mavi tahviller okyanuslardaki kirliliğin azaltılması ve biyoçeşitliliğin sürdürülebilirliği amacıyla sunulan okyanus dostu projelerin desteklenmesi amacıyla kullanılan inovatif bir finansal enstrümandır. Şey-seller Cumhuriyeti sürdürülebilir balıkçılık ve deniz projelerini desteklemek için 2018'de ilk devlet mavi tahvilini çıkarmıştır. Morgan Stanley ise Dünya Bankası ile ortaklaşa çalışarak okyanuslardaki plastik kirliliğini azaltmak amacıyla 10 milyon dolar değerinde mavi tahvil ihraç etmiştir.

#### Pandemik Tahviller

Koronavirüsün getirdiği ek finansman ihtiyacının sağlanması için Dünya Bankası tarafından yeniden gündeme getirilen pandemik tahviller, ilk kez 2017'de Dünya Bankası tarafından 320 milyon dolar tutarıyla ihraç edilmiştir. Bu tahviller yatırımcılarına kupon ödemesi ve vade sonunda anapara ödemesi sunmaktadır. Ancak herhangi bir salgın hastalıkla karşılaşılması durumunda tahvilin yatırımcısına ödeme yapmaması eleştirilere neden olmaktadır.

#### Cinsiyet Eşitliği Tahvilleri (Gender Bonds)

Özellikle kırsal alanda faaliyet gösteren ve finansal kaynaklara erişim imkanı sınırlı olan kadın girişimcileri desteklemek, kadın istihdamına katkıda bulunmak ve cinsiyet eşitliğini sağlamak amacı edinen projeleri finanse etmek için ihraç edilen tahvil türüdür. Endonezya ve Malezya'da kadın girişimcileri desteklemek için bu tahvil ihraçları gerçekleştirilmiştir.

## Yeşil, Sosyal ve Sürdürülebilir Sukuk

Yeşil sukuklar getirileri çevresel projeleri, sosyal sukuklar sosyoekonomik projeleri ve sürdürülebilir sukuklar da hem çevresel hem de sosyal etki alanı oluşturan projeleri finanse etmek için kullanılan İslami finansın sürdürülebilir finans enstrümanlarıdır. İlk yeşil sukuk ihracını gerçekleştiren ve şu ana kadar bu piyasada lider konumda olan Malezya'yı Endonezya ve Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) takip etmektedir. Temmuz 2020 itibarıyla toplamda 6,1 milyar dolar değerinde yeşil sukuk ihraç edilmiştir.<sup>71</sup> Sosyal ve sürdürülebilir sukuklar ile ilgili ülkeler tarafından gönüllü bir çerçeve belirlenmiş olsa da bu piyasa hakkında çok fazla bilgi bulunmamaktadır. Ancak Zorlu Enerji toplamda 450 milyon lira tutarına sahip 50 milyon lira tutarında ilk ihracı gerçekleştiren dünyadaki sınırlı sayıdaki sürdürülebilir sukuk ihraçlarından birini gerçekleştirmiştir.<sup>72</sup>

67. "A Pandemic-Driven Surge in Social Bond Issuance Shows the Sustainable Debt Market is Evolving", S&P Global Rating, (Haziran 2020), [www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200622-a-pandemic-driven-surge-in-social-bond-issuance-shows-the-sustainable-debt-market-is-evolving-11539807](http://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200622-a-pandemic-driven-surge-in-social-bond-issuance-shows-the-sustainable-debt-market-is-evolving-11539807), (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

68. *European Commission Issues First Emission of EU SURE Social Bonds*, (European Commission, Brüksel: 2020).

69. *ICMA Quarterly Report*, (ICMA, Paris: 2020).

70. *Greenwashing* kavramı Türkçeye yeşil aklama, yeşile boyama, yeşil yıkama olarak da çevrilebilmektedir. *Socialwashing* terimi ise aynı şekilde sosyal aklama olarak dilimize çevrilebilmektedir.

71. "Pioneering the Green Sukuk: Three Years On", World Bank, (Ekim 2020), <https://www.worldbank.org/en/events/2020/10/06/pioneering-the-green-sukuk-three-years-on>, (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

72. "Turkey Issues Its First Sustainable Sukuk", Global Islamic Finance and Impact Investing Platform, [www.gifiip.org/turkey-issues-its-first-sustainable-sukuk](http://www.gifiip.org/turkey-issues-its-first-sustainable-sukuk), (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

## Hisse Senedi ve Endeks Fonları

Temiz enerji, enerji tasarrufu ve sürdürülebilirlik alanında veya sorumlu yatırım kriterlerini esas alan şirketlere yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, yatırım kararlarını karşılayabilecek olan halka arz olmuş şirketlerin hisse senetlerini alarak bu şirketlere ortak olabilmektedir. Ancak hisse senetlerinin değerini etkileyecek sistematik veya sistematik olmayan risklerle karşılaşılması yatırımcılar için risk teşkil etmektedir. Bu nedenle de risk iştahlarına göre aktiften ziyade pasif strateji izlemeyi tercih eden yatırımcılar yeşil endeks veyahut temiz endeks olarak da adlandırılan endekslere daha az riskle yatırım yapmayı tercih edebilirler. 2016'da hizmet vermeye başlayan Lüksemburg Yeşil Endeksi (LGX) yeşil, sosyal ve sürdürülebilir alanda hizmet veren ilk endekstir. Willderhill Temiz Enerji Endeksi ve NASDAQ Yeşil Ekonomi Endeksi (QGREEN) de bu endeksler arasında yer almaktadır.

## Yeşil Krediler

Paris İklim Antlaşması ve SKH'lerin artan öneme istinaden başta uluslararası kurum ve kuruluşlar tarafından hem sürdürülebilir finans hem de çevre kalitesini artırmak ve bu riskleri dönüştürmek amaçlı kullanılan çevre finansman aracıdır.<sup>73</sup> Bu krediler, kredi veren kuruluşun özellikle dikkat edilmesini talep ettiği çevresel ve sosyal kısıtlamaları göz önüne alan yeşil projelere destek sağlamaktadır. Bu nedenle verilen krediler genellikle çevresel sürdürülebilirliğe katkıda bulunabilecek olan enerji verimliliği, yenilenebilir enerji, çevre koruma ve kirliliği azaltma ve su yönetimi gibi projeleri kapsamaktadır. Bu projelerin başlangıç sermayesinin görece yüksek seyretmesi finansman ihtiyacını zaruri hale getirmektedir. Bunun yanı sıra işletmeler arasındaki

rekabetin teşvik edilmesi için verilen yeşil kredilerin faiz oranları piyasadaki diğer faiz oranlarının altında seyretmekte ve vadeleri de daha uzun olabilmektedir. Öncelikle yeşil kredi kullanımında ortaya çıkabilecek usulsüzlükleri engellemek ve piyasanın gelişimine katkı sağlamak amacıyla Kredi Piyasası Birliği (Loan Market Association) tarafından gönüllü Yeşil Kredi Prensipleri belirlenmiştir.<sup>74</sup> Bankaların enerji tasarrufu sağlayan konutlara ya da kendi enerjisini üreten evler ve ticari binalara yönelik düşük faizlerle “yeşil ipotekli konut kredisi” ve “yeşil ipotekli ticari yapıt kredisi” sunmasının yanı sıra hibrit ya da elektrikli otomobilin finansmanı için de “yeşil taşıt kredisi”nin verilmesi yeşil kredilerin örnekleri arasında sayılabilmektedir. Zorlu Enerji'nin şirket sürdürülebilirliğine katkı sağlaması amacıyla 2019'da Garanti BBVA ile gerçekleştirdiği yeşil kredi anlaşması Türkiye'nin ilk yeşil kredi anlaşması olarak dikkat çekmektedir.<sup>75</sup> Bunun yanında VakıfBank'ın Fransız Kalkınma Ajansı (AFD) ile imzaladığı 200 milyon avroluk “yeşil konut kredisi” anlaşması ilk kez bu kadar yüksek bir çevreci meblağın konut kredisi alanında kullanılması açısından önem taşımaktadır.<sup>76</sup>

## Sürdürülebilirliğe Bağlı Krediler

Sürdürülebilirliğe bağlı krediler (*sustainability linked credit*) şirketlerin önceden belirledikleri sosyal ve/veya çevresel hedeflerine ulaşmalarını desteklemek için kullanılan hedef ya da performans odaklı bir kredi türüdür. Buna göre kredi alan kurum belirlediği sürdürülebilirlik ya da ESG kriterlerine ulaşmadığı takdirde sözleşmede belirlenen faiz oranından daha yüksek faiz oranı ödemek zorunda kalacaktır. Aksi durum

73. Feng Wang vd., “Does Green Credit Policy Work in China? The Correlation Between Green Credit and Corporate Environmental Information Disclosure Quality?”, *Sustainability*, Cilt: 11, Sayı: 3, (2019).

74. “Green Loan Principles”, LMA, Aralık 2018.

75. “Zorlu Enerji'nin Yeşil Kredisi 'En İyi Yeşil Kredi Ödülünü' Aldı”, Anadolu Ajansı, 18 Haziran 2019.

76. “Vakıf Bank'tan Çevre Dostu Evlere Kredi Desteği”, Anadolu Ajansı, 17 Şubat 2021.

gerçekleştiğinde ise daha düşük faiz oranı ödeyecektir. Bu krediler sürdürülebilirlik materyalleri, yenilenebilir enerji, sürdürülebilir bina, sürdürülebilir tarım vb. projeleri desteklemekte kullanılabilir. Sürdürülebilirliğe bağlı kredi ilk defa 2017'de Hollanda merkezli elektronik şirketi Philips ile ING Bank arasında şirketin ESG puanlaması baz alınarak 1 milyar avro tutarında gerçekleştirilmiştir.<sup>77</sup> Bunun yanı sıra Belçikalı kimya şirketi Solvay 2 milyar avro tutarında karbondioksit emisyonuna bağlı ilk döner krediye ve UMP Grubu ise Mart 2020'de 750 milyon avro tutarında biyoçeşitlilik ile bağlantılı ilk döner krediye imza atmıştır.<sup>78</sup> Koronavirüs kaynaklı bu piyasada durgunlaşma görülmüş olsa da şirketlerin SKH'lere ve ESG'ye gittikçe artan ilgisi piyasanın sadece üç yıl içerisinde 275 milyar dolara erişmesine yol açmıştır.<sup>79</sup>

## Sürdürülebilirlik Seküritizasyonları

Seküritizasyon diğer adıyla menkul kıymetleştirme, borçluların sermaye piyasasına erişimini sağlayan finansal bir inovasyondur.<sup>80</sup> Teknik olarak seküritizasyon işleminde bilançoda yer alan likit olmayan varlıklar bir havuzda toplanarak dilimlere bölünüp notlandırılarak likit hale getirilip yatırımcılara sunulmaktadır. Yeşil seküritizasyona dayanak teşkil eden varlıklar arasında yeşil altya-

pıyı destekleyecek yeşil konut kredisi,<sup>81</sup> yeşil araç kredisi,<sup>82</sup> batarya ve depolama, rüzgar veya güneş enerjisini teşvik edecek krediler gibi yeşil finans enstrümanları olabilecekken yeşil etiketli olmayan varlıklar da yer alabilmektedir. Bunun yanı sıra dayanak varlıkları sosyal ve sürdürülebilir finansal enstrümanlar olan sosyal ve sürdürülebilirlik seküritizasyon uygulamaları da bulunmaktadır. Avrupa Merkez Bankası tarafından alınan karar ile sürdürülebilirlik kriterlerine uygun tahvil kuponlarının para politikası doğrudan alımları için teminat olarak kabul edilmesi bu piyasanın giderek hareketlenmesine imkan sağlayacaktır.<sup>83</sup> Piyasada yaşanacak ek gelişmelere bağlı olarak 2035'e kadar bu piyasanın 280-380 milyar dolara erişebileceği tahminlere yansımaktadır.<sup>84</sup>

### Ormancılık Menkul Kıymetleştirilmeleri

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde orman sahiplerinin veyahut yöneticilerinin geleneksel finansal araçların kullanımı ile ihtiyaçları olan sermayeye ulaşımı kısıtlıdır. Bu nedenle ormancılık menkul kıymetleştirilmeleri kullanılabilir. Örneğin yakın zamanda Şili'de Şili Kalkınma Ajansı (CORFO) ve özel sektör garantörlüğünde 13 milyon dolarlık orman tahvili ihracı gerçekleştirilmiştir. Kurumsal yatırımcılara sunulan bu fonlar olgunlaşmamış ekili orman arazileri satın almak ve yeniden ağaçlandırma maliyetleri için kullanılmıştır. Hasat işlemlerinden elde edilen kar ise tahvil sahipleri ve orman yöneticileri arasında paylaştırılmıştır.

77. "ING and Philips Collaborate on Sustainable Loan", ING, 19 Nisan 2017, [www.ing.com/Newsroom/News/ING-and-Philips-collaborate-on-sustainable-loan.htm](http://www.ing.com/Newsroom/News/ING-and-Philips-collaborate-on-sustainable-loan.htm), (Erişim tarihi: 12 Ocak 2021).

78. "A New Element in the Mix", BNP Paribas, 22 Ocak 2019, <https://cib.bnpparibas/a-new-element-in-the-mix>, (Erişim tarihi: 12 Ocak 2021); "UPM Links EUR 750M Loan to Forest Biodiversity and CO<sub>2</sub> Targets", BNP Paribas, 22 Nisan 2020, <https://cib.bnpparibas/upm-links-eur-750m-loan-to-forest-biodiversity-and-co2-targets>, (Erişim tarihi: 12 Ocak 2021).

79. Jacqueline Poh, "ESG-Linked Loan Boom Hit by Pandemic Push for Short-Term Funds", Bloomberg Markets, 20 Ekim 2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-20/esg-linked-loan-boom-hit-by-pandemic-push-for-short-term-funds>, (Erişim tarihi: 12 Ocak 2021).

80. Gary Gorton ve Andrew Metrick, "Securitized Banking and the Run On Repo", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 104, Sayı: 3, (2012), s. 425-451.

81. Bkz. "Bringing Billions and Housing to Green Bond Market", Environmental Finance, 22 Şubat 2019, [www.environmental-finance.com/content/the-green-bond-hub/bringing-billions-and-housing-to-the-green-bond-market.html](http://www.environmental-finance.com/content/the-green-bond-hub/bringing-billions-and-housing-to-the-green-bond-market.html), (Erişim tarihi: 11 Ocak 2021).

82. "Toyota Upsized 'Green' Auto ABS to \$1.75B", Asset Securitization Report, 11 Mart 2014, <https://asreport.americanbanker.com/news/toyota-upsizes-green-auto-abs-to-175b>, (Erişim tarihi: 11 Ocak 2021).

83. "ECB to Accept Sustainability-Linked Bonds as Collateral", European Central Bank, 22 Eylül 2020, [www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922-482e4a5a90.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922-482e4a5a90.en.html), (Erişim tarihi: 11 Ocak 2021).

84. "Green Securitisation Unlocking Finance for Small-Scale Low Carbon Project", CBI, [www.climatebonds.net/system/tdf/reports/green\\_securitisation\\_cbi\\_conference\\_final.pdf?file=1&type=node&cid=34586&force=0](http://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/green_securitisation_cbi_conference_final.pdf?file=1&type=node&cid=34586&force=0), (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021); *Mobilising Bond Market for a Low-Carbon Transition*, (OECD, Paris: 2017).

## SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS UYGULAMA STANDARTLARI

ICMA, CBI ve LMA<sup>85</sup> başta olmak üzere uluslararası kurumlar birtakım sürdürülebilir finans enstrümanlarına yönelik gönüllü çerçeveler oluşturmuştur. Ancak ülkelerin kendilerine ait sürdürülebilir finans mevzuat altyapılarını geliştirilmesi bu finansal ürün ve hizmetlerin belirlenen standartlar çerçevesinde işlem görmesine olanak sağlayacaktır. Piyasa oyuncularına kolaylık sağlayacak bu standartlar piyasanın da giderek derinleşmesine imkan tanıyacaktır.<sup>86</sup>

Bu kapsamda ele alınması gereken ilk standardizasyon AB Komisyonu tarafından yayımlanan AB Taksonomisi'dir (EU Taxonomy). Taksonomi, AB'nin 2030 iklim ve enerji hedeflerine ulaşması, Avrupa Yeşil Mutabakatı çerçevesinde öngörülen sürdürülebilir yatırım proje ve faaliyetlerine kaynak aktarımında yol haritası olması niyetiyle tasarlanmıştır. Bu kapsamda AB Taksonomisi yatırımcılar, şirketler ve politika yapıcılarına çevresel sürdürülebilirlik faaliyetlerine yönelik uygun tanımlamalar sunarken yatırımcıları *greenwashing* karşı korumayı ve yeşil ekonomiye geçişte yatırımları en çok ihtiyaç duyulan alana doğru kaydırmayı hedeflemektedir. Bunun yanında belirlenen şirketlerin faaliyetlerinin bu taksonomi ile uyumluluğuna dair rapor verme zorun-

luluğu da içerikte yer almaktadır.<sup>87</sup> Öte yandan AB içerisinde kabul görmüş ortak AB yeşil tahvil standardının olmaması Avrupa Komisyonu Sürdürülebilir Finans Üst Düzey Uzman Grubu ve Sürdürülebilir Finans Teknik Uzman Grubu raporlarında belirtilerek piyasa şeffaflığı, etkinliği ve güvenilirliği açısından bu standardın geliştirilmesi üzerinde durulmuştur.<sup>88</sup>

2019'da içerisinde AB'nin de yer aldığı Uluslararası Sürdürülebilir Finans Platformu'nun (International Platform on Sustainable Finance) kurulması sürdürülebilir finans standartlarına karşı ilginin giderek arttığını göstermektedir. Dünya nüfusunun yüzde 50'sini ve küresel karbon salınımının yüzde 55'ini temsil eden ülkelerin yer aldığı (Arjantin, Kanada, Şili, Çin, AB, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Japonya, Kenya, Fas, Yeni Zelanda, Norveç, Senegal, Singapur, İsviçre ve Birleşik Krallık) bu platformun amacı özel sermayenin çevresel sürdürülebilirliğe katkıda bulunacak yatırımlara doğru hareket etmesini sağlamaktır. Platformun sağladığı çoklu diyalog aracılığıyla üyeler sürdürülebilir finans alanındaki farklı girişimleri yakından izleyerek bunları karşılaştırmakta, en iyi uygulamaları teşvik etmekte ve bu uygulamaların önündeki engelleri belirleyerek bilgi alışverişinde bulunmaktadır.<sup>89</sup>

AB'nin yanı sıra Güneydoğu Asya Birliği Sermaye Piyasaları Forumu (ACMF) da ASEAN ülkeleri için bölgesel bazda ASEAN Yeşil Tahvil (2017), ASEAN Sürdürülebilir Tahvil (2018)

85. ICMA (International Capital Market Association): Üyeleri arasında kamu ve özel kesimden bankalar, varlık yöneticileri, yatırımcılar, merkez bankaları, hukuk şirketleri ve diğer yatırımcılar olan ICMA, komiteleri aracılığıyla uluslararası sermaye piyasaları uygulamaları ve düzenlemeleri hakkında bilgilendirmelerde bulunmaktadır; CBI (Climate Bonds Initiative): Düşük karbonlu ve iklimle dirençli bir ekonomiye geçişteki yatırımları tahvil piyasası kullanarak destekleyen uluslararası bir kurumdur; LMA (Loan Market Association): Üyeleri arasında ticari ve yatırım bankaları, kurumsal yatırımcılar ve derecelendirme kurumları olan LMA, kredi piyasasındaki likiditeyi, verimliliği ve şeffaflığı artırmayı hedefleyen uluslararası bir kurumdur.

86. Neslihan Turguttopbaş, "Sürdürülebilirlik, Yeşil Finans ve İlk Türk Yeşil Tahvil İhracı", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 12, Sayı: 22, (2020), s. 271.

87. "EU Taxonomy for Sustainable Activities", European Commission, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en), (Erişim tarihi: 10 Ocak 2021).

88. "EU Green Bond Standarts", European Commission, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-green-bond-standard_en), (Erişim tarihi: 10 Ocak 2021).

89. "International Platform on Sustainable Finance", European Commission, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance_en), (Erişim tarihi: 13 Ocak 2021).

ve ASEAN Sosyal Tahvil Standartlarını (2018) açıklamıştır.<sup>90</sup>

Sürdürülebilir finans piyasasının hızla gelişen örneklerinden olan Çin’de AB ile karşılaştırılabilir derecede bir taksonomi bulunmamasına rağmen Çin Merkez Bankası (PBoC) tarafından yayımlanan “Yeşil Tahvil Kılavuzu” genel itibarıyla taksonomi olarak kabul edilmektedir. Kurumsal yeşil tahvil düzenlemelerine yönelik olarak oluşturulan ikinci mevzuat ise Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu (NDRC) tarafından oluşturulmuş “Yeşil Tahvil Kataloğu”dur. Çin’in BDDK’sı CBRC (China Banking Regulatory Commission) ise yeşil kredilerin uygulanması için yönerge ve temel performans göstergeleri yayımlamıştır.<sup>91</sup>

Bahsedilen standartlara ek Brezilya’da 2016’da “Yeşil Tahvil İhracı için Yönergeler”,<sup>92</sup> Endonezya’da “Yeşil Tahvil ve Yeşil Sukuk Çerçevesi”,<sup>93</sup> Malezya’da “Sürdürülebilir ve Sorumlu Yatırım Sukuk Çerçevesi”<sup>94</sup> ve Meksika’da ise Natixis Yatırım Bankası tarafından çıkarılan “SKH Tahvili Çerçevesi”<sup>95</sup> bu alanda geliştirilen standardizasyonlar arasında yer almaktadır.

Türkiye’de ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) “Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi” ile halka açık ortaklıkların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyetlerini yürütürken açık-

laması gereken temel ilkeleri ele alan değişikliğe gitmiştir. “Uy ya da Açıkla” prensibiyle bu ilkelere uyum gönüllülük arz ederken uygulamaların gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğinin raporlanması ise zorunlu tutulmuştur.<sup>96</sup>

## SONUÇ

Mevcut paradigma olan konvansiyonel finansın kısa dönemli hedefler barındırması, toplumsal refah yerine bireysel çıkarların daha fazla ön planda olması ve sistematik riske yol açma pahasına kısa sürede yüksek getiriye ulaşma imkanı tanıması sadece 2008 küresel finans krizine değil ondan önce de birçok ülkede çeşitli krizlere yol açmıştır. Ancak bu krizi diğerlerinden ayıran her krizden sonra “Mevcut paradigmanın sonu mu geliyor?” sorusunun hem akademik camiada hem de siyasette ayakları yere basarak irdelenmesi olmuştur. Main Street’in “Biz yüzde 99’uz!” sloganlarıyla başlattığı “Occupy” (İşgal Et!) hareketleri, Fransa’da Sarı Yelekliler ve yükselen aşırı sağın popülist söylemlerinin halk tarafından destek bulması ise mevcut sistemin sosyal yaşamda oluşturduğu sosyal adaletsizliklerin eylemlere dönüşmüş halidir.

Diğer yandan insan doğanın kapasitesini zorlamış ve bu kapasitede aşımalar ortaya çıkmıştır. Bugün karşı karşıya bulunduğumuz iklim değişikliğine karşı aksiyon alınabilmesinin ilk gerekliliği bu krizin insan kaynaklı olduğunun kabul edilmesidir. Öte yandan ise gelecek nesillerin bugünkü nesillerden daha az değerli olmadığı, uzak olarak nitelendirilen geleceğin elbette gelecek olduğunun bir an önce farkına varılmalı ve bu nedenle de gerekli adımlar bugünden atılmalıdır.

Ne iklim ne su krizi ne de aşırı yoksullukla mücadele bir ülkenin ya da herhangi bir bölgenin tek başına mücadele ederek çözebileceği küçük çaplı yerel sorunlardır. Bu sorunlar ancak haksız

90. ACFE, ASEAN Green Bond Standarts, (Kasım 2017); ACFE, ASEAN Sustainability Bond Standarts, (Ekim 2018); ACFE, ASEAN Social Bond Standarts, (Ekim 2018).

91. “Sustainable Finance Definitions and Taxonomies in China”, OECD, [www.oecd-ilibrary.org/sites/5abe80e9-en/index.html?itemId=/content/component/5abe80e9-en](http://www.oecd-ilibrary.org/sites/5abe80e9-en/index.html?itemId=/content/component/5abe80e9-en), (Erişim tarihi: 19 Aralık 2020).

92. *Guidelines for Issuing Green Bonds in Brazil 2016*, (CEBDS, Rio de Janeiro: 2016).

93. Ministry of Finance Republic of Indonesia ve UNDP, *The Republic of Indonesia Green Bond and Green Sukuk Framework*.

94. “Sustainable and Responsible Investment Sukuk Framework: An Overview”, Securities Commission Malaysia, Kasım 2019.

95. Meksika tarafından yedi yıl vadeli 890 milyon değerinde ihraç edilen SKH tahvili, ilk devlet SKH tahvili olması açısından da önem taşımaktadır. Bkz. “Historic \$890 Million Sustainable Development Goals Bond Issued by Mexico”, UNDP, [www.undp.org/content/undp/en/home/newscentre/news/2020/Historic\\_890\\_million\\_SDG\\_Bond\\_issued\\_by\\_Mexico.html](http://www.undp.org/content/undp/en/home/newscentre/news/2020/Historic_890_million_SDG_Bond_issued_by_Mexico.html), (Erişim tarihi: 1 Haziran 2021).

96. “Sürdürülebilirlik Uyum Çerçevesi”, SPK, [www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1332](http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1332), (Erişim tarihi: 18 Aralık 2020).

faydalanmaya son veren, tepeden inme olmayan, gerçekçi, etkili ve aynı zamanda adaletli hedefler içeren politikaların geliştirildiği küresel iş birlikleri ve bunlara katılım ile çözülebilecektir. Sorunlarının çözümünün masraflı olması ve yüklü miktarda ek finansman ihtiyacını gerektirmesi ise mevcut paradigmanın yetersizliğine dair görüşleri beslemektedir. Sürdürülebilir kalkınmanın, Paris İklim Antlaşması'nın ve yeşil dönüşümü destekleyecek Ar-Ge finansmanı ancak hükümetler, özel sektör, finansal kurumlar ve sivil toplum örgütleri gibi toplumun tüm kesimlerinden gelecek farklı ve yanı sıra etkin fon ile gerçekleştirilecektir. Bu noktada ortaya çıkan sürdürülebilir finans ise sosyal, çevresel ve ekonomik kısıtları finansın içerisine dahil etmesi ve bunları içselleştirmesi yönüyle sürdürülebilirliği; fon dağıtımını gerçekleştirilmesi, risk çeşitlendirmesi ve elbette ki ekonomik karlılık sağlaması ile de finansı içerisinde barındırmaktadır.

Sürdürülebilir finansın gelişmesi için en önemli gereksinim bu finans sistemine yönelik standardizasyonların geliştirilmesidir. Halihazırda mevcut paradigma altında yatırımcılar portföylerini şirketlerinin sürdürülebilirlik raporlarını esas alarak dizayn etmekte, iklim bağlantılı risk çeşitlendirmelerine gitmekte ve temiz endekslere yatırım yapmaktadır. Koronavirüs süreci ile de salgının oluşturduğu sosyal adaletsizliği indirgeyici, sosyal inovasyonları destekleyici ve toplum sağlığını gözeten finansal enstrümanlara talep artmaya başlamıştır. Bölgesel ve küresel çapta uluslararası iş birlikleriyle geliştirilebilecek standardizasyonlar sürdürülebilir finansın daha geniş yatırımcı tabanına yayılmasına imkan verip bu piyasanın derinleşmesine katkıda bulunacaktır.

Türkiye'de sürdürülebilir finans son yıllarda gelişme kaydetse de diğer ülkelere kıyasla bu piyasa halen emekleme aşamasındadır. Bu piya-

sanın gelişimi için elzem olan husus uluslararası standartlarla uyumlandırılmış standardizasyonların/yönergelerin geliştirilmesidir. Açıklanan Ekonomi Reform Paketi'nde yeşil tahvil piyasasının önemine değinilmiş ve bu piyasaya yönelik ihraçların teşvik edilmesi için uygun altyapının oluşturulacağına vurgu yapılmıştır. Reform paketi yeşil tahvil/sukuk piyasasının gelişimi için önemli bir adımdır. Ancak burada dikkate alınması gereken husus özellikle enerji ve iklim yatırımlarının uzun vadeli olmasıdır. Dolayısıyla bu alanda sık politika değişikliklerine gidilmemeli, istikrarlı ve yatırımcılar için öngörülebilir piyasa oluşturulmalıdır. Bunun yanında yatırımcıların artan ilgisini de göz önünde bulundurarak sosyal ve sürdürülebilir finansal enstrümanlara yönelik de uygun altyapının geliştirilmesi için çalışmalar başlatılmalıdır.

Halihazırda yenilenebilir enerji kapasitesi yıldan yıla artış gösteren Türkiye'de yenilenebilir enerji yatırımlarına fon aktarımı enerji arz çeşitliliğinin desteklenmesine yol açacaktır. Öte yandan sektörde artan rekabet yeni teknolojileri de peşinde sürükleyerek enerji fiyatlarında düşüşe yol açabilir. Türkiye'nin cari açığının büyük bir kısmının enerji bağımlılığı kaynaklı olduğu düşünüldüğünde sürdürülebilir finans uzun vadede cari açığın kapatılmasına yardımcı olabilir. Öte yandan yenilenebilir enerji sektörünün desteklenmesi "yeşil işler" oluşturarak uzun dönemde istihdama katkı sağlayacaktır. Finansal kaynaklara erişim imkanı kısıtlı olan kesimlere, kadın girişimcilere ve kadın istihdamını destekleyen projelere fon aktarımının gerçekleştirilmesi gelir dağılımında yaşanan dengesizlikleri düzeltme imkanı sunabilir. Toplum sağlığını ve eğitimin niteliğini destekleyici projelerin finansmanı ile de toplumsal refahın destekleneceği bellendirilir.



# FİNANSTA YENİ TREND SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS

BİNGÜL SATIOĞLU

## SETA | ANALİZ

Sürdürülebilirliğin küresel boyutta çevresel ve sosyal bağlamda ele alınmasının üzerinden yaklaşık yarım yüzyıl geçmesine rağmen sürdürülebilir kalkınmanın önündeki sosyoekonomik ve çevresel kısıtlar aşılabilmiş değildir. Çok değil bundan dört-beş yıl öncesinde küresel risk görünümünde finansal krizler, fiyat şokları yer alırken bugün ilk on risk arasında iklim krizi ve doğal afetler gibi çevresel, su krizi ve salgın hastalık gibi de sosyal riskler yer almaktadır. Bu risklerin gerçekleşme sıklığının ve etkisinin artması sürdürülebilir kalkınma hedeflerinin ve Paris İklim Antlaşması'nın giderek önem kazanmasına neden olmuştur. Ancak mevcut paradigma olan konvansiyonel finansın sürdürülebilir kalkınma için gerekli olan finansmanı karşılamada yetersiz ve eksik kalması finasta yeni paradigma olarak adlandırılan sürdürülebilir finans tartışmalarına hız kazandırmıştır.

Sürdürülebilir finans ekonomik, çevresel ve sosyal getirileri yeni bir finansal modele dönüştürmektedir. Finansın toplum mimarisi özelliğinden hareketle sürdürülebilir finans toplumdaki bütün paydaşları kapsayan, çevresel ve sosyal kısıtların içselleştirildiği, uzun vadede "iyi toplum"a ulaşmayı hedefleyen finansal hizmet biçimidir. Çeşitli kesimlerce yeni paradigma olarak adlandıran sürdürülebilir finansın analizinin gerçekleştirildiği bu analiz öncelikle sürdürülebilir kalkınmanın önündeki engellere değinmektedir. Ayrıca sürdürülebilir finansı tanımlamakta ve başlıca sürdürülebilir finans enstrümanlarına ve standardizasyonlarına yer vermektedir.

[www.setav.org](http://www.setav.org)

ANKARA • İSTANBUL • WASHINGTON D.C. • BERLİN • BRÜKSEL