



YAZAR

**Robert G. Eccles**  
Saïd Business School'da  
Misafir Profesör

**Svetlana Klimenko**  
Dünya Bankası'nda Finans  
Yönetimi Baş Uzmanı



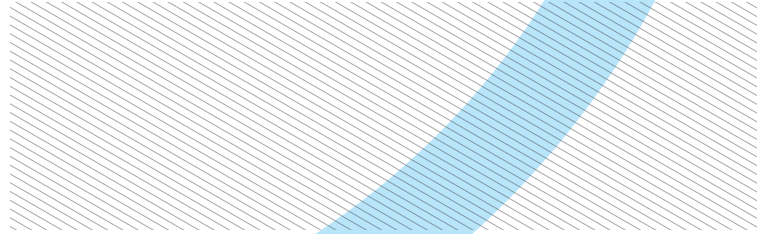
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

# Yatırımcı Devrimi

Hissedarlar sürdürülebilirliğe  
önem vermeye başlıyor.



FOTOĞRAFLAR  
DAILY OVERVIEW



## ÖZETLE

### SORUN

Yatırımcılar için çevre, toplum ve yönetim (ESG) sorunları yıllardır ikinci plandadır. Bugünse kurumsal yatırımcılar ve sosyal güvenlik fonları sistematik risklerden uzaklaşamayacak kadar büyümüş, dolayısıyla portföylerinin çevresel ve toplumsal etkilerini ele almak zorunda kalmışlardır.

### YENİ BİR YAKLAŞIM

43 küresel kurumsal yatırım şirketinden 70 kıdemli yönetici ile yapılan mülakatlar sonucunda, ESG'nin bu yöneticilerin gündeminde en üst sırada olduğu görüldü. Yakında hissedarlar şirketleri ESG performansı göstermek konusunda da sorumlu tutmaya başlayacak.

### BU ŞİRKETLER İÇİN NE ANLAMA GELİYOR?

Buna cevaben şirketlerin amaçlarını belirttikleri resmî beyanlar yayınlamaları, yatırımcılara entegre raporlar sunmaları, orta kademe yöneticilerin katılımını artırmaları, ESG ve etki performansı bilgilerini ölçmek ve raporlamak için iç sistemler geliştirmeleri gerekecek.

## ESER HAKKINDA

Daily Overview dünyanın en yüksek çözünürlüklü uydu ve hava fotoğraflarını kullanarak gezegenimizi şekillendiren insan faaliyetleri ve doğa olaylarını ortaya koyuyor.

Önceki sayfa: Nevada'daki Crescent Dunes Güneş Enerjisi Projesi  
Bu sayfa: Şilî'de buharlaştırma göletlerinde bekletilen lityumlu sular



SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK



BURADAN BAŞLAYIN

# Çoğu iş dünyası lideri iklim değişikliği gibi acilen ele alınması gereken sorunların çözümünde şirketlere önemli bir görev düştüğünün farkında.

Fakat aynı zamanda, pek çoğu sürdürülebilirliği gündeme almanın hissedarların isteklerine ters olduğunu düşünür. Elbette bazı büyük yatırım şirketlerinin yöneticileri sürdürülebilirliğe önem verdiklerini söyler fakat uygulamaya baktığımızda yatırımcılar, portföy yöneticileri ve satış tarafı analistleri şirket yöneticilerine çevresel, toplumsal ve yönetsimsel meseleleri (ESG) pek sormazlar. Şirket liderleri arasında hâkim görüş ESG'nin henüz yatırım camiasında kabul görmüş bir yaklaşım haline gelmediğidir.

Fakat bu düşüncenin miadı doldu. Kısa bir süre önce, dünyanın en büyük üç varlık yönetimi şirketinin (BlackRock, Vanguard ve State Street) ve California Public Employees' Retirement System'in (Kaliforniya Eyaleti Öğretmen Emeklilik Sistemi - CalSTRS) ile Japonya, İsveç ve Hollanda sosyal güvenlik fonları gibi dev varlık sahiplerinin de aralarında bulunduğu 43 global kurumsal yatırım şirkettinden 70 kıdemli yöneticiyle mülakatlar yaptık. Bildiğimiz kadarıyla o güne dek

bu kadar çok sayıda büyük şirketten bu kadar çok sayıda kıdemli yöneticiyi kapsayan ilk araştırma buydu. Araştırma sonucunda neredeyse tüm katılımcıların gündeminde ESG'nin en üst sırada olduğu görüldü.

Elbette yatırımcılar sürdürülebilirlik konusunda kaygılarını onlarca yıldır ifade ediyorlardı. Fakat kısa süre öncesine kadar bu sözleri eyleme dönüştürmemişlerdi. Araştırmamıza katılan yatırım dünyası liderlerinin çoğunluğu şirketlerinin, sürdürülebilirlik sorunlarını yatırım ölçütlerine dahil etme konusunda attığı anlamlı adımlardan söz etti. Hissedarların çok yakın bir gelecekte iş dünyası liderlerini ESG performansı konusunda da sorumlu tutacakları (zaten tutuyorlarsa) anlaşıldı. State Street Global Advisors başkanı ve CEO'su Cyrus Tapscott, "ESG konuları biz uzun vadeli yatırımcılar için önem kazandı" sözleriyle görüşmelerimizin pek çoğunda karşılaştığımız bakış açısını ifade ediyordu. "İklim riski, yönetim kurulunun kalitesi ya da





SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

siber güvenlik gibi önemli konuların finansal değeri olumlu ya da olumsuz olarak nasıl etkilediklerini analiz etmek istiyoruz. Tüm yatırımlarımızda gittikçe daha çok benimsediğimiz entegre yaklaşım budur.”

Rakamlar da sermaye piyasalarının köklü bir değişim sürecinin tam ortasında olduğu düşüncesini destekliyor. Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri'nin (PRI) yayımlandığı 2006 yılında toplam 6,5 trilyon dolar değerinde yönetilen varlığı (AUM) bulunan 63 yatırım şirketi (varlık sahipleri, varlık yöneticileri ve hizmet sağlayıcılar), yatırım kararlarında ESG konularını dikkate alacakları konusunda bir taahhüt imzaladı. Nisan 2018'e geldiğinde imzacı sayısı 1.715'e, temsil edilen varlıklar 81,7 trilyon dolar değerinde AUM'a ulaşmıştır. 2018 yılında FTSE Russell tarafından yürütülen küresel bir araştırmaya göre, dünyadaki varlık sahiplerinin yarısından fazlası yatırım stratejilerinde ESG sorunlarını dikkate almış ya da almayı düşünmektedir.

Buna rağmen pek çok şirket yöneticisinin de bu yeni gerçeklikten bihaber oldukları anlaşılıyor. Bank of America Merrill Lynch tarafından kısa bir süre önce yürütülen araştırmaya göre, ABD'li yöneticiler sürdürülebilir yatırım stratejileri benimsemiş firmaların kendi şirketlerinin hisselerinde sahip olduğu payı azımsamaktadır. Tahmin ettikleri oranların ortalaması yüzde 5, gerçek oran ise yüzde 25 civarındadır.

Şirket liderlerinin bu odak değişikliğine hazırlanmak için atabilecekleri ilk adım değişimin ardındaki itici güçleri tanıtmaktır. Yatırımcıların ESG sorunlarına neden bu kadar önem verdiğini anlayabilirlerse uzun vadede hissedarlara sunacakları değeri azami düzeye çıkartacak değişiklikler yapabileceklerdir.

## Değişimin İtici Gücü

**YAKLAŞIK SON BEŞ YILDIR**, yatırımcıların ESG sorunlarına ilgisinin arttığı görülmektedir. Bu yelkeni şişiren rüzgar altı unsurdan oluşur:

**YATIRIM ŞİRKETLERİNİN BÜYÜKLÜĞÜ.** Yatırım sektörü son derece kümedenmiş durumda: En tepedeki beş varlık yöneticisi dışarıdan yönetilen varlıkların yüzde 22,7'sine, en tepedeki 10 şirket ise yüzde 34'üne sahip. Büyük yatırım şirketleri o kadar büyük ki, yatırımcıların farklı risk düzeylerindeki

## İlgililik Önemlidir

Sürdürülebilir yatırımda ilgililik esastır. Bir şirket akla gelebilecek tüm çevresel, toplumsal ve yönetimsel (ESG) sorunlara dahil olmaya çalışıp çok büyük paralar harcarsa muhtemelen finansal performansına zarar verecektir. İlgili meselelere odaklanan şirketler ise performans bakımından diğerlerini geride bırakacaktır.

Hangi sorunların ilgili olduğu sektörden sektöre değişir. Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu (SASB), sınıflandırma sisteminde yer alan 77 sektör için ilgili ESG sorunlarını tespit etmiştir. Örneğin gıda perakendeciliği ve dağıtım sektöründeki şirketler için ilgili sorunlar arasında sera gazı salınımları, enerji yönetimi, erişim ve ekonomiklik, adil işgücü uygulamaları, adil pazarlama ve reklamcılık yer alır. İnternet ve medya hizmetlerinde ise listede enerji yönetimi, su ve atık su

yönetimi, veri güvenliği ve müşteri gizliliği, çeşitlilik ve kapsayıcılık ile rekabetçilik vardır.

Mozaffar Khan, George Serafeim ve Aaron Yoon'un yaptığı bir çalışma ilgili konularda iyi performans göstermenin daha yüksek finansal kazanç elde edilmesine katkıda bulunduğu dair deneysel bulgular sunar. En anlamlı bulgu ise ilgili sürdürülebilirlik sorunlarında iyi puan alan şirketlerin bu konularda düşük puan alan şirketleri geride bıraktığı ve ilgili olmayan sorunlarda iyi puan alan şirketlerin bu konularda düşük puan alan şirketlerden daha başarılı olduklarıdır.

Artık ana akım yatırımcılar portföylerindeki şirketlerden genel geçer "sürdürülebilirlik" iddiaları değil, finansal performansta fark yaratan ilgili ESG sorunlarına odaklandıklarına dair kanıt istiyor.

varlık sınıflarından yatırımları bir araya getirerek belli bir portföydeki dalgalanmayı sınırlayıp kazancı arttırabileceklerini iddia eden modern portföy kuramı, sistem düzeyindeki riskleri azaltmak için artık kullanılamaz hale geldi. Küçük bir yatırım şirketinin, altın ve benzeri "kıyamet" hisselerine ya da örneğin sığınak inşa eden şirketlere yatırım yaparak iklim değişikliğine ve diğer sistem düzeyindeki risklere karşı kendini koruyabilme şansı vardır. Fakat yönetilen trilyonlarca doları olan şirketlerin küresel ekonomi karşısında bir koruması yoktur. Kısacası, bu şirketler gezegenin iflas etmesine izin veremeyecek kadar büyümüşlerdir. Dahası, emeklilik fonları gibi büyük varlık sahipleri uzun vadeli düşünmeye



## Yönetilen trilyonlarca doları olan şirketler küresel ekonomi karşısında savunmasızdır, gezegenin iflas etmesine izin veremeyecek kadar büyümüşlerdir.

mecburdur. Zira yükümlülükleri uzun vadeli, önümüzdeki 100 yıl boyunca emekli maaşı ödemeyi planlamaları gerekmektedir. Japonya hükümetinin 1,6 trilyon dolar değerindeki emeklilik fonunun baş yatırım sorumlusu Hiro Mizuno'nun da ifade ettiği gibi, "Biz, nesiller arası yükümlülükleri olan ve dolayısıyla doğası gereği uzun vadeli düşünen klasik bir evrensel varlık sahibiyiz."

**FİNANSAL GETİRİLER.** Pek çok şirket yöneticisi sürdürülebilir yatırımları hâlâ öncülü olan sosyal sorumlu yatırım (SRI) ile eşdeğer tutmakta, bu ilkelerle hareket etmenin dünyayı daha iyi bir yer haline getirmek için finansal kazançtan taviz vermek anlamına geldiğini düşünmektedir. Bu yaklaşımın miadı dolmuştur. Harvard Business School'dan George Serafeim ve (yazarlardan Eccles'in de aralarında bulunduğu) arkadaşlarının yürüttüğü bir araştırmada, 1990'ların başlarında ESG konularında performans ölçmek, yönetmek ve aktarmak için örgütsel süreçler geliştiren şirketlerin, takip eden 18 yıl içinde son derece dikkatle seçilmiş bir kontrol grubunu performans bakımından geride bıraktığı tespit edilmiştir. Başka bir çalışmada ise Serafeim ve arkadaşları ilgili ESG konularında yüksek performans ile üstün finansal performans arasında olumlu ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Yatırımcılardan elde edilen bilgiler şu bulguları desteklemiştir: Nordea Equity Research (Nordik bölgesinin en büyük mali hizmetler grubu) tarafından yürütülen 2017 tarihli bir araştırma, 2012-2015 yılları arasında en yüksek ESG puanlarına sahip şirketlerin en düşük puanlı şirketleri yüzde 40'a varan oranlarla geride bıraktıklarını bildirmiştir. 2018'de Bank of America Merrill Lynch, diğerlerinden daha yüksek ESG sicilleri olan şirketlerin üç yıllık kazançlarının ve yüksek kaliteli hisse haline gelme ihtimallerinin daha yüksek olduğunu, büyük fiyat düşüşleri yaşama ve iflas etme ihtimallerinin ise daha düşük olduğunu tespit etmiştir. Yine 2018'de Amundi Asset Management, ESG etmenlerinin öneminin bölgeden bölgeye farklılaştığını tespit etmiştir. Avrupalı portföyler için performans kıyaslamasında yönetimsel sorunlar özellikle önemli, Kuzey Amerikalı portföylerde ise çevresel sorunlar en önemli etmenlerdir.

Yeni nesil sürdürülebilir yatırımın anahtarı, sadece şirketin değerini etkileyen "ilgili" ESG sorunlarına odaklanmaktır. Örneğin sera gazı salınımları bir elektrik dağıtım şirketi için ilgili, bir mali hizmetler şirketi içinse değildir. Tedarik zinciri yönetimi, gelişmekte olan ülkelerde düşük maliyetli işçiler

çalıştıran bir giyim şirketi için ilgili iken bir ilaç şirketi için değildir. ("İlgililik Önemlidir" kutusuna bakınız.)

**BÜYÜYEN TALEP.** Emeklilik fonları ve benzeri varlık sahiplerinin, varlık yöneticilerinden talep ettikleri sürdürülebilir yatırım stratejileri artmaktadır. ClearBridge Investments'ta (145 milyar AUM sahibi, aktif bir yönetim şirketi) portföy yöneticisi ve ESG yatırım programı müdürü Mary Jane McQuillen, son yıllarda şirketlerine ESG konusunda gelen yeni taleplerin sayısında ciddi bir artış olduğunu belirtmiştir. Peki artan talebin sebebi nedir? Sebep sadece sofistike varlık sahiplerinin sürdürülebilir yatırımın kazancı artırdığını fark etmesi değil, kişisel serveti yüksek bireyler de dahil olmak üzere bunların pek çoğunun mali olmayan çıktılara da odaklanmasıdır. 2,4 trilyon dolar ile dünyanın en büyük servet yönetimi şirketini bünyesinde barındıran UBS Group'un sürdürülebilir finans yöneticisi Rina Kupferschmid-Rojas, "En zengin müşterileriniz, yatırımlarının dünyayı daha iyi bir yer haline getirmek konusunda fark yarattığını bilmek istiyor" diyor. ESG yatırım seçeneklerine talep o kadar yüksek ki pek çok varlık yönetimi şirketi yeni teklifler yaratmak için yarış halinde. UBS Asset Management'ta sürdürülebilir yatırım ve etki yatırımı Aralık 2016'dan bugüne üç kattan fazla büyüyerek 17 milyar AUM'a ulaşmış durumda. Birimin yöneticisi Michael Baldinger "Sürdürülebilir Yatırım ve Etki Yatırımı teklifimizde çok güçlü bir varlık artışı gördük ve müşterilerden gelen talep son 24 ay içinde tırmanışa geçti" diyor.

Artık varlık sahiplerini sürdürülebilir yatırımın önemli olduğuna ikna etmek gerekmiyor. İsveç emeklilik fonu AP2 CEO'su Eva Halvarsson "Eskiden yatırım camiasındaki meslektaşlarımıza ESG'nin neden önemli olduğunu açıklamak için çok çaba sarf etmemiz gerekirdi. Şimdiyse odağımızda ESG entegrasyonundan değer yaratmanın en etkili yollarını bulmak var" diyor.

### VEKALET GÖREVLERİNE BAKIŞ AÇISININ DEĞİŞMESİ.

Sürdürülebilir yatırımın finansal kazançlardan taviz vermek anlamına geldiği yönündeki yanlış inancın doğal bir sonucu, vekalet görevinin de sadece kazançla odaklanmak ve dolayısıyla özellikle zaman içinde kazancı etkileyebilecek ESG etmenlerini göz ardı etmek olduğu inancıdır. Fakat son dönemde alınan hukuki görüşler ve mevzuat hükümleri bu tür etmenleri göz önünde bulundurmamanın vekalet



görevinin ihlali olacağına işaret etmektedir. Bu yeni anlayışın benimsenmesi ABD’de yavaş gerçekleşse de Kanada, Birleşik Krallık ve İsveç gibi ülkeler vekalet görevi kavramını yeniden tanımlamak için adımlar atmaktadır. 28 Kasım 2018’de İsveç parlamentosu dört ana ulusal emeklilik fonunun sürdürülebilir yatırım alanında “örnek” olması için ciddi reformlar yaptı. PRI politika birimi yöneticisi Will Martindale’in hissedarlara açıkça ifade ettiği gibi, “ESG sorunlarının entegre edilememesi vekalet görevinde başarısızlık demektir.”

#### **YATIRIM ŞİRKETLERİ BÜNYESİNDE AŞAĞIYA AKTARMA.**

Büyük bir yatırım şirketinin CEO’sunun ya da baş yatırım müdürünün sürdürülebilir yatırımı savunması başka, bunun gündelik yatırım kararlarını alan analistler ve portföy yöneticileri tarafından uygulanması başkadır. Yatırım şirketlerinde tıpkı sosyal sorumluluk gruplarının tarihsel olarak işletme birimlerinden ayrı olması gibi, ESG grupları da bugüne kadar portföy yöneticileri ve (hem alış hem satış tarafında) sektör analistlerinden ayrı olagelmıştır. Bugünse kıdemli liderler ESG analizinin analistler ve portföy yöneticileri tarafından yürütülen temel mali faaliyetlere entegre olmasını sağlamaya çalışmaktadır. Örneğin Hollanda’nın büyük emeklilik fonu ABP’nin tüm varlık sınıflarını kapsayan bir tam ESG entegrasyonu

programı bulunmaktadır. ABP’nin varlıklarını yöneten APG’nin küresel sorumlu yatırım ve yönetim direktörü Claudia Kruse, “Sorumlu yatırım, yatırım felsefemizin merkezindedir” diyor ve ekliyor: “Portföy yöneticileri tüm yatırımların risk, kazanç, maliyet ve ESG bağlamında değerlendirilmesinden sorumludur. Şirketimizin iç kültürü bu yönde evrilmiştir.”

Bu dönüşüm, yatırımcıların şirketlerle ilişki kurma biçimini ve şirket yöneticilerinin sürdürülebilirlik anlayışını değiştirecektir. İki ayrı önemli görüşme (bir yatırım ekibinin şirketin CEO’su ve CFO’suyla konuşması ile yatırımcının ESG ekibinin, şirketteki ESG ekibi ile konuşması) bir araya getirilerek ilgili ESG sorunları üzerine dolambaçsız bir görüşme yapılacaktır. Şirket hisselerinin alınması ya da satılması kararı veren kişilerin hesaplamalarında ESG’yi içselleştirdikleri anlaşıldığında şirket liderleri de kendi bünyelerinde bunu yapmak zorunda kalacaklardır.

Yönetilen değer olarak 6,1 trilyonu bulunan dünyanın en büyük varlık yöneticisi BlackRock’ta ESG’nin mali analizlere entegre edilmesi iş dünyası için emsal teşkil etti. Şirketin CEO’su Larry Fink, yıllarca sürdürülebilir yatırımın önemini savundu ancak ESG ölçütlerinin şirketin yatırım stratejilerine tam entegrasyonu bir gecede gerçekleşmedi. BlackRock sürdürülebilir yatırımlardan sorumlu tepe yöneticisi Tariq



SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Soldan sağa: Almeria'da (İspanya) seralar; Luodping'de (Çin) kanola çiçekleri; Richmond'da (California) bir otomobil terminali

Fancy, ESG kaygılarının geleneksel mali analize entegrasyonunu bir davranış değişikliği egzersizine benzetmektedir. “Bazı yatırımcılar buna kendiliğinden meyillidir. Bazılarının ise varlık sınıflarına ve yatırım stillerine bağlı olarak buradaki yatırım değerini görmeleri biraz zaman alır.” Fancy'nin yatırımcılık geçmişi, yani çevre ya da toplum STK'ları camiasından olmaması yatırım ekipleriyle ilişkilerinde ona güvenilirlik sağlamaktadır. BlackRock'ın büyüklüğü düşünüldüğünde kuruluş çapında yatırımcı davranışlarının değiştirilmesi zaman alacak ve ciddi çaba gerektirecektir. Fancy “Fakat biz bunu BlackRock'ta başarabilirsek kapitalizmin tamamında başarabileceğimiz anlaşılacaktır” diyor.

Fancy'nin ve yatırımdan sorumlu diğer tepe yöneticilerinin işini kolaylaştıran unsur çalışanların, gittikçe artan oranda Milenyum kuşağından olmasıdır. Bu kuşak için ESG tüm işletme analizlerinde kritik öneme sahiptir. Halvarsson, AP2 personelinin yüzde 20'sinin Milenyum kuşağından olduğunu belirterek “Bu çalışanlar sürdürülebilirliğin gündelik çalışmalarımızın doğal bir parçası olarak entegre edilmesi beklentisi içindedir” demiştir.

**YATIRIMCILARDAN DAHA FAZLA ESG AKTİVİZMİ.** Hisse-  
dar aktivizmi finans piyasalarında yükselişte ve ESG bu

müdahalelerde gittikçe artan şekilde odak noktası haline gelmekte. Tarihsel olarak öz sermaye ve sabit gelir yatırımcıları müdahaleci olmayıp hisse ya da bonoları istediklerinde tutar, istedikleri zaman ya da en üst değere ulaştığını düşündüklerinde de satarlar. Fakat bir hisseyi uzun süre tutma niyetindeki aktif yöneticiler şirketlerin mali performanslarını artıracak ilgili ESG sorunlarına müdahil olduklarını görmek isterler. Aktif katılımın yollarından biri, sürdürülebilir yatırım için aktif sahiplenme stratejisinin bir yönü olan vekalet teklifi ve vekalet oylamasıdır. ESG araştırma ve danışmanlık firması Institutional Shareholder Services'e göre 10 Ağustos 2018 tarihi itibarıyla ABD'de 476 adet çevresel ve toplumsal (E&S) hissedar teklifi sunulmuştur. E&S odaklı toplam tekliflerin oranı 2006-2010 döneminde yaklaşık yüzde 33 iken bu oran 2011-2017 döneminde yaklaşık yüzde 45'e ulaşmıştır. 2017 yılına gelindiğinde ise yüzde 50'nin biraz üzerindedir. Bu tekliflerde ele alınan başlıca konular arasında iklim değişikliği ve diğer çevre sorunları, insan hakları, beşeri sermaye yönetimi ile personel içinde ve şirket kurullarında çeşitlilik yer almaktadır.

Bazı aktivist serbest fonlar bile sürdürülebilir yatırıma yöneliyor. Örneğin JANA Partners, iPhone'ların çocuk ve gençler tarafından aşırı kullanımı konusunda harekete geçmesi için Apple'ı teşvik etmek amacıyla, yazarlardan Eccles'in danışma kurulu üyesi olduğu JANA Impact Capital Fund'ı (JIC) oluşturdu ve CalSTRS ile ortaklık kurdu. JANA ortaklarından ve JIC'de ortak portföy yöneticisi Charles Penner'a göre yapılan baskılar sonuç verdi. Penner “Apple hızlı bir şekilde, endişelerimizi dile getirmemizin ertesi günü en genç müşterilerinin güvenliği konusunda sorumluluk alacağını açıkladı ve ardından yeni kontrol mekanizmaları yürürlüğe soktu” dedi. ValueAct Capital CEO'su Jeff Ubben ise 2018'de ValueAct Spring Fund'ı kurdu ve ilk duruşunu küresel enerji şirketi AES'te gösterdi. Ubben'in AES yönetim kuruluna katılmasını takiben şirket kömürden yenilenebilir enerji kaynaklarına geçişini hızlandırdı, iklimle ilişkili Finansal Beyanlar Görev Grubu (TCFD) tavsiyeleri doğrultusunda iklim beyanlarını yapan ilk halka açık ABD'li enerji şirketi oldu. Şirket karbon azaltma hedeflerine ivme verirken artık Avrupalı ve Kanadalı, önceleri kendisinden kaçınan ESG eğilimli yatırımcıları çekiyor. Ubben “Hedefimiz her bir ValueAct Spring Fund portföyü şirketinin yaratılan uzun vadeli çevresel ve toplumsal değerler karşılığında hisse fiyatlarında bir sürdürülebilirlik primi kazanması” diyor.





SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK



## Şirketler orta kademe yönetimin ilgili ESG sorunlarının tespiti ve yönetimindeki katılımını artırmalıdır.

BlackRock'ın sahip olduğu ölçek ya da kaynaklara ya da JANA'nın aktivist eğilimlerine sahip olmayan yatırımcılar ise şirketleri ESG sorunlarına yönlendirmek için Hermes Equity Ownership Services (Hermes EOS) gibi gruplarla ortaklık kuruyor. Hermes EOS Eylül 2018 itibarıyla 468 milyar AUM'a sahip 45 varlık sahibi ve varlık yöneticisi müşteriyi temsil ediyor. 2017 yılında 659 şirketle 1.704 adet farklı çevre, etik, yönetim, strateji, risk ve iletişim konusu üzerine çalıştı ve bunların üçte birinde ilerleme sağladı. Genel müdür Hans-Christoph Hirt, "Sadece bilgi peşinde değiliz. Bir şeyleri değiştirmeye çalışıyoruz" diyor.

320'yi aşkın yatırımcıyı kapsayan ve 32 trilyon AUM temsil eden Climate Action 100+ grubu ise iklim değişikliğini kurul düzeyinde ele almaları ve salınım azaltma hedefleri koymaları için en büyük sera gazı salınımı sahiplerine yönelik lobicilik çalışmaları yapmaktadır. CalPERS'in stratejiden sorumlu yöneticisi Anne Simpson bu koalisyonu, değişmek istemeyen büyük salınım sahiplerinin oluşturduğu "kumldatılmaz cisim"e baskı yapan "karşı konulamaz bir güç" olarak tanımlıyor ve "Bu kadar açık bir niyetle bu kadar çok sayıda büyük kurumsal yatırımcıyı bir araya getiren küresel bir buluşma daha önce görülmemiştir" diyor.

## ESG Yatırımlarının Önündeki Engel

ESG YATIRIMLARINI ileriye taşıyan güçlere rağmen hâlâ aşılması gereken engeller var. Yatırımın önündeki en büyük engel şirketlerin sürdürülebilirlik raporlarının çoğunlukla yatırımcılara değil STK'lar gibi diğer paydaşlara hitap etmesi, dolayısıyla yatırımcıların işine yaramamasıdır. Elbette şirketlerden alabildikleri her tür rapor ve veri dahil olmak üzere çeşitli kaynak materyalleri didik didik ederek ESG performansıyla ilgili değerlendirmeler sunmaya çalışan veri tedarikçileri bulunur. Fakat bunlar doğrudan şirket tarafından raporlanan kapsamlı ESG bilgilerinin yerini tutamaz.

Climate Disclosure Standards Board , Küresel Raporlama İnisiyatifi (GRI) ve yazarlardan Eccles'in kurucu başkanı olduğu Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu (SASB) gibi çeşitli kuruluşlar bu boşluğu doldurmaya çalışıyor. Fakat henüz hiçbir hükümet standartları zorunlu kılmadı.

Şirketler bunları benimsemeyi seçtiklerinde de bildirilen rakamlar genellikle üçüncü taraflarca sıkı bir denetime tabi tutulmamaktadır.

ESG verileri dünyası hâlâ biraz Vahşi Batı'ya benzese de bilgi kalitesi ve ulaşılabilirliğinin artırılmasında piyasa güçleri, STK'ların çabaları ve bazı bölgelerde mevzuatlar (örneğin belli bir büyüklükteki tüm şirketlerin yılda bir kez mali olmayan bilgilerini paylaşması koşulu getiren AB direktifi) sayesinde ciddi ilerleme sağlanmıştır. BlackRock'tan Fancy "ESG verilerinin kalitesi mükemmel değil fakat hızla artıyor" diyor.

## Yeni Bir Döneme Hazırlık

ARAŞTIRMAMIZ bu yeni sürdürülebilir yatırım çağına hazırlanmak üzere şirketlerin alabileceği beş aksiyon ortaya koyuyor:

**AMACINIZI DİLE GETİRİN.** Her yıl CEO'lara hitaben bir yazı yazan Larry Fink, 2018 yılında yazdığı "A Sense of Purpose" başlıklı yazıyla büyük ses getirmiştir. Mektupta şöyle diyordu: "Bir şirketin başarısını zamanla artırabilmesi için sadece finansal performans göstermesi yetmez, topluma olumlu bir katkı yaptığını da göstermesi gerekir." "Purpose & Profit" başlıklı 2019 yılı mektubunda ise bu görüşünü şöyle açıklıyor: "Amaç sadece kâr peşinde koşmak değil, kâr elde etmek için sizi harekete geçiren güçtür." Ayrıca "Kâr kesinlikle amaç ile çelişmez; tersine kâr ve amaç ayrılmaz biçimde bağlantılıdır." BlackRock'ın küresel yatırım yöneticisi Michelle Edkins'e göre de "Bazıları 'amaç'ın kârlılıktan uzaklaşmak anlamına geldiğini düşünür ama bu doğru değildir." Kurumsal amaç konusunda uzman, University of Oxford profesörü Colin Mayer'in yakın geçmişte bir görüşmede söylediği gibi, "Şirketlerin amacı sadece kâr üretmek değil, insanların ve gezegenin sorunlarına çözüm üretmek, bu süreçte de kâr elde etmektir."

Kurul üyelerinin, şirketlerinin toplumdaki yerini ifade etmesi için en kolay yol amaçlarını belirttikleri resmî bir "Amaç Beyanı" yayınlamaktır. Bu beyanda kurul şirketin varoluş sebebini dile getirir, başarısının devamı için en önemli paydaşlarını tanımlar ve kıdemli yönetimin kararlarının değerlendirildiği ve ödüllendirildiği zaman dilimlerini ortaya koyar. Bu beyanın kurul tarafından yazılması şarttır çünkü kurulun görevi şirketin nesiller arası yükümlülüklerini temsil etmektir. Hermes EOS, şirket kurullarının bu tür beyanlar

# Sürdürülebilir Yatırım Nedir?

Sürdürülebilir yatırım farklı kombinasyonlar halinde kullanılacak bir stratejiler menüsü içerir.

Bu stratejilerden yaygın biçimde kullanılan yedisi şunlardır:

- **Olumsuz/dışlayıcı tarama** (sakıncalı görülen sektör ya da ülkelerdeki şirketlerin elenmesi)
- **Normlara dayalı tarama** (BM Küresel İlkeler Sözleşmesi ve benzeri bir normlar bütününe ihlal eden şirketlerin elenmesi)
- **Olumlu/sınıfların en iyisi taraması** (özellikle güçlü ESG performansına sahip şirketlerin seçilmesi)
- **Sürdürülebilirlik temalı yatırım** (örneğin temiz suya erişim ya da yenilenebilir enerjiye odaklanmış bir fonda olduğu gibi)
- **ESG entegrasyonu** (temel analizde ESG etmenlerinin dahil edilmesi)
- **Aktif sahiplenme** (portföy şirketleriyle derinlemesine iletişim)
- **Etki yatırımı** (hem piyasada kazanç elde edip hem de belli bir ESG meselesinde olumlu etki yapan şirketlerin aranması)

Sürdürülebilir yatırımın dikkate değer örneklerinden biri AP4 eski CEO'su Mats Andersson, Columbia'da profesör olan Patrick Bolton ile Amundi Asset Management'ta kurumsal müşteri yönetimi eş başkanı Frédéric Samama tarafından geliştirilen ve uzun vadeli pasif yatırımcıların, kazançlarından taviz vermeksizin iklim risklerinden korunmasına izin veren stratejidir. Bu strateji, karbon ayak izi standartların yüzde 50'si kadar olan ve "kullanılmayan varlıklara" (örneğin mevzuat, azalan talep ya da başka etmenlerden kaynaklı olarak kullanım dışı ya da geçersiz kalmış fosil yakıt rezervleri) yüzde 50 daha az maruz kalan şirketlerden oluşan bir portföy inşa etmeye dayalıdır. *Financial Analysts Journal*'da yayınlanan "Hedging Climate Risk" başlıklı makalede açıklanan bu model AP4, CalSTRS, New York Eyaleti Ortak Emeklilik Fonu, Yeni Zelanda Emeklilik Fonu ve daha pek çok varlık sahibi tarafından kullanılmaktadır. Bugün yaklaşık 50 milyar değerinde varlık bu strateji ile yönetilmektedir.

yayınlanmasını teşvik etmek amacıyla bir angajman kampanyası başlatmıştır. Hermes EOS'tan Hirt "Şirketin amacı hakkındaki netlik kurulun etkinliği için şarttır. Bu, yatırımcılar ve diğer paydaşlarla yapıcı ilişkiler kurmak için kritik önem taşır" diyor.

**HISSEDARLARLA İLİŞKİLERİ GELİŞTİRMEK.** Hem aktif ve pasif hem de farklı varlık sınıflarındaki yatırımcılar portföy şirketleri ile daha derin ilişkiler kurma arayışındadır. Artık "sürdürülebilir yatırım", "yatırım" ile eşanlamli hale gelirken hissedarlar da CFO dahil tüm üst düzey yöneticilerle ve doğrudan kurulla ilişki kurabilmek isteyecektir. "Amaç Beyanı" iyi bir temel sağlasa da bu beyan hissedarlar için hazırlanmış daha geniş, entegre bir raporun bir parçası olmalıdır. Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi'nin tanımı ile "entegre rapor bir kuruluşun strateji, yönetim, performans ve beklentilerinin, değer yaratımına dış çevresi bağlamında nasıl yol açtığı konusunda bir özetir." Bu, uygulamada şirket raporlarının finansal performansı etkileyen ESG sorunlarını tanımlayan bir ilgililik analizi içermesi gerektiği anlamına gelir. Böyle bir rapor hissedarlara ve diğer paydaşlara şirketin toplum içindeki rolü konusunda "entegre bir bakış açısına sahip olduğunu" göstermenin ve odağı kısa vadeli finansal sonuçlardan uzun vadeli değer yaratımına çevirmenin bir yoludur.

"Amaç Beyanı" ve entegre rapor bir şirketin uzun vadeli planlarını aktarmaya başlaması için sağlam bir temel sağlar. CEO düzeyinde bir koalisyon olan Strategic Investor Initiative

of CECP, yöneticilerin şirketleri için uzun vadeli stratejik planlarını paylaşabilecekleri bir çerçeve yarattı ve bunu yapabilmelerine imkan sağlayan CEO Yatırım Forumları'na ev sahipliği yapıyor. Aralarında 3M, Aetna, Becton Dickinson, GlaxoSmithKline, IBM ve Unilever'in icra başkanlarının da bulunduğu yaklaşık iki düzine S&P 500 şirketi lideri, planlarını 25 trilyon civarında yönetilen varlığı bulunan kurumsal yatırımcılara sundu.

Son olarak, şirketler üç aylık görüşmelerin kısa vadeli satış tarafı analistleri tarafından yürütülmesine izin vermemeli ve kontrolü ele almalıdır. Kazanç odaklılığı ortadan kaldırmak iyi bir başlangıç noktasıdır. Ardından yönetim, ESG hedeflerine yönelik kaydedilen ilerlemeyi ve bu hedeflerin finansal performansa nasıl katkıda bulunduğunu açıklamak için bu görüşmeleri kullanabilir. Bu yaklaşım uygulanmaya da başlanmış durumda. Goldman Sachs'ın 2018 tarihli bir raporuna göre S&P şirketlerinin yaklaşık yarısı yıl sonu konferans görüşmelerinde ESG başlıklarına değinmiştir.

**ORTA KADEME YÖNETİMİN KATILIMINI ARTIRIN.** Büyük yatırım şirketlerinde ESG konularına gösterilen ilgi CEO ve CIO düzeyindeki analistler ve portföy yöneticilerinden aşağıya doğru aktarılmakla birlikte şirketler de ilgili ESG meselelerini tanımlayarak ve yöneterek kendi orta kademe yönetimlerinin katılımını artırmalıdır. Sonuçta stratejik hedeflere ulaşılması için kaynak sağlayanlar orta kademe yöneticilerdir. 315 milyar AUM varlık sahibi Neuberger Berman'da ESG yatırım



SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

yöneticisi olan Jonathan Bailey, “Gerçek değişim, işletme birimleri ‘ESG’nin kendi amaçları ve inovasyonları için ne anlama geldiğine odaklandığında yaşanacaktır” diyor. “Yatırımcılar ve CEO alanı açar; fakat hem hissedarlara hem de topluma hizmet edecek ürün ve hizmetleri yaratacak olanlar orta kademe yöneticilerdir.”

Orta kademe yönetimin katılımını artırmak kurulun ve kıdemli liderlerin görevidir. Uygun olduğu durumlarda, üst kademe yöneticiler orta kademe yöneticileri yatırımcılarla yapılan görüşmelere dahil etmelidir. İşletme birimlerindeki orta kademe yöneticiler de şirketlerin kendi faaliyetlerini etkileyen ESG sorunlarını tespit ettikleri ilgililik belirleme sürecine katılmalıdır. Üst yönetim orta kademe yöneticileri hem finansal performans hem de ESG performansı açısından, ayrıca üç aylık ya da yıllık değil daha uzun vadeli bir bakış açısıyla değerlendirmeli ve ödüllendirmelidir.

**ESG PERFORMANSI BİLGİLERİ İÇİN İÇ SİSTEMLERE YATIRIM YAPIN.** Her büyük şirkette mali raporların hazırlanması için güçlü ve karmaşık bir IT altyapısı vardır ama çok azında ESG performansını ölçen güvenilir sistemler bulunur. ESG bilgileri genellikle elektronik çizelgelerle veya karbon salımları, tedarik zinciri ya da müşteri koruma gibi belirli başlıklara odaklanmış çeşitli butik yazılım çözümleriyle üretilir. Sonuç güncel olmayan ve kalitesiz ESG verileridir ve bunlar sadece yatırımcılar için değil şirketteki yöneticiler için de sorunlar oluşturur. Bugün bir entegre rapor hazırlamak isteyen pek çok şirketin önündeki başlıca engellerden biri ESG bilgilerinin genellikle finansal bilgilerle aynı zamanda ve karşılaştırılabilir formatta bulunmamasıdır. ESG bilgileri için GRI ve SASB’nin yaptığı gibi standartlar geliştirmek bu konuda faydalı olacaktır. Fakat bu değişimin hızını artırmak için şirket liderlerinin oynayabileceği üç kilit rol vardır.


İlk olarak, bu standartları dış raporlamalarda uygulamaya sokabilirler. İkincisi, şirketler finansal bilgi sağlayan yazılım tedarikçilerini ESG ölçümü alanına doğru genişlemeleri için zorlamalıdır. Bazı büyük yazılım şirketleri bu alanda çalışmalarına başladı ve piyasada buna talep olduğunu görürlerse daha fazla ve daha hızlı çalışacaklardır. Üçüncü olarak işletmeler finansal performans konusunda yaptıkları gibi, bildirilen ESG performansına da güvence verme konusunda denetim şirketlerine baskı yapmalıdır. Evet, zorluklar (standartlara, daha iyi ve daha entegre IT sistemlerine duyulan ihtiyaç gibi)

ve kaygılar (yükümlülüklerin artması gibi) söz konusudur. Fakat bunlar yatırımcıların değişen odağına uyum sağlamak için çözülmesi gereken, aşılabilir sorunlardır.

**ÖLÇÜM VE RAPORLAMAYI GELİŞTİRİN.** Bazı ESG sorunları şirketin yıl sonu kârını etkilemez ancak genel olarak toplumu etkiler. Yatırım camiasının büyümekte olan bir kesimi bu etkilerle ilgilenir ve topluma aktif fayda sağlamaya çalışan şirketlere sermaye aktarmak ister. Bu yatırımcıları çekmek isteyen şirketlerin karşı karşıya olduğu zorluk, şu anda bir şirketin “dışsallıklarını”, yani ürün ve hizmetlerinin toplum üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerini ölçmenin üzerinde uzlaşmış bir yolunun olmamasıdır. Bu zorluğun bir örneği olarak coğrafi konumu ele alalım. Çin’de kömürün yerine geçecek bir rüzgar türbini, neredeyse tüm enerjisini hidro-santrallerle üreten Norveç’te benzer bir türbin kurulmasına kıyasla daha büyük olumlu etki yaratır.

Impact Management Project, etki ölçümü ve raporlama inisiyatiflerini uyumlandırmak için çalışan organizasyonların oluşturduğu bir ağıdır. CEO’su Clara Barby bu projeyi şirketler ve yatırımcılar için faydalı olacak standartlar yaratmaya odaklanmış insanların ve organizasyonların bir araya geldiği “büyük bir çadır” olarak tanımlar. Yatırımcılar gibi şirketler de bu çabanın ön saflarındadır ve bu iş birlikte öğrenilecektir. BM’nin sürdürülebilir bir gelecek için gerekli olduğunu tespit ettiği, yoksulluğun ve açlığın ortadan kaldırılması, sorumlu üretim ve tüketim, cinsiyet eşitliğinin teşviki gibi maddelerin yer aldığı 17 hedeften oluşan Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri, etki konusunda düşünmek için faydalı bir çerçeve sunar. 2016 yılına PwC tarafından yürütülen, 17 ülkede 470 şirketin sürdürülebilirlik raporlamasını inceleyen çalışmada şirketlerin yüzde 62’sinin Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri’nden bahsettiği fakat sadece yüzde 28’inin toplumsal etkilerle ilişkili nicel hedefler koyduğu tespit edilmiştir.

YATIRIMCILARIN şirketleri değerlendirme biçiminde çok büyük bir değişim yaşanacak. Bunun tam olarak ne zaman olacağı tahmin edilemese de kaçınılmaz olduğu ortada. Değişimi ilk hissedenler, hisseleri dev varlık yöneticilerinin elinde bulunan büyük şirketler ve emeklilik fonları olacak. Fakat orta sermayeli şirketlerin de bu yaklaşımdan etkilenmesi uzun sürmeyecektir. Nitekim hiçbir şirket, toplum için uzun vadeli değer yaratmak adına onları ödüllendirmeye istekli yatırımcılarla ortaklık kurma fırsatını kaçırmamalıdır. ☺

 **ROBERT G. ECCLES**, *University of Oxford Saïd Business School*’da yönetim uygulamaları profesörüdür. **SVETLANA KLIMENKO**, *Dünya Bankası Operasyonlar Politikası ve Ülke Hizmetlerinden Sorumlu Başkan Yardımcılığı*nda baş finansal yönetim uzmanıdır.