

GÖSTERGE

KIŞ 2026

ARACI KURUMLAR - 2025/09 SEKTÖR ANALİZİ
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2025/09 SEKTÖR ANALİZİ
2025 YILINDA PORTFÖY YÖNETİMİ
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİN RAPORLANMASI:
ULUSAL DÜZENLEYİCİ YAKLAŞIMLAR ÜZERİNE BİR İNCELEME
TOKENİZE GERÇEK DÜNYA VARLIKLARI




TSPB

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

Serdar Sürer

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

Serdar Sürer

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Elif Gönençer

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

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

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

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

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2025/09	1
<i>Mert Dede – Deniz Kahraman</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2025/09	19
<i>Mert Dede</i>	
2025 Yılında Portföy Yönetimi	33
<i>Mert Dede</i>	
Sürdürülebilirliğin Raporlanması: Ulusal Düzenleyici Yaklaşımlar Üzerine Bir İnceleme	37
<i>Yeşim Çetin</i>	
Tokenize Gerçek Dünya Varlıkları	59
<i>M. Utku Deniz</i>	

ARACI KURUMLAR

2025/09

Mert Dede – Deniz Kahraman

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumların yanı sıra ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan yatırım bankalarından derlediği 2025 yılının ilk dokuz ayına ait faaliyet verileri ile finansal veriler geçen dönemlerle karşılaştırılarak analiz etmiştir.

63 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından derlenen verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

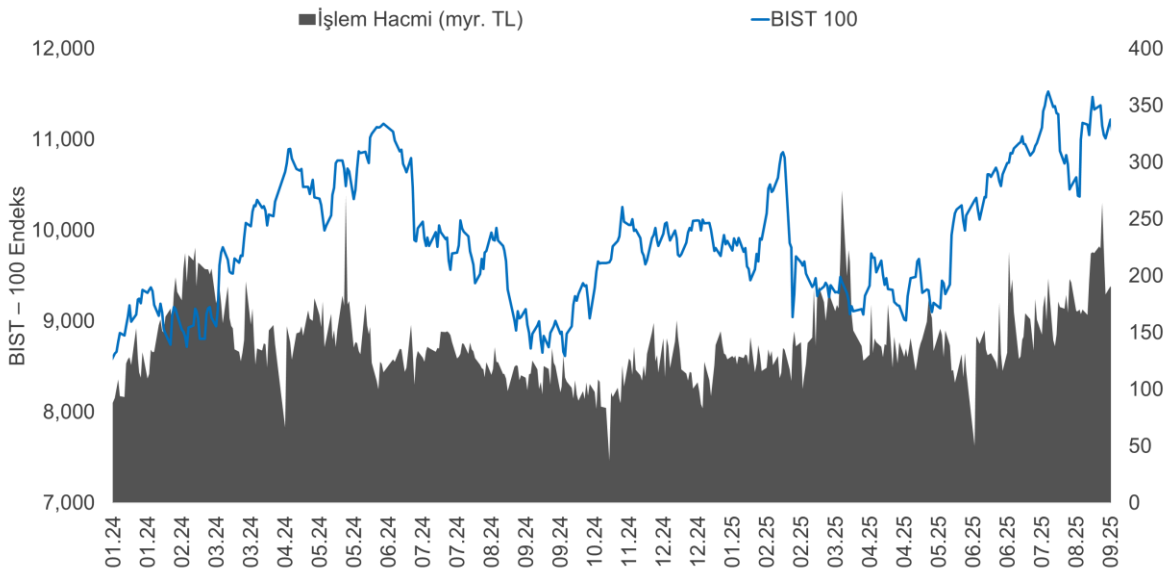
FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

2025 yılının ilk çeyreğinde ABD yönetimi tarafından açıklanan yeni gümrük tarifeleri ve korumacı ticaret politikaları, küresel piyasalarda belirsizliği artırarak MSCI Dünya Endeksi üzerinde baskı yaratmıştır. Ancak yılın ilerleyen dönemlerinde ABD Merkez Bankası'nın (FED) para politikasına ilişkin belirsizliklerin azalması ve küresel risk iştahındaki toparlanma ile birlikte dünya genelinde borsalar güçlü bir yükseliş sergilemiş, MSCI Dünya Endeksi, 2025 Eylül ayı itibarıyla 2024 yılı sonuna kıyasla %30 oranında artış kaydetmiştir.

Türkiye'de ise yüksek seyreden faizlerin etkisiyle pay piyasası yatırımları cazibesini nispeten kaybetmeye başlamıştır. Bu ortamda halka arz piyasası da zayıf seyretilmiş, yatırımcı ilgisi azalmış, yerli bireysel yatırımcı sayısı 2024 yılı sonuna kıyasla %8 azalarak Eylül 2025 sonunda 6,4 milyona gerilemiştir.

2025 yılının ilk yarısında BIST-100 endeksi ortalama 9.700 seviyelerinde seyretilmiş, yılın ilk çeyreğinde dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Bu dönemde Mart ayının ilk yarısında endeks sınırlı bir yükseliş eğilimi göstererek 17 Mart 2025 tarihinde 10.862 seviyesine kadar yükselmiş, ancak ayın ikinci yarısında yaşanan siyasi gelişmelerin etkisiyle piyasalarda artan belirsizlik ve riskten kaçış eğilimi sonucunda 27 Mart 2025 tarihinde 9.612 puana kadar gerilemiştir. Mart ayı sonunda görülen bu sert düzeltmenin ardından, piyasalarda kademeli bir denge arayışı öne çıkmış, yatırımcı algısındaki toparlanmayla birlikte endekste yeniden yukarı yönlü bir eğilim gözlenmiştir. Bu süreçte işlem hacimlerinde artış kaydedilmiş ve endeks yılın ikinci yarısına daha istikrarlı bir görünümle girmiştir. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle BIST-100 endeksi, 2025 Eylül ayı itibarıyla 2024 yıl sonuna kıyasla %12 oranında artış kaydederek Eylül sonunda 11.012 seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

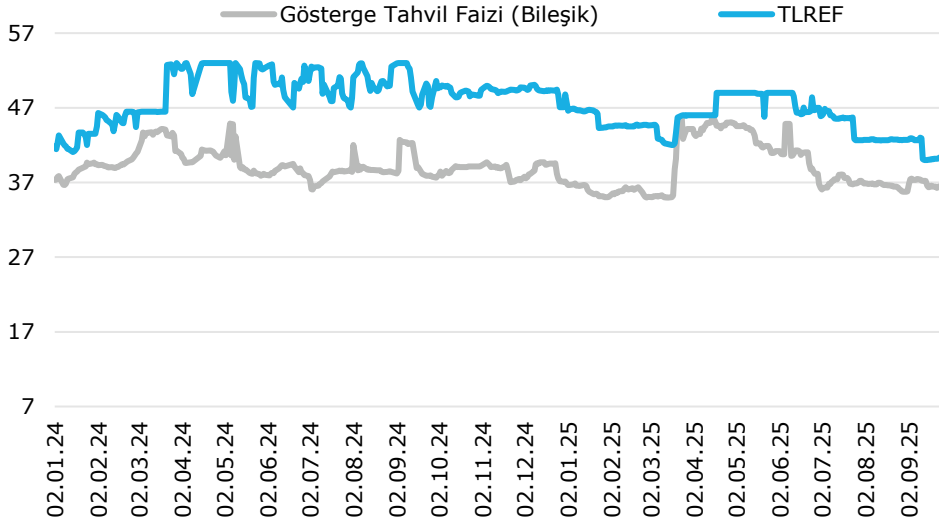
TCMB, 2024 yılı Aralık ayında gerçekleştirdiği 2,5 puanlık politika faizi indiriminin ardından, 2025 yılının Ocak ve Mart aylarında 2,5'er puanlık iki ilave indirim yaparak politika faizini %42,5 seviyesine çekmiştir. Ancak Mart ayı içerisinde yaşanan siyasal gelişmeler neticesinde TCMB, 21 Mart 2025 tarihinde olağan dışı bir Para Politikası Kurulu toplantısı gerçekleştirerek politika faizini sabit tutarken, gecelik borç verme faizini %46'ya yükseltmiş ve teknik bir sıkılaştırma adımı atmıştır. Bu adımla birlikte, gecelik piyasa faizleri politika faizine paralel seyreden seviyelerden yukarı yönlü ayrılmıştır. İzleyen süreçte Banka, Nisan 2025'te 350 baz puanlık faiz artırımına giderek bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %46'ya yükseltmiş; faiz koridorunun üst bandını %49, alt bandını ise %44,5 seviyesine çıkarmıştır. Diğer yandan, tahvil piyasasında da belirgin bir hareket gözlenmiştir. 19 Mart 2025 tarihine kadar yaklaşık %35

seviyelerinde seyretmiş olan gösterge tahvil faizleri, söz konusu tarihte yaşanan siyasal gelişmelerin ardından hızlı bir yükseliş sergilemiş; yalnızca iki gün içerisinde %45 seviyelerine kadar çıkmıştır. Bu yükselişin ardından tahvil faizleri Mayıs ayı başına kadar %44 civarında seyretmiş, sonrasında kademeli olarak düşmeye başlamış ve Eylül 2025 sonu itibarıyla %36 seviyelerine kadar gerilemiştir.

Yılın ikinci yarısında ise para politikasında yeniden gevşeme yönünde adımlar atılmış; Temmuz 2025'te 3 baz puanlık faiz indirimıyla politika faizi %43'e, Eylül 2025'te gerçekleştirilen 2,5 puanlık ilave indirimle ise %40,5 seviyesine düşürülmüştür.

Bu dönemde faiz indirimlerinin etkisiyle tahvil getirilerinde gerileme gözlenmiş ve Eylül 2025 sonu itibarıyla gösterge tahvil faizi %36,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Rasyonet

ARACILIK FAALİYETLERİ

2025 yılının ilk dokuz ayında yatırım kuruluşlarının sabit getirili menkul kıymetlerin ve repo işlemlerinin hacmi önemli ölçüde artmış, 2024 toplamının üzerine çıkmıştır. Türev piyasalarında opsiyon hacmi yıllık %166 artış sergilerken, vadeli işlemler ve kaldıraçlı

işlemler de %50 civarında artış sergilemiştir. Pay senedi işlemleri ise azalan ilgiyle yalnızca %13 oranında artmıştır.

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (milyon TL)

	2024/09	2024	2025/09	Yıllık Değ. (%)
Pay Senedi	53,549,627	68,301,493	60,367,038	12.7%
Aracı Kurum	46,588,000	59,431,712	52,387,821	12.4%
Banka	6,961,627	8,869,798	7,979,217	14.6%
SGMK	7,699,853	10,874,291	16,078,774	108.8%
Aracı Kurum	836,069	1,576,463	2,588,500	209.6%
Banka	6,863,784	9,297,828	13,490,274	96.5%
Repo	226,037,218	376,775,727	446,381,627	97.5%
Aracı Kurum	58,695,946	108,634,883	133,695,004	127.8%
Banka	167,341,272	268,140,844	312,686,623	86.9%
Vadeli İşlemler	23,327,093	32,698,834	34,543,806	48.1%
Aracı Kurum	21,327,547	29,982,713	31,733,313	48.8%
Banka	1,999,546	2,716,120	2,810,493	40.6%
Opsiyon	207,386	329,158	551,847	166.1%
Aracı Kurum	173,415	277,471	436,494	151.7%
Banka	33,971	51,684	115,353	239.6%
Varant	258,121	315,417	200,394	-22.4%
Kaldıraçlı İşl.	29,342,878	42,513,096	44,801,854	52.7%
Müşteri	16,726,972	24,252,373	25,522,900	52.6%
Likidite Sağlayıcı	12,615,906	18,260,723	19,278,954	52.8%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

Tablo 1’de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) işlem hacmi gösterilmektedir. Sabit getirili menkul kıymet kesin alım-satım ve

repo/ters-repo işlemlerine Borsa İstanbul’da gerçekleşen işlemler ile borsa dışında gerçekleşip Borsa’ya tescil edilen işlemler dâhil

edilmiştir. Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemlere ise tabloda yer verilmemiştir.

PAY SENETLERİ

2025 yılının ilk dokuz ayında 59 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmıştır. İşlem hacmi 2024 yılının ilk dokuz ayına kıyasla yalnızca %13 artarak 60 trilyon TL'de kalmıştır. Pay senedi işlemlerinde yoğunlaşma devam etmekte olup, bir yatırım bankasıyla beraber ilk 4 kurumun hacmi, 2025 yılının ilk dokuz ayında toplam piyasa hacminin %43'ünü oluşturmuştur.

Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı 2024 toplamına göre 6 puan artışla %32'ye yükselmiştir. Bununla beraber, yabancı yatırımcıların saklama içindeki payı 2024 sonuna göre 0,8 puan azalarak %36,2'e gerilemiştir. TCMB verilerine göre ise 2025 yılının ilk dokuz ayında yabancı yatırımcıların fiyatı ve kur etkisinden arındırılmış net hisse senedi alış 2,9 milyar dolar olmuştur.

2024 yılını 6,8 milyon kişiyle kapatan yerli bireysel yatırımcı sayısı, Eylül sonunda 6,4

milyon kişiye gerilemiştir. Bu yatırımcıların işlem hacminin toplam işlem hacmindeki payı ise 2024 toplamına göre 4 puan düşerek %55'e inmiştir.

Tablo 5'te pay senedi hacimlerinin departmanlara göre dağılımı ele alınmaktadır. En yüksek paya sahip olan internet işlemlerinin payı ise %47 olmuştur. İnterneti, %24'lük payı ile doğrudan piyasa erişimi işlemleri takip etmektedir. Doğrudan piyasa erişimi (direct market Access/DMA) genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumlar tarafından tercih edilmektedir. Toplam 13 kurum doğrudan piyasa erişimi kanalıyla pay senedi işlemi yaparken, kurum bazında yoğunlaşmanın yüksek olduğu, bu kanaldan yapılan pay senedi işlemlerinin %86'sının 2 kurum tarafından yapıldığı görülmektedir.

Tablo 2: Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2025/09)							
Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Aracı Kurum Sayısı	60	43	44	53	42	50	30
Yurtiçi Yatırımcı	68.5%	99.4%	96.7%	57.7%	77.7%	88.4%	100.0%
Yurtiçi Bireyler	55.0%	1.5%	3.1%	35.8%	35.6%	37.9%	57.1%
Yurtiçi Kurumlar	6.1%	19.5%	2.6%	8.4%	37.3%	45.0%	42.9%
Yurtiçi Kurumsal	7.3%	78.4%	91.0%	13.5%	4.8%	5.5%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	31.5%	0.6%	3.3%	42.3%	22.3%	11.6%	0.0%
Yurtdışı Bireyler	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Kurumlar	31.0%	0.6%	0.0%	42.2%	22.2%	11.6%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	0.5%	0.0%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de bankalar faaliyet göstermektedir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil dâhil), 2025 yılının ilk dokuz ayında 2024 yılının aynı dönemine kıyasla

%109 artarak 16,1 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde 42 aracı kurum ve 49 banka tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. Aracı kurumlar 2024 toplamında bu işlemlerde %14 olan paylarını 2025 yılının ilk dokuz ayında %16'ya çıkarmıştır.

Birliğimizce verileri derlenen aracı kurumlar ile yatırım bankasının SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır (Tablo 2). İşlemlerin %78,4'ünü yurtiçi kurumsal yatırımcılar o, %19,5'ini yurtiçi kurumlar gerçekleştirmiştir.

Repo/ters-repo işlemleri ise (tescil dâhil) 2024 yılının ilk dokuz ayına göre %97 artışla 446 trilyon TL olmuştur. Repo piyasasında ise 46 aracı kurum ile 51 banka işlem yapmıştır. Aracı kurumların bu işlemlerde payı %30 olmuştur.

VADELİ İŞLEMLER

2025 yılı Eylül ayında 53 aracı kurum ve 17 banka tarafından vadeli işlem yapılmıştır. Yatırım kuruluşlarınca yapılan toplam vadeli işlem hacmi, Tablo 1'de görüleceği üzere 2024 yılının aynı dönemine göre %48 artarak 34,5 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Tablo 3'te görüleceği üzere, paylar ve pay endekslerini dayanak alan işlemler hacmin önemli kısmını oluşturmaktadır.

Aracı kurumlar ve değerlendirmeye alınan yatırım bankası toplam işlemlerin %92'sini gerçekleştirmekte olup, diğer 17 bankanın işlemleri sınırlıdır. İlk 2 kurum toplam hacmin yaklaşık üçte birini oluşturmaktadır.

Daha çok yurtdışı kurumları yansıtan yabancı yatırımcıların payı %42 ile işlemlerin önemli kısmını oluşturmaktadır. Yurtiçi bireysel yatırımcılar ise toplam vadeli işlem hacminin %36'sını oluşturmaktadır (bkz. Tablo 2).

OPSİYONLAR

42 aracı kurum ve 7 banka tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacmi 2025 yılının ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre %166 oranında artmıştır. İlk 5 kurum tarafından gerçekleştirilen işlemler toplam opsiyon hacminin %58'ini oluşturmıştır. Ürün bazında kırılımlara bakıldığında işlemlerde döviz opsiyonlarının ağırlıkta olduğu görülmektedir.

Birliğimizce verileri derlenen aracı kurumlar ile yatırım bankasının repo/ters repo işlemlerinin de neredeyse tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Kurumsal yatırımcıların bu işlemlerdeki payı %91 olmuştur.

Hem SGMK hem de repo işlemlerinde yurtdışı satış ve pazarlama departmanının işlemleri ağırlıklı bir aracı kurumun yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlemlerini bu departman aracılığıyla yapıyor olmasından kaynaklanmaktadır.

Departman bazında bakıldığında ise yurtdışı satış departmanındaki işlem hacmi payı %13 ile sınırlı kalmıştır. Yabancı yatırımcıların işlem hacminin bir kısmı doğrudan piyasa erişimi kanalı aracılığıyla yürüttüğü görülmektedir. Toplam 6 kurumun kullandığı doğrudan piyasa erişimi kanalının payı %30,4 olmuştur.

Yurtiçi yatırımcıların tercih ettiği internet kanalı ise işlemlerin %27'sini oluşturmıştır.

Tablo 3: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi Oranı Dağılımı			
Ürün	2024/09	2024	2025/09
Endeks	37.3%	38.4%	35.1%
Döviz	11.7%	11.2%	12.1%
Pay	44.2%	42.9%	41.1%
Diğer	6.7%	7.5%	11.8%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

2025'in Eylül ayında ki verisi derlenen kurumların opsiyon işlem hacmi incelendiğinde 552 milyar TL hacim yaratıldığı, ek olarak yatırımcı kırılımları incelendiğinde bu işlemlerin yurtiçi kurumların (%37), yurtiçi bireyler (%36) ve yurtdışı kurumlarda (%22)de yoğunlaştığı görülmektedir.

Tablo 4: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Oranı Dağılımı			
Ürün	2024/09	2024	2025/09
Endeks	19.6%	17.4%	13.5%
Döviz	50.9%	45.6%	67.8%
Pay	29.5%	31.8%	18.8%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

Departman dağılımına bakıldığında, işlemlerin en büyük kısmı, %21'i, tek bir kurumun

VARANTLAR

Ağırlıklı olarak Yurtiçi kurumların işlem yaptığı varant piyasasında 2025 yılının Eylül ayındaki işlem hacmi önceki yılın aynı dönemine göre %22 azalmıştır.

Bu işlemlerin yaklaşık %44'ünün aynı zamanda varant ihraççısı da olan iki kuruma ait olduğu, piyasada yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir.

işlemlerinin etkisiyle doğrudan piyasa erişimi ile, %21,5'i ise kurum portföyüne yapılmıştır. Opsiyon işlemlerinde diğer ürünlerde en önemli paya sahip olan internetin payı ise %11'de kalmıştır.

Tablo 5'te görüldüğü üzere internet işlemleri %41'lik pay ile başı çekerken, onu ihraççı kurumların işlemleri dolayısıyla kurum portföyüne yapılan işlemler (%33) takip etmektedir.

Tablo 5: Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2025/06)							
Departman	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Kurum Sayısı	60	43	44	53	42	50	30
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	10.7%	42.0%	52.5%	14.6%	27.1%	12.9%	24.0%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	9.0%	30.2%	28.0%	11.0%	17.2%	0.6%	1.1%
Şube	6.5%	9.6%	12.6%	9.9%	16.5%	0.6%	0.6%
Acente	2.0%	20.3%	15.3%	0.8%	0.7%	0.0%	0.5%
İrtibat Bürosu	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
İnternet	46.8%	1.4%	0.0%	26.8%	10.9%	41.3%	31.9%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	23.8%	0.0%	0.0%	30.4%	22.6%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.8%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	0.4%	0.0%
Kurum Portföyü	0.5%	13.4%	1.0%	3.3%	21.2%	33.0%	43.1%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	8.3%	11.9%	17.4%	13.0%	0.1%	11.7%	0.0%

Kaynak: TSPB

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Kaldıraçlı işlemler yalnızca aracı kurumlar tarafından yapılmakta olup, bu işlemlerin hacmi 2025 yılının ilk dokuz ayında 2024 yılının aynı dönemine göre %53 artışla 45 trilyon TL olmuştur. Bu hacmin 26 trilyon TL'lik kısmı aracı kurumların müşterileri ile gerçekleştirdiği kaldıraçlı işlemlerden, kalan kısmı kurumların kendilerini koruma amaçlı olarak likidite sağlayıcılar ile gerçekleştirdikleri işlemlerden oluşmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşma görülmektedir. 2025 yılının ilk yarısında 30 aracı kurumun gerçekleştirdiği bu işlemlerin %35'i tek bir kurum tarafından yapılmıştır. Tablo 5'te kurum portföyü altında izlenen tutar esas olarak likidite sağlayıcılar ile yapılan işlemleri göstermektedir. 2025 yılının ilk dokuz ayında kurum portföyü dışında gerçekleşen kaldıraçlı işlemlerin %56'sı internet üzerinden yapılmış iken, ardından gelen yurtiçi satış departmanının payı %44'tür.

KURUMSAL FİNANSMAN

Bu bölümde incelenen kurumlar tarafından gerçekleştirilen kurumsal finansman projelerine yer verilecektir. 2025 yılının ilk dokuz

ayında 34 aracı kurum kurumsal finansman faaliyetinde bulunmuştur.

PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

2024 yılı boyunca özellikle gelişmiş ülkelerde yüksek enflasyon, artan faiz oranları ve finansal koşullardaki sıkılaşma, yatırımcıların risk iştahını baskılamış ve halka arz faaliyetlerinin sınırlı kalmasına yol açmıştır. 2025 yılı itibarıyla ise küresel ekonomide enflasyonist baskıların kademeli olarak azalması, para politikasına ilişkin belirsizliklerin görece hafiflemesi ve yatırımcı güveninde gözlenen toparlanma ile birlikte küresel halka arz piyasasında yeniden canlanma eğilimi ortaya çıkmıştır. Özellikle büyük ölçekli halka arzların yeniden başlaması ve kurumsal yatırımcı talebinin artması, halka arz hacimlerinde belirgin bir artışı beraberinde getirmiştir. Ernst & Young'un Global IPO Trends raporuna göre, 2024 yılının ilk dokuz ayında dünya genelinde toplam 874 şirket halka arz edilmiş ve bu halka arzların toplam büyüklüğü 78 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılının ilk dokuz ayında ise küresel halka arz sayısı 914'e yükselirken, toplam halka arz büyüklüğü 110 milyar dolara ulaşmıştır. Buna göre, yıllık bazda halka arz sayısında yaklaşık %5'lik bir artış, toplam halka arz hacminde ise yaklaşık %41 oranında güçlü bir yükseliş kaydedilmiştir.

Söz konusu gelişmeler, küresel halka arz piyasasında 2025 yılı itibarıyla yalnızca işlem sayısında değil, aynı zamanda işlem büyüklüklerinde de belirgin bir iyileşmeye işaret etmektedir. Bununla birlikte, jeopolitik riskler, ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler ve küresel finansal koşullardaki oynaklık, halka arz piyasasında toparlanmanın temkinli ancak ivmelenen bir seyir izlemesine neden olmaktadır.

Türkiye'de ise pay piyasasına azalan ilgiyle halka arzlar yavaşlamıştır. Bu dönemde 12 şirket ve bir yatırım ortaklığı borsaya kote olurken, elde edilen toplam hasılat 31 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Arz olan şirketlerin %62'si Yıldız Pazarda, %38'i ise Ana Pazarda kote olmuştur. Bu halka arzlara katılan toplam yatırımcı sayısı ise 3,3 milyon kişi olmuştur. Ancak bu rakamın, birden çok halka arza katılan yatırımcıları birden fazla kez içerdiği göz önüne alınmalıdır.

Bu dönemde Halk Yatırım 6 halka arz gerçekleştirerek liderliği elinde tutmaktadır. Halka arzlarda eş liderlik olabildiği için kurumsal finansman faaliyetlerine ilişkin Tablo 7'de tamamlanan halka arz sayısı farklı olabilmektedir.

Yanı sıra, 4 borsa yatırım fonu da bu dönemde halka arz edilmiştir.

2025 yılının ilk dokuz ayında özel sektörün tahvil ihracı hasılatı 2024 yılının aynı dönemine göre %50 artışla 666 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 1.373 adet tahvil ihracının gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu ihraçların bir kısmına yatırım bankaları da aracılık ettiği için, Tablo 7'de sunulan rakamlar ile farklılık göstermektedir.

Tablo 6: Pay Senedi Halka Arzları ve Tahvil İhraçları			
Pay Senedi Halka Arzları	2024/09	2024/12	2025/09
Sayı	29	22	12
Tutar (mn. TL)	53,036	58,253	29,694
Yatırım Ortaklığı Halka Arzları			
Sayı	1	1	1
Tutar (mn. TL)	1,260	1,260	883
Borsa Yatırım Fonu Halka Arzı			
Sayı	-	-	4
Tutar (mn. TL)	-	-	146
Tahvil İhraçları			
Sayı	1,208	1,607	1,373
Tutar (mn. TL)	442,919	632,228	666,228

*Tahsisli satışlar hariçtir.

Kaynak: Borsa İstanbul

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Tablo 7: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje)			
	2024/09	2024	2025/09
Birincil Halka Arz	37	41	15
İkincil Halka Arz	0	0	0
Tahvil-Bono İhracı	905	1,204	1,008
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	1	1	2
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	5	5	2
Finansal Ortaklık	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	1	1	1
Sermaye Artırımı	26	36	13
Temettü Dağıtımı	45	45	33
Özelleştirme- Alış Tarafı	1	1	0
Özelleştirme- Satış Tarafı	0	1	1
Diğer Danışmanlık	47	50	58
Toplam	1,068	1,385	1,133

Kaynak: TSPB

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2025 yılı Eylül ayında aracı kurumlar 1.287 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 1.008'i tahvil-bono ihracı olmak üzere, toplam 1.133 adet proje tamamlamıştır.

Aynı dönemde 91 yeni halk arz projesi alınmış, 15 halka arz projesi ise tamamlanmıştır.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir.

Eylül 2025 itibarıyla 16 aracı kurum tarafından 3.725 gerçek ve tüzel kişiye portföy yönetimi hizmeti verilmektedir. Müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda

hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Aracı kurumların yönettiği toplam portföy büyüklüğü Eylül 2025 sonunda 2024 sonuna göre %37 artarak 42 milyar TL olmuştur.

Tablo 8: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi			
	2024/09	2024/12	2025/09
Yatırımcı Sayısı	3,244	3,074	3,725
Tüzel Kişi	152	156	162
Gerçek Kişi	3,092	2,918	3,563
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	24,270	30,417	41,823
Tüzel Kişi	13,099	18,619	14,245
Gerçek Kişi	11,041	11,797	27,578

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

Aracı kurumlar hisse senetleri alımıyla sınırlı olmak üzere müşterilerine kredi kullanılabilmektedir.

Eylül 2025 sonu itibarıyla aktif olarak kredi kullanan yatırımcı sayısı 2024 sonuna göre fazla değişmeyerek 45 bin kişide kalırken, kredi bakiyesi %56 artışla 93 milyar TL olmuştur. Bu dönemde 52 kurumun kredi kullanan yatırımcısı bulunmaktadır.

Kredili işlem bakiyesi en yüksek 3 kurum toplam kredili işlem bakiyesinin %36'sını

oluşturmaktadır. Yatırımcı başına ortalama kredi bakiyesine bakıldığında ise tutarın aracı kurum bazında 14 bin TL ile 31 milyon TL arasında değiştiği gözlenmektedir.

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

Tablo 9: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri			
	2024/09	2024/12	2025/09
Kredi Hacmi (mn. TL)	59,781	62,656	93,384
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	44,410	43,576	44,956
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	1,346,124	1,437,861	2,077,229

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır. Verisi derlenen yatırım bankasının merkez dışı birimi bulunmamaktadır.

Eylül 2025 itibarıyla 32 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı

birimlerin büyük kısmının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir. Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, banka iştiraki olmayan dört aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir.

Şube Ağı				
	Aracı Kurum Sayısı		Şube Sayısı	
	2024/12	2025/09	2024/12	2025/09
Şube	31	32	390	376
İrtibat Bürosu	16	17	141	119
Acente Şubesi	15	15	9,203	9,072
TOPLAM	44	45	9,734	9,606

Kaynak: TSPB

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, özellikle SGMK, repo ve opsiyonlar için merkez dışı birimlerin hacminin, toplam işlem içerisinde hatırı sayılır bir payı olduğu anlaşılmaktadır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Sektördeki toplam çalışan sayısı, 2025 yılında hafif gerileyerek Eylül sonunda 7.924 kişi olmuştur. Kurum başına ortalama çalışan sayısı 127 olurken, kurum bazında bakıldığında çalışan sayısı 4 (Delta Menkul) ile 641 (GCM Yatırım) arasında değişmektedir.

Diğer yandan veriler incelendiğinde en fazla personel azalışının Deniz Yatırım'da olduğu görülmektedir. Deniz Yatırım'da çalışan sayısının önceki yıl sonuna göre 100 kişi azaltarak 2025 yılında rsonel sayısını en fazla düşüren kurum olurken, en fazla personel artışı ise 42 kişi ile 2024 yılında faaliyete geçen Kuveyt Türk Yatırım'da olmuştur.

Tablo 11: Kurumların Çalışan Sayısı			
	2024/09	2024	2025/09
Kadın	3,520	3,588	3,507
Erkek	4,464	4,487	4,417
Toplam	7,984	8,075	7,924

Kaynak: TSPB

İncelenen yatırım kuruluşlarında, personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu) ile yurtiçi satış ve pazarlama departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Bu birimlerde çalışanların sayısı, toplam çalışan sayısının %55'i kadardır.

Bununla beraber fiiliyatta acenteler ve irtibat büroları çoğunlukla müşteri edinimine katkı sağlamaktadır.

sayı 1'dir. Kurumsal finansman departmanı ise 43 kurumda bulunmaktadır. Bu bölümde en fazla istihdam yaratan beş kurum, kurumsal finansman departmanındaki toplam çalışanların yaklaşık %30'unu oluşturmaktadır.

Tablo 12'de ayrıca aracı kurumlarda departmanlara göre dağılımı ve departmanlarda görev alan kadın çalışanların oranı verilmektedir. Kadın çalışan oranının en yüksek olduğu birimin %76 ile insan kaynakları olduğu, onu %61 ile irtibat bürolarının takip ettiği gözlemlenmektedir. Araştırma departmanlarında kadınlarının oranının %22'te, kurumsal finansmanda ise %36'da kaldığı dikkat çekmektedir. Aracı kurum çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veriler www.tspb.org.tr adresinde yer almaktadır.

Bu dağılıma paralel olarak Tablo 12'de görüleceği üzere ortalama çalışan sayısının en fazla olduğu departman 29 kişi ile yurtiçi satış ve pazarlama birimdir.

Çalışan sayısında üçüncü sırada yer alan mali işler birimindeki ortalama çalışan sayısı 15'tir.

Araştırma departmanı 52 kurumda bulunmaktadır ve ortalama çalışan sayısı 5 kişidir. Bununla beraber en fazla araştırma uzmanı çalışan kurumda bu sayı 17 iken en düşük

Tablo 12: Çalışanların Departman ve Cinsiyet Dağılımı						
	Toplam Çalışan Sayısı			Ort. Çalışan Sayısı		
	2024/12	Kadın Oranı	2025/09	Kadın Oranı	2024/12	2025/09
Şube ve İrtibat Bürosu	2,918	%48	2,720	%48	5.5	5.5
Şube	1,904	%42	1,792	%41	4.9	4.8
Acente	6	%17	6	%33	.	.
İrtibat Bürosu	1,008	%60	922	%61	7.1	7.7
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	1,580	%48	1,634	%48	29.8	28.7
Broker	67	%25	66	%29	1.7	1.8
Dealer	146	%40	145	%41	5.6	6.3
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	198	%36	201	%33	5.7	6.7
Hazine	179	%39	196	%37	4.5	4.7
Portföy Yönetimi	57	%21	38	%18	2.6	2.2
Kurumsal Finansman	222	%37	202	%36	5.0	4.6
Araştırma	255	%23	260	%22	4.8	5.0
Mali ve İdari İşler	930	%47	974	%47	14.3	15.2
İç Denetim-Teftiş	301	%44	313	%46	4.6	4.9
İnsan Kaynakları	165	%79	152	%76	4.2	4.0
Bilgi İşlem	455	%18	434	%17	7.8	7.8
Diğer	602	%44	589	%46	11.4	10.3
Toplam	8,075	%44	7,924	%44	124.2	123.8

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28/12/2023 tarih ve 81/1820 kararı uyarınca, Kurul'un finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının enflasyon 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir. Ancak, ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan bir yatırım bankasının verileri, enflasyon düzeltmesi yapılmış finansal tablo yayımlama yükümlülüğü bulunmadığı için sadece enflasyon düzeltmesi yapılmamış seride temin edilmiştir. Birliğimiz aracı kurumların finansal verilerini enflasyon düzeltmesi yapılmamış kayıtlara göre de derlemiştir. Bu bölümde finansal veriler her iki formatta da sunulacaktır.

Birliğimiz, yatırım kuruluşlarının kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı

veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.

Tablo 13'te gösterildiği üzere yatırım kuruluşlarının enflasyon düzeltmesi yapılmamış toplam varlıkları, özellikle kısa vadeli ticari alacaklar kaleminde artışla 2025 yılı ilk dokuz ayında, önceki yıl sonuna göre %79 artışla 517 milyar TL'yi aşmıştır.

2025 yılı ilk dokuz ayında, kısa vadeli ticari alacaklar ayrıntılı incelendiğinde, takas ve saklama merkezinden alacakların %72 artışla 92 milyar TL'ye ulaştığı dikkat çekmektedir. Müşterilerin kredi bakiyesi %49 oranında arttığı bu dönemde kredili müşterilerden alacaklar ise %52 artışla 96 milyar TL olmuştur. Diğer yandan piyasalarda yapılan işlemler neticesinde oluşan alacak bakiyesini gösteren müşterilerden alacaklar bakiyesi Eylül 2025 itibarıyla 2024 sonuna kıyasla %109 oranında artışla 50 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Müşterilerden alacaklar bakiyesinin artışının neredeyse yarısının tek bir kurumdan kaynaklandığı dikkat çekmektedir. Bilançonun pasif tarafında ise müşteriler ile takas ve saklama

merkezin borçlardaki artışın etkisiyle birlikte kısa vadeli ticari borçlar aynı dönemde %97 artarak 198 milyar TL'yi aşmıştır.

Tablo 13: Özet Finansal Durum Tablosu (milyon TL)			
	2024/12	2025/09	2025/09 (TMS 29)
Dönen Varlıklar	274,041	493,223	490,925
Nakit ve Nakit Benzerleri	69,924	80,854	78,222
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	40,626	131,307	132,696
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	151,952	257,007	257,321
Diğer	11,539	24,056	22,686
Duran Varlıklar	15,529	23,804	32,358
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	3,665	7,400	13,648
Diğer	11,864	16,404	18,710
TOPLAM VARLIKLAR	289,570	517,027	523,283
Kısa Vadeli Yükümlülükler	171,942	327,389	326,687
Kısa Vadeli Borçlanmalar	60,990	107,274	108,569
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	100,428	198,011	198,736
Diğer	10,525	22,104	19,381
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,513	14,627	14,972
Özkaynaklar	115,115	175,011	181,624
Ödenmiş Sermaye	15,156	22,278	22,228
Sermaye Düzeltmesi Farkları	1,589	511	58,585
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	1,476	727	1,786
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	1,309	2,072	324
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4,751	7,741	21,499
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	42,350	73,206	34,282
Net Dönem Kârı/Zararı	48,679	74,540	49,214
TOPLAM KAYNAKLAR	289,570	517,027	523,283

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıkla sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Likit bir aktif yapısına sahip sektörün varlıklarının %95'ini, enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre, dönen varlıklar oluşturmaktadır. Toplam varlıkların %16'sını, 81 milyar TL'sini, nakit ve nakit benzerleri, %50'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. Finansal yatırımlar ise 2025 yılının ilk dokuz ayında 2024 sonuna göre %223 artışla 131 milyar TL'ye, toplam varlıkların %25'ine çıkmıştır. Finansal yatırımlardaki artışın %40'lık kısmının tek bir kurumun yatırım fonu bakiyesindeki artıştan ileri geldiği dikkat çekmektedir.

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 14'te görüldüğü üzere aracı kurumların 192 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin neredeyse yarısının diğer varlıklardan oluştuğu görülmektedir. 92 milyar TL civarındaki diğer

varlıkların 36 milyar TL'lik kısmının bir aracı kurumun yatırım fonu bakiyesinden, 26 milyar TL'lik kısmının bir aracı kurumun 3 aydan uzun vadeli mevduat bakiyesini sınıflamasından ileri gelmektedir. İncelenen dönemde kurumların pay senedi yatırımları Borsa İstanbul zayıf bir performans göstermesine rağmen az sayıda kurumun pozisyonlarını artırmasıyla %70 artışla 23 milyar TL'ye yaklaşmıştır. 9 milyar TL tutarındaki artışın 6,3 milyarlık kısmının bir aracı kurumdan kaynaklandığı görülmektedir.

2025 yılı ilk dokuz ayında banka kredileri bakiyesi bir aracı kurumun banka kredisi bakiyesini 15 milyar TL artırmasıyla birlikte %192 artışla 38 milyar TL'yi aşmıştır. Bu dönemde aracı kurumların borçlanma aracı ihracı yoluyla temin ettiği kaynaklar %55 artışla 28 milyar TL'ye çıkmıştır. 2025 yılı Eylül sonu

itibarıyla borçlanma aracı ihraç eden kurum sayısı 2024 sonuna kıyasla 2 adet artışla 18'e çıkmıştır.

Çok sayıda kurumun banka kredisi bakiyesini ve daha az sayıda kurumun borçlanma aracı

ihracı yoluyla temin ettiği kaynakları, nakit ve benzeri kalemi altında ağırlıkla mevduat, para piyasası ve yatırım fonlarında değerlendirdiği dikkat çekmektedir.

Tablo 14: Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

	2024/12	2025/09	2025/09 (TMS 29)
Repo Mevduat	53,016	60,788	61,121
Kamu SGMK	1,532	11,992	11,999
Özel SGMK	5,919	4,437	4,917
Pay Senedi	13,267	22,520	23,268
Diğer	19,908	92,358	92,511
Toplam	93,643	192,095	193,817

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıkla sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre, yatırım kuruluşlarının toplam özkaynakları, geçmiş yıl ve dönem kârlarındaki artışa bağlı olarak 2024 yıl sonuna göre 60 milyar TL'lik artışla Eylül 2025 itibarıyla 175 milyar TL olmuştur. Sektörün ödenmiş sermayesi 2024 sonuna göre %47 artarak 22,3 milyar TL'ye çıkmıştır.

Enflasyon muhasebesi uygulamasıyla birlikte, parasal olmayan varlık ve yükümlülöklere

enflasyon düzeltmesi uygulanmakta, ağırlıkla duran varlıklar altında izlenen maddi duran varlıklar ve uzun vadeli finansal yatırımlar kalemi etkilenmektedir. Enflasyon düzeltmesinin etkisini gösteren net parasal kazanç/kayıp kalemi ise, özkaynaklar altında izlenmektedir. Parasal varlıkların parasal borçlardan küçük olduğu durumda, net parasal kayıp ortaya çıkmaktadır. Aracı kurumlarda enflasyon düzeltmesi yapılması kârlılığı düşürücü yönde etki etmektedir.

GELİR TABLOSU

Enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre, 2025 yılının ilk dokuz ayında kurumların (aracı kurum ve yatırım bankasının) gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %60 artarak 103,9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2025 yılı ilk dokuz ayında aracılık gelirleri, geçen yılın aynı dönemine kıyasla %14 artışla 22,2 milyar TL olmuştur. Artışta türev işlem ve sabit getirili menkul kıymet aracılık gelirlerinin etkisi olmuştur.

Aracı kurumların pay senedi işlem hacminin geçen yılın aynı dönemine kıyasla %13'lük artış gösterdiği ortamda, pay senedi aracılık gelirleri, enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre,

Tablo 16'da görüleceğı üzere %3 azalmıştır. Diğer yandan vadeli işlem hacmi %47 artarken aracı kurumların türev işlemlerden elde ettikleri gelirlerde artış %44 olmuştur.

Müşterilerin kaldıraçlı işlem hacmi ise, önceki yıla kıyasla %52 artarken, kaldıraçlı işlemlerden elde edilen komisyonlar %45 ile işlem hacmindeki artışın hafif altında kalmıştır.

Tablo 15: Toplam Gelirler (milyon TL)			
Enflasyon Düzeltmesi Yapılmamış	2024/09	2025/09	Değişim
Aracılık Gelirleri	19,414	22,160	14.1%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	5,442	33,597	517.4%
Kurumsal Finansman Gelirleri	2,270	2,055	-9.5%
Yatırım Fonu Dağıtım ve Varlık Yönetimi Gelirleri	600	1,240	106.8%
Müşteri Faiz Gelirleri	31,463	36,432	15.8%
Diğer Gelirler	5,983	8,490	41.9%
Toplam	65,170	103,973	59.5%
TMS 29 (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış)			
Aracılık Gelirleri	26,803	22,673	-15.4%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	8,131	32,946	305.2%
Kurumsal Finansman Gelirleri	3,396	2,224	-34.5%
Yatırım Fonu Dağıtım ve Varlık Yönetimi Gelirleri	935	1,375	47.1%
Müşteri Faiz Gelirleri	44,301	40,421	-8.8%
Diğer Gelirler	9,189	9,347	1.7%
Toplam	92,755	108,985	17.5%

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıklı sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere göre ilk yarısında aracı kurumların aracılık gelirlerine 2025 yılı

inde azalış %29'a çıkmaktadır.

Tablo 16: Aracılık Gelirleri (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Enflasyon Düzeltmesi Yapılmamış			
Pay Senedi	16,497	16,056	-2.7%
Türev İşlem	2,458	3,550	44.4%
Kaldıraçlı İşlem	1,455	2,117	45.5%
SGMK	1,094	2,033	85.7%
Yabancı Menkul Kıymet	997	1,649	65.4%
Brüt Gelir	22,501	25,405	12.9%
İadeler	-3,087	-3,245	5.1%
Net Gelir	19,414	22,160	14.1%
TMS 29 (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış)			
Pay Senedi	22,918	16,398	-28.5%
Türev İşlem	3,415	3,682	7.8%
Kaldıraçlı İşlem	2,115	2,240	5.9%
SGMK	1,477	2,212	49.8%
Yabancı Menkul Kıymet	1,484	1,791	20.7%
Brüt Gelir	31,410	26,323	-16.2%
İadeler	-4,607	-3,650	-20.8%
Net Gelir	26,803	22,673	-15.4%

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıklı sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Tablo 15'te görüldüğü üzere enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre 2025 yılı ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre aracılık gelirleri, kurumsal finansman ve müşteri faiz gelirleri dışındaki gelir kalemlerinde artış gözlemlenirken, en büyük artış %305 ile (25 milyar TL) ile kurum portföyü karlarında gözlenmiştir.

Enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre, sektörün kurumsal finansman gelirleri 2025 yılı ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine kıyasla %9 azalarak 2,1 milyar TL olmuştur. Bu kalemin önemli kısmı Tablo 17'de görüleceği üzere halka arz ve tahvil ihraçlarına aracılık gelirleridir.

Tablo 17: Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Enflasyon Düzeltmesi Yapılmamış			
Halka Arz – Tahvil İhraç	1,804	1,713	-5.0%
Şirket Satın Alma-Birleşme	14	8	-42.9%
Diğer Finansmana Aracılık	283	108	-61.9%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtım	55	44	-19.6%
Diğer Danışmanlık	114	182	59.9%
Toplam	2,270	2,055	-9.5%
TMS 29 (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış)			
Halka Arz – Tahvil İhraç	2,697	1,873	-30.6%
Şirket Satın Alma-Birleşme	20	9	-56.3%
Diğer Finansmana Aracılık	420	119	-71.5%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtım	78	46	-41.7%
Diğer Danışmanlık	181	177	-2.4%
Toplam	3,396	2,224	-34.5%

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıklı sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Aracı kurumlar, portföy yönetim şirketlerince yönetilen yatırım fonlarının satışına aracılık hizmeti vermektedir. 2025 yılının ilk dokuz ayında 18 kurumun gelir elde ettiği yatırım fonu satışı kaleminde, elde edilen gelir (enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre) %112 artışla 1,1 milyar TL'ye çıkmıştır.

Bununla beraber 13 kurumun faaliyet gösterdiği varlık yönetiminde ise 142 milyon TL gelir yaratılmıştır. Toplamda, kurumların yatırım fonu dağıtım ve varlık yönetimi gelirleri %107 artışla 1,2 milyar TL olmuştur (Tablo 15). Bu gelirler aracı kurum gelirlerinin yalnızca %1'i kadardır.

Tablo 18: Giderler (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Enflasyon Düzeltmesi Yapılmamış			
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	5,655	8,483	50.0%
İşlem Payları	3,876	5,461	40.9%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	1,779	3,021	69.8%
Genel Yönetim Giderleri	18,834	30,258	60.7%
Personel Giderleri	11,059	16,909	52.9%
Amortisman Giderleri	718	1,192	66.0%
İtfa Payları	73	149	104.5%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	206	270	30.9%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	473	728	54.1%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	978	1,370	40.0%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	5,327	9,640	81.0%
Toplam	24,489	38,741	58.2%
TMS 29 (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış)			
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	7,603	8,798	15.7%
İşlem Payları	5,115	5,446	6.5%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	2,488	3,352	34.7%
Genel Yönetim Giderleri	26,210	32,540	24.2%
Personel Giderleri	15,467	17,880	15.6%
Amortisman Giderleri	1,207	1,701	40.9%
İtfa Payları	204	202	-0.9%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	273	307	12.5%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	605	786	29.9%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	1,287	1,355	5.3%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	7,167	10,310	43.8%
Toplam	33,813	41,338	22.3%

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıklı sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Saklama, yatırım danışmanlığı gibi diğer komisyon gelirleri ile esas faaliyet gelirlerinin muhasebeleştiği diğer gelirler kalemi ise karşılaştırılan dönemde enflasyon düzelmesi yapılmamış verilere göre %42 artarak 8,5 milyar TL olmuştur.

2025 yılının ilk dokuz ayında enflasyon düzeltilmesi yapılmamış verilere göre kurumların toplam giderleri, önceki yılın aynı dönemine kıyasla %58 artarak 38,8 milyar TL olmuştur. Enflasyon düzeltilmesi yapılmış verilere göre (sadece aracı kurumların) toplam giderlerindeki artış %22'ye düşmektedir.

Giderlerden en büyük pay personel giderlerinde olup, incelenen dönemde %53 artarak 17 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Bu dönemde ortalama personel sayısı %3 artmıştır. Çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri ise önceki yılın aynı dönemine göre %38 olan ortalama enflasyonun üstünde, %48 artarak 234.424 TL olmuştur.

Sonuç olarak, 2025 yılı ilk dokuz ayında, aracılık gelirlerindeki %14'lük ılımlı artışa rağmen kurum portföyü karları ile müşteri faiz gelirlerindeki yükseliş sayesinde, geçen yılın aynı dönemine kıyasla toplam gelirler (brüt kâr) %60 artarak 104 milyar TL olurken, giderler %58 artışla 38,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (Tablo 19).

Birliğimiz tarafından 2010 yılında yayınlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Rehberine göre kurumların finansman gelir/giderlerinde takip etmesi beklenen kur farkı ve finansal ürünlerin değerlemesine ilişkin gelir ve giderlerin, bazı kurumlar tarafından diğer faaliyet gelirlerinde muhasebeleştirildiği bilinmektedir. 2025 yılı ilk dokuz ayında diğer faaliyet gelirleri kalemi geçen yılın aynı dönemine kıyasla %55 artışla 9,8 milyar TL'yi aşmıştır.

Tablo 19: Özet Gelir Tablosu- Enflasyon Düzeltmesi Yapılmamış (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	1,641,617	2,949,019	79.6%
Satışların Maliyeti	-1,576,447	-2,845,046	80.5%
Brüt Kâr/Zarar	65,170	103,973	59.5%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-5,644	-8,479	50.2%
Genel Yönetim Giderleri	-18,834	-30,258	60.7%
Personel Ücret ve Giderleri	-11,059	-16,909	52.9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-11.1	-4.0	-63.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	6,348	9,822	54.7%
Diğer Faaliyet Giderleri	-3,715	-8,180	120.2%
Faaliyet Kârı/Zararı	43,314	66,875	54.4%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	67	173	159.4%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-22.2	-42.7	92.7%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	277	546	97.4%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	43,636	67,552	54.8%
Finansman Gelirleri	26,937	63,108	134.3%
Finansman Giderleri	-22,710	-28,039	23.5%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	47,862	102,621	114.4%
Vergi Gelir/Gideri	-12,388	-28,080	126.7%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-11,972	-17,906	49.6%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-416	-10,174	2346.5%
Dönem Kârı/Zararı	35,475	74,540	110.1%

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıklı sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltilmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Bu şekilde, 2025 yılının ilk dokuz ayında faaliyet kârı önceki yılın aynı dönemine göre %54 yükselerek 66,9 milyar TL'ye çıkmıştır.

Kurumların finansal yatırımlarına ilişkin net faiz gelirleri/giderleri, kur farkı gelirleri, temettü gibi finansal gelirleri/giderlerinin yer aldığı net finansman gelir/giderleri, aynı

dönemde 30,9 milyar TL'lik artışla 35 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışta sadece bir kurumun 25 milyar TL'lik reeskont gelirinin etkisinin olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

Ağırlıkla bu sayede verisi derlenen kurumların net dönem kârındaki artış faaliyet karındaki artışın çok daha üzerinde %110 oranında gerçekleşmiştir. Böylelikle sektör 2025 yılı ilk dokuz ayında 74,5 milyar TL kâr elde etmiştir.

Enflasyon düzeltmesi yapılmış finansal tablolar incelendiğinde, 2025 yılının ilk dokuz ayında toplam gelirler (brüt kâr) %18 oranında azalmıştır. Enflasyonun finansal tabloda yer alan parasal olmayan varlıklar

üzerindeki etkisini gösteren net parasal pozisyon kayıpları bu dönemde 29 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

Aracı kurumlar ticari faaliyetleri gereği parasal varlıkları, parasal olmayan varlıklarından daha fazla olan şirketlerdir. Enflasyon muhasebesi uygulamasının, aracılık sektöründe kârlılığı düşürücü yönde etki etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte 2025 yılının ilk dokuz ayında enflasyon düzeltmesi yapılmış finansal tablolara göre dönem karındaki artış oranı %196 ile, enflasyon düzeltmesi yapılmamış dönem karındaki %110'lık artış orandan daha yüksek olmuştur. Bu durum bir kurumun finansman gelirlerindeki yüklü artıştan kaynaklanmıştır.

Tablo 20: Özet Gelir Tablosu - TMS 29 (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış) (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	2,372,202	3,089,064	30.2%
Satışların Maliyeti	-2,279,447	-2,980,079	30.7%
Brüt Kâr/Zarar	92,710	108,985	17.6%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-7,588	-8,793	15.9%
Genel Yönetim Giderleri	-26,210	-32,540	24.2%
<i>Personel Ücret ve Giderleri</i>	-15,467	-17,880	15.6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-15.9	-4.3	-72.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	9,111	10,919	19.8%
Diğer Faaliyet Giderleri	-5,336	-7,919	48.4%
Faaliyet Kârı/Zararı	62,671	70,646	12.7%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	91.8	167.4	82.3%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-58.1	-21.7	-62.7%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	287.5	623.2	116.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	62,992	71,415	13.4%
Finansman Gelirleri	38,509	67,561	75.4%
Finansman Giderleri	-32,774	-31,955	-2.5%
Net parasal pozisyon kazançları/(kayıpları)	-35,292	-29,053	-17.7%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	33,434	77,968	133.2%
Vergi Gelir/Gideri	-16,859	-28,754	70.6%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-16,554	-18,515	11.8%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-304	-10,239	3265.9%
Dönem Kârı/Zararı	16,576	49,214	196.9%

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıkla sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

Kaynak: TSPB

Enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre incelenen 63 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından 51'i bu dönemde kâr etmiştir. Enflasyon düzeltmesi uygulandığında ise kâr eden kurum sayısı 30'a gerilerken, zarar eden kurum sayısı 13'ten 33'e çıkmaktadır.

Enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre, en yüksek kâr eden ilk kurum (Tera

Yatırım) sektör kârının %41'ini, ardından gelen 5 kurum (İş, Yapı Kredi, Garanti, Deniz ve Ziraat Yatırım) ise %31'ini oluşturmaktadır.

Tablo 20: Net Dönem Kâr/Zarar				
	2024/09	2025/09	2024/09 (TMS 29)	2025/09 (TMS 29)
Kurum Sayısı	65	64	62	63
Kâr Eden Kurum	54	51	30	30
Zarar Eden Kurum	11	13	32	33
Net Kâr	35,472	74,540	16,576	49,214
Toplam Kâr (milyon TL)	35,712	74,905	19,375	51,651
Toplam Zarar (mn. TL)	-239	-365	-2,799	-2,438
Net Kâr/Brüt Kâr	54.4%	71.7%	17.9%	45.2%
Özsermaye Kârlılık*	57.3%	65.8%	-	-

Enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere ağırlıklı sermaye piyasası işlemleri yapan bir yatırım bankası dahil iken, enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere (TMS 29) yatırım bankası verileri dahil değildir.

*Yıllıklandırılmış

Kaynak: TSPB

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2025/09

Mert Dede

Bu raporumuzda Birliğimizin portföy yönetim şirketlerinden derlediği 2025 yılı Eylül sonuna ilişkin olarak portföy yönetimi büyüklükleri, çalışan profili ve finansal verileri ele

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri ayrıca gerçek ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır. Eylül 2025 itibarıyla portföy yönetimi hizmeti sunan kurum sayısı 71'dir.

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre ise faaliyetleri sınırlandırılmış

alınacaktır. Raporumuzda kullanılan verilerin detaylarına ve geçmiş dönem analizlerine www.tspb.org.tr adresinden ulaşılabilir.

ve sınırlandırılmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlandırılmış portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım fonu ve/veya girişim sermayesi fonu yönetebilmektedir. Eylül 2025 itibarıyla portföy yönetimi şirketlerinin 16'sının faaliyetleri sınırlı şirketler olduğu yani sadece gayrimenkul ve/veya girişim sermayesi yatırım fonu yönettiği görülmektedir.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (2025/09)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)
Yatırım Fonu	70	2,607	7,432,756
Emeklilik Yatırım Fonu	26	392	1,833,756
Bireysel Portföy Yönetimi*	41	15,545	1,333,034
Yatırım Ortaklığı	7	14	2,794
Toplam	71	18,544	10,601,927

Kaynak: TSPB

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

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)

	2024/09	2024/12	2025/09
Yatırım Fonları	3,950,278	4,676,383	7,432,344
Emeklilik Yatırım Fonları	1,137,109	1,229,881	1,833,756
Bireysel Portföy Yönetimi	817,416	983,980	1,333,034
Gerçek Kişi	278,069	317,144	503,577
Tüzel Kişi	539,346	666,836	829,577
Yatırım Ortaklıkları	2,124	2,259	2,794
Toplam	5,906,927	6,892,502	10,601,927

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen portföy büyüklüğü yatırım fonlarındaki büyüme neticesinde 2024 sonuna göre %54 artarak 10,6 trilyon TL'yi aşmıştır. 2025'in ilk dokuz ayında yatırım fonu sayısı hem menkul

kıymet hem de serbest fonlardaki artışın etkisiyle 2.186'dan 2.604'e çıkarken, bu fonların portföyü %59 artışla 7,4 trilyon TL'yi aşmıştır.

Tablo 3: Yönetilen Portföy Adedi			
	2024/09	2024/12	2025/09
Yatırım Fonları	2,087	2,186	2,604
Emeklilik Yatırım Fonları	379	379	393
Bireysel Portföy Yönetimi	16,334	16,228	15,545
Gerçek Kişi	15,127	14,880	14,056
Tüzel Kişi	1,207	1,348	1,489
Yatırım Ortaklıkları	14	14	14
Toplam	18,814	18,807	18,556

Kaynak: TSPB

Eylül 2025 itibarıyla faaliyette olan 71 kurumun 15'ü banka kökenlidir. Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %83'ünü yönetmektedir. Eylül 2025 itibarıyla en yüksek

portföy büyüklüğüne sahip ilk dört kurum sırasıyla (Ziraat, Ak ve İş ve Garanti Portföy) toplam yönetilen portföyün %51'ini oluşturmaktadır.

Yatırım Fonları

Eylül 2025 itibarıyla yatırım fonu yöneten 70 şirket bulunmaktadır. Yatırım fonu büyüklüğü 2025 yılı Eylül sonunda önceki yılın sonuna kıyasla %59 artarak 7,4 trilyon TL'yi aşmıştır. MKK verilerine göre, yatırım fonlarındaki yatırımcı sayısı 2025 Eylül sonunda 2024 sonuna kıyasla yalnızca %3 (162 bin kişi) artarak 5,6 milyon kişiye yaklaşmıştır.

Yatırım fonu yöneten şirketler arasında toplam yönetilen yatırım fonlarının %53'ünü ilk beş şirket (Garanti, Ziraat, İş, Ak ve Yapı Kredi Portföy) tarafından yönetilmektedir.

Tablo 4: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)			
	2024/09	2024/12	2025/09
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	1,577,934	1,926,934	2,326,742
Gayrimenkul Yatırım Fonu	106,551	161,105	189,265
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	190,515	247,506	332,073
Borsa Yatırım Fonu	78,580	88,745	181,941
Serbest Yatırım Fonu	1,996,699	2,252,091	4,402,322
Toplam	3,950,280	4,676,382	7,432,344
Özel Fon	457,651	523,585	753,251

Kaynak: TSPB

2025 yılı Eylül ayı itibarıyla yatırım fonu portföy büyüklüğündeki artışın temel belirleyicisi serbest yatırım fonları olmuştur. Serbest fonlar, 2024 yıl sonuna kıyasla %105'lik güçlü bir büyüme kaydederek toplam portföy büyüklüğündeki genişlemenin ana kaynağını oluşturmıştır. Bununla beraber, 2024 sonunda serbest fonların %63'ünü oluşturan döviz cinsi (fon unvanında döviz, yabancı, eurobond ibaresi bulunan fonlar ile kıymetli maden fonları) serbest fonlarının payının 2025 Eylül döneminde %56'ya gerilediği gözlenmektedir.

Yine de gayrimenkul ve girişim sermaye fonları hariç yatırım fonları evrenine bakıldığında, serbest döviz fonlardaki büyüme sayesinde döviz cinsinden yatırım fonlarının toplam portföy içindeki payının da 2024 yıl sonunda %37 iken, 2025 Eylül itibarıyla %42'ye yükseldiği görülmektedir.

Yatırım fonları içinde serbest fonlardan sonra en büyük grup olan para piyasası fonlarının portföy büyüklüğü 2024 sonuna göre %4 azalmıştır (Tablo 5). 2025'in ilk dokuz ayında

portföyü %9 azalan hisse senedi fonların toplam fon portföyünün yalnızca %2'sini oluşturmaktadır.

2024 sonunda 21 olan borsa yatırım fonu (BYF) sayısı yılın ilk çeyreğinde 1, ikinci çeyreğinde ise 2 yeni BYF halka arzıyla 24'e yükselmiş, 2025 Eylül ayına gelindiğinde portföy büyüklüğü ise 182 milyar TL olmuştur.

Diğer yandan gayrimenkul ve girişim sermayesi fonları ise yatırım fonlarının %7'ini oluşturmaktadır.

Diğer yandan Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen, portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen özel fonlar 2024 sonunda toplam yatırım fonu portföyünün %11'ini oluşturuyorken, 2025 Eylül sonunda a bu oran azalarak %10 olmuştur

Tablo 5: Yatırım Fonlarının Türlerine Göre Dağılımı (milyon TL)

	2024/12	2025/09	Değişim
Borçlanma Araçları Fonu	111,248	152,729	37.3%
Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	56,777	79,799	40.5%
Değişken Fon	57,567	70,407	22.3%
Para Piyasası Fonu	1,257,693	1,213,505	-3.5%
Hisse Senedi Fonu	177,444	161,046	-9.2%
Karma Fon	3,963	4,442	12.1%
Fon Sepeti Fonu	65,666	80,812	23.1%
Katılım Fonu	144,777	271,956	87.8%
Serbest Fon	2,220,920	4,559,893	105.3%
Kıymetli Madenler Fonu	78,129	144,867	85.4%
Toplam	4,117,408	6,659,658	61.7%
Döviz ve Kıymetli Maden Payı**	37.4%	42.1%	-

Kaynak: Takasbank, TSPB Hesaplamaları

*Gayrimenkul, Girişim ve Bora Yatırım Fonları hariçtir.

** Fon ünvanında döviz, yabancı, eurobond ibaresi bulunan fonlar ile kıymetli fonları ifade eder.

Rasyonet Portoliobase platformu fonlara yönelik fiyat etkisinden arındırılmış net sermaye akımlarını yayımlamaktadır. Bu veriler incelendiğinde, Ocak-Eylül 2025 döneminde fonlara 1 trilyon TL'lik net sermaye girişi olduğu gözlenmektedir.

Fon tipine göre bakıldığında 1,4 trilyon TL ile en yüksek net sermaye girişinin serbest fonlara gerçekleştiği görülmektedir. Serbest fonların türleri incelendiğinde ise bu tutarın 770 milyar TL'sinin serbest döviz fonlarından 340 milyar TL'sinin ise serbest para piyasası fonlarından kaynaklandığı görülmektedir.

Aynı dönemde en yüksek sermaye çıkışının yaşandığı fon grubunun para piyasası fonları olduğu görülmektedir. Para piyasası fonlarının nakit giriş-çıkışları aylık bazda incelendiğinde, 19 Mart 2025 tarihine kadar bu fonlara

net girişlerin sürdüğü izlenmektedir. Ancak 19 Mart'ta yaşanan siyasal gelişmelerin ardından tahvil faizlerinin çok kısa bir sürede %45 seviyelerine yükselmesi, para piyasası fonları açısından belirgin bir kırılma yaratmıştır. Para piyasası fonlarının portföylerinde asgari %10 oranında DİBS bulundurma zorunluluğu bulunması nedeniyle, faizlerdeki sert yükseliş söz konusu fonlarda geçici negatif getirilere yol açmıştır. Bu gelişme sonucunda, yaklaşık 12 gün gibi kısa bir süre içerisinde para piyasası fonlarından yaklaşık 700 milyar TL tutarında çıkış yaşanmıştır. Piyasalarda belirsizliğin azalmasıyla fon performanslarında toparlanma gözlenmiştir.

Ocak-Eylül dönemi genel olarak değerlendirildiğinde, Mart ayında yaşanan sert çıkışın etkisi tamamen telafi edilememiş; Eylül sonu

itibarıyla para piyasası fonlarından toplamda 411 milyar TL net çıkış gerçekleştiği görülmektedir. Buna karşılık, aynı dönemde yukarıda belirtildiği üzere serbest para piyasası fonlarına 340 milyar TL net sermaye girişi olmuştur. Bu görünüm, para piyasası fonlarından gerçekleşen çıkışların önemli bir bölümünün serbest para piyasası fonlarına yönelmiş olabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların, benzer likidite yapısını korumakla birlikte daha esnek portföy yönetimi imkânı sunan serbest fonlara yönelerek risk-getiri dengesini yeniden optimize etmeye çalıştıkları değerlendirilmektedir.

Yılın ilk dokuz ayında girişim sermayesi yatırım fonlarının fon büyüklüğü 2024 yıl sonuna kıyasla %35 artmasına rağmen toplam 45 milyar TL çıkış gerçekleşmiştir. Pay piyasasında getirilerin sınırlı kaldığı bu dönemde hisse senedi fonlarından da 39 milyar TL çıkış olmuştur. Diğer yandan, Birliğimizce yayınlanan toplam portföy büyüklüğü verilerinde yurtdışında kurulan ve Türkiye’de yönetilen fonları toplam portföy büyüklüğü içerisine dahil ettiği için Takasbank’ın ve Rasyonet’in yayınladığı toplam portföy büyüklüğünden fazladır.

Tablo 6: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (mn. TL)			
	2025 Başı Portföy Büyüklüğü	2025 Eylül Portföy Büyüklüğü	2025 Ocak-Eylül Net Sermaye Girişi
Genel Toplam	4,447,411	7,122,287	1,011,891
Serbest Şemsiye Fon	2,160,156	4,502,182	1,429,730
Para Piyasası Fonu	1,256,884	1,213,310	-411,495
Hisse Senedi Fonu	177,703	161,041	-38,682
Borçlanma Araçları Fonu	111,213	153,394	5,276
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	246,029	331,234	-45,184
Gayrimenkul Yatırım Fonu	150,454	178,455	16,091
Değişken Fonu	53,154	70,170	3,670
Fon Sepeti Fonu	65,149	80,505	-6,125
Katılım Fonu	144,684	272,106	46,013
Kıymetli Madenler Fonu	78,070	145,409	13,180
Karma Fon	3,915	4,481	-583

Kaynak: Rasyonet PortfolioBase

Emeklilik Yatırım Fonları

Eylül 2025 itibarıyla 26 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen, emeklilik fonlarının portföyü 2024 sonuna göre %49 büyürken, büyüme fiyat etkisinden kaynaklanmış, net sermaye girişi sınırlı kalmıştır. Otomatik Katılım Sistemi ve gönüllü Bireysel Emeklilik Sistemi tekil katılımcı sayısı %3 artarak 15,7 milyona yükselmiştir.

Sektörde ilk beş kurum (sırayla, Ziraat, Ak, İş, Garanti, Yapı Kredi Portföy) toplam emeklilik yatırım fonlarının %86’sını yönetmektedir.

Emeklilik yatırım fonları türlerine göre incelendiğinde en büyük payın %38 ile kıymetli

maden fonlarından oluştuğu dikkat çekmektedir. Kıymetli maden fonlarının toplamdaki payı 2024 sonuna göre 7,4 puan artmıştır. Kıymetli maden fonları payının artmasındaki en büyük neden altın fiyatlarında 2024 yıl sonuna kıyasla 2025 yılı Eylül ayı itibarıyla TL bazında %74 oranında artış göstermesi belirleyici olmuştur. Fiyat etkisinin yanında yatırımcı girişi olduğu da anlaşılmaktadır. Tablo 8’de emeklilik yatırım fonlarına ait net sermaye girişleri yer almaktadır. Buna göre, 2025 yılında emeklilik yatırım fonlarına toplam 128 milyar TL net giriş gerçekleşmiştir. En yüksek sermaye girişinin 66 milyar TL ile kıymetli madenler fonlarına olduğu görülmektedir. Bu durum, altın fiyatlarındaki güçlü

artışın yatırımcı tercihlerine de yansıdığını göstermektedir.

İkinci en yüksek sermaye girişi ise 48 milyar TL ile para piyasası fonlarında gerçekleşmiştir. Para piyasası fonlarının getirilerinde yıl içerisinde düşüş yaşanmış olmakla birlikte, söz konusu fonların reel olarak enflasyonun üzerinde getiri sağlaması yatırımcı ilgisinin devam etmesinde etkili olmuştur.

Diğer yandan, en yüksek sermaye çıkışı hisse senedi fonlarında yaşanmıştır. Bunun temel nedeni, hisse senedi piyasasının yüksek enflasyon karşısında negatif reel getiri üretmesi olmuştur. Sonuç olarak hisse senedi fonlarının büyüklüğü %2 oranında küçülmüş, yatırımcıların bu fonlardan çıktığını göstermektedir. Bu fonların emeklilik fonlarının toplam portföy büyüklüğündeki payı 6,9 puan gerilemeyle %18,2 olmuştur

Tablo 7: Emeklilik Yatırım Fonlarının Türlerine Göre Dağılımı (milyon TL)			
	2024/12	2025/09	Değişim
Kıymetli Madenler	389,686	743,797	90.9%
Borçlanma Araçları Fonu	111,606	154,921	38.8%
Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	7,781	16,860	116.7%
Kamu Borçlanma Araçları Fonu	46,246	53,524	15.7%
Dış Borçlanma Araçları Fonu	34,523	34,995	1.4%
Borçlanma Araçları Fonu	23,055	49,543	114.9%
Değişken Fon	174,033	191,717	10.2%
Para Piyasası Fonu	80,011	172,861	116.0%
Hisse Senedi Fonu	165,268	162,044	-2.0%
Karma Fon	20,867	21,968	5.3%
Fon Sepeti Fonu	30,806	40,061	30.0%
Endeks Fon	16,112	13,495	-16.2%
Katılım Fonu	7,304	18,081	147.5%
Standart Fon	25,408	29,312	15.4%
Katkı Fonu	144,803	203,209	40.3%
Başlangıç Fonu (Katılım dahil)	9,086	13,238	45.7%
OKS Standart Fon (Katılım dahil)	54,169	72,549	33.9%
Yaşam Döngüsü Fon	550	574	4.4%
Merkezi Alacağın Devri Fonu	155	309	99.4%
Toplam	1,229,864	1,838,137	49.5%

Kaynak: Takasbank

Tablo 8: Emeklilik Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (mn. TL)			
	2025 Baş Portföy Büüklüğü	2025 Eylül Portföy Büüklüğü	2025 Ocak-Eylül Net Sermaye Girişi
Genel Toplam	1,124,865	1,718,331	127,961
Kıymetli Madenler Fonu	396,377	755,582	66,359
Dengeli Fon	20,595	21,737	-3,877
Değişken Fon	141,717	163,497	-9,462
Endeks Fon	15,320	12,894	-2,905
Fon Sepeti Fonu	30,134	40,002	838
Hisse Senedi Fonu	162,749	161,278	-15,330
Kamu Borçlanma Fonu	100,982	139,428	11,131
Özel Sektör Borçlanma Fonu	7,788	16,838	5,250
Katkı Fonu	142,866	202,717	28,776
Para Piyasası Fonu	79,477	171,999	47,778
Standart Fon	26,860	32,359	-597

Kaynak: Rasyonet PortfolioBase

Fonların Portföy Dağılımı

Menkul kıymet ve emeklilik yatırım fonlarının varlık dağılımı Tablo 7’de verilmektedir. 2024 sonu ile 2025 Eylül arasında menkul kıymet yatırım fonlarının portföy dağılımındaki en belirgin değişim repo, ters repo yatırımlarının payının 10,4 puan azalarak %20’ye gerilemesi olmuştur. Geleneksel para piyasası fonlarının portföyündeki repo ters repo işlemlerindeki düşüş bu değişimin ana sebebi olmuştur. Buna karşın, mevduat

ve katılma hesaplarının payı 7,6 puan artışla %28,5’u bulmuştur. Bu artış, 2024 yılı sonuna kıyasla serbest fonların mevduat varlıklarını önemli ölçüde artırmalarını yansıtmaktadır.

Tablo 9: Fonların Portföy Dağılımı					
Menkul Kıymet Yatırım Fonları			Emeklilik Yatırım Fonları		
Varlık Sınıfı	2024/12	2025/09	Varlık Sınıfı	2024/12	2025/09
Yurtiçi Pay Senedi	9.3%	9.2%	Yurtiçi Pay Senedi	25.3%	18.2%
DİBS	2.9%	4.4%	DİBS	10.6%	12.8%
Kamu Kira Sertifikası	1.0%	1.4%	Kamu Kira Sertifikası	3.1%	3.2%
ÖSBA	2.9%	2.5%	ÖSBA	2.4%	2.4%
Özel Sektör Kira Sertifikası	1.1%	1.1%	Özel Sektör Kira Sertifikası	0.5%	0.5%
Kamu Dış Borçlanma	4.1%	2.5%	Kamu Dış Borçlanma	6.1%	4.6%
Özel Sektör Eurobond	14.8%	17.4%	Özel Sektör Eurobond	0.7%	0.4%
Mevduat-Katılma Hesap.	20.9%	28.5%	Mevduat-Katılma Hesap.	3.1%	3.7%
Repo/Ters Repo - TPP	30.2%	19.8%	Repo/Ters Repo - TPP	5.3%	5.5%
Kıymetli Madenler**	3.3%	3.8%	Kıymetli Madenler**	30.6%	38.0%
Yabancı Pay Senedi	1.3%	1.1%	Yabancı Pay Senedi	2.4%	1.9%
Yabancı Diğer Kıymetler	2.3%	2.2%	Yabancı Diğer Kıymetler	1.1%	1.3%
Fon Katılma Payları	4.0%	4.7%	Fon Katılma Payları	7.6%	6.7%
Diğer*	1.8%	1.1%	Diğer*	1.3%	0.9%
Toplam	100.0%	100%	Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: Takasbank

TPP: Takasbank Para Piyasası

*Diğer sınıfı portföy dağılımına katılmayan kıymetler ve değerlendirme farklarını göstermektedir.

**Borsa yatırım fonları, altına dayalı kamu borçlanma araçları ve kira sertifikaları kıymetli madenler cinsinden dahil edilmiştir

Emeklilik yatırım fonları tarafında altın fiyatlarındaki artışa paralel olarak kıymetli maden

fonlarının portföy içindeki payı yükselmiştir. Altına dayalı ürünlerin de dahil olduğu

kiymetli madenlerin payı, 2024 yıl sonuna göre 7,2 puan artarak %38'e ulaşmıştır Yatırım fonlarında olduğu gibi 2025 yılının Eylül ayında 2024 yılı sonuna kıyasla TL bazında

altın fiyatının %74 artmasından kaynaklı emeklilik yatırım fonlarında da artmıştır. Diğer yandan DİBS'lerin payı ise 1,9 puan kadar artarak %12,5'e çıkmıştır.

Bireysel Portföy Yönetimi

Eylül 2025 itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 41 kurum bulunmaktadır. İlgili dönemde portföy yönetim şirketleri tarafından 14.056 gerçek, 1.489 tüzel kişinin toplam 1,3 trilyon TL'lik portföy yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır. Yönetilen portföy büyüklüğünde 2024 sonuna kıyasla büyüme %35 artmıştır.

2025 yılı Eylül sonunda bireysel portföy yönetimi hizmeti alan müşteri sayısı düşmüştür. Bu azalış ağırlıklı olarak gerçek kişi müşterilerde görülürken, tüzel kişi tarafında ise müşteri sayısında artış yaşanmıştır.

2025 Eylül ayı itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek kişi yatırımcıların %80'ini ilk beş portföy yönetim şirketinden birine (Ziraat, Azimut, Ak ve İş ve İstanbul Portföy) yöneldiği görülmektedir. Portföy büyüklüğü açısından ise bireysel portföy yönetimi portföyü en

yüksek kurum (Ziraat) portföyün %48'ini yönetmektedir. Ardından gelen 4 kurum (Azimut, Ak, İş ve İstanbul Portföy) ise portföyün %32'sini yönetmektedir.

Tablo 10: Bireysel Portföy Yönetimi (mn. TL)

2025/09	Kolektif Yatırım Araçları	Diğer Yatırım Araçları	Toplam
Gerçek Kişi	408,504	95,506	503,577
Tüzel Kişi	316,918	512,539	829,457
Toplam	725,422	607,612	1,333,034

Kaynak: TSPB

Birliğimiz bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayrıştırarak derlemektedir. Bu doğrultuda incelendiğinde 14.056 gerçek kişinin özel portföy yönetimi kapsamında yönetilmekte olan, 504 milyar TL'lik yatırımlarının %81'inin yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Aynı oran 829 milyar TL'lik tüzel kişi portföyünde daha düşük olup, %38'dir.

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 71 adet yatırım ortaklığının 7'si portföy yönetim şirketinden portföy yönetim hizmeti almaktadır. Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü Eylül 2025'te 2,8 milyar TL'dir.

Tablo 11: PYŞ tarafından Yönetilen Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)

	2024/09	2024/12	2025/09
Menkul Kıymet YO	1,622	1,622	2,166
Gayrimenkul YO	16	16	20
Girişim Ser. YO	486	486	608
Toplam	2,124	2,259	2,794

Kaynak: TSPB

2025 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla yönetilen yatırım ortaklığı toplam portföyünün %77'sini menkul kıymet yatırım ortaklıklarından oluşmaktadır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Sektörde Eylül 2025 itibarıyla çalışan sayısı 2024 sonuna göre 210 kişilik artışla 1.944'e çıkmış olup, kurum başına ortalama çalışan sayısı 27 kişi olarak hesaplanmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinde toplam çalışan sayısının %38'ini kadınlar oluşturmaktadır.

Tablo 12: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar						
	Çalışan Sayısı		Kadın Çalışan Oranı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2024/12	2025/09	2024/12	2025/09	2024/12	2025/09
Genel Müdür	67	71	13.4%	9.9%	1.0	1.0
Portföy Yönetimi	432	511	21.1%	21.9%	7.4	8.2
Yurtiçi Satış	192	217	63.5%	63.6%	6.2	5.9
Yatırım Danışmanı	47	67	27.7%	37.3%	1.8	2.2
Yurtdışı Satış	1	0	0.0%	-	1.0	-
Araştırma	94	94	26.6%	28.7%	1.6	1.5
Risk Yönetimi	73	77	47.9%	46.8%	1.3	1.3
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	223	264	47.5%	45.8%	5.2	5.0
Mali ve İdari İşler	213	207	47.9%	48.3%	3.3	3.1
İç Denetim-Teftiş	122	140	43.4%	40.7%	1.8	2.0
İnsan Kaynakları	22	29	77.3%	69.0%	1.5	1.5
Bilgi İşlem	40	44	12.5%	15.9%	1.7	1.4
Diğer	208	223	39.9%	37.7%	4.4	4.1
Toplam	1,734	1,944	38.1%	37.8%	25.9	27.4

Kaynak: TSPB

Çalışan sayısı sıralamasında 60 ve üzeri çalışana sahip olan ilk 5 kurumun (İstanbul, Azimut, İş, Ak ve Yapı Kredi Portföy) çalışan sayısı toplam portföy yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının %23'ünü oluşturmaktadır. Diğer taraftan çalışan sayısı 10 veya 10'dan daha az olan 18 kurum bulunmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 10'da verilmiştir. 2025 yılının Eylül sonunda çalışanların yaklaşık %26'sı (511 kişi) portföy yöneticisi olarak görev almaktadır. Kurum başına ortalama 7 portföy yöneticisi çalışmaktadır. Bununla birlikte faaliyetleri sınırlandırılmış bazı kurumlarda (gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri) genel müdürler portföy yönetimini üstlenmektedir.

61 kurumda araştırma departmanı bulunmakta olup bu departmanlarda ortalama çalışan sayısı 1 ila 2 kişidir.

Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti

departmanlarına sahip ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Sektörde risk yönetimi olan 60, fon hizmet birimi olan 53 şirket vardır.

Tüm yukarıdaki bilgilere ek olarak portföy yönetim sektöründe çalışanların önemli bir bölümünü erkekler oluşturmaktadır. Özellikle uzmanlık düzeyi yüksek pozisyonlar olan portföy yöneticiliği ve araştırma birimlerinde bu dengesizlik daha belirgin hale gelmektedir. Portföy yöneticilerinin neredeyse beşte dördü erkek iken, araştırma birimlerinde çalışanların yaklaşık üçte ikisi erkektir. Benzer şekilde, üst yönetim pozisyonlarında da benzer bir tablo söz konusudur; sektörde faaliyet gösteren 71 portföy yönetim şirketinin genel müdürlerinin 64'ünün erkek olduğu görülmektedir. Bu cinsiyet eşitsizliği, sektörün uzun vadeli sürdürülebilirliği ve yetenek çeşitliliği açısından önemli bir gelişim alanı olup, ilerleyen dönemde kadın istihdamını artırmaya yönelik stratejik adımların atılması kritik görünmektedir.

FİNANSAL TABLOLAR

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.12.2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Kurul'un finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon

muhasbesi uygulamasına karar verilmiştir. Birliğimiz portföy yönetim şirketlerinin finansal verilerini hem ilgili düzenleme uyarınca enflasyon düzeltmesi yapılmış, hem de enflasyon düzeltmesi yapılmamış kayıtlara göre derlemiştir. Bu bölümde finansal veriler her iki formatta da sunulmaktadır.

Tablo 13: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

	2024/12	2025/09	2025/09 (TMS 29)
Dönen Varlıklar	29,939.4	49,855.6	49,947.0
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,079.9	10,863.5	12,066.9
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	18,261.3	32,473.9	31,365.1
Diğer Dönen Varlıklar	5,598.2	6,518.2	6,515.0
Duran Varlıklar	6,067.3	6,426.3	7,170.7
Maddi Duran Varlıklar	417.6	579.2	908.9
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	336.5	277.0	320.1
Diğer Duran Varlıklar	5,313.3	5,570.1	5,941.8
TOPLAM VARLIKLAR	36,006.7	56,281.9	57,117.8
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,999.4	7,294.5	7,339.0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,265.1	2,463.6	2,590.0
Özkaynaklar	29,742.1	46,523.8	47,188.8
Ödenmiş Sermaye	3,168.7	4,283.5	4,561.8
Sermaye Düzeltmesi Farkları	216.1	293.9	8,731.1
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	159.4	252.4	482.8
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	179.8	220.8	-48.8
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,088.0	3,103.0	4,116.1
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	9,337.5	16,820.1	14,557.6
Net Dönem Kârı/Zararı	15,592.7	21,550.1	14,788.2
TOPLAM KAYNAKLAR	36,006.7	56,281.9	57,117.8

Kaynak: TSPB

Enflasyon düzeltmesi yapılmamış kayıtlara göre, 2025 yılı Eylül sonunda portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 2024 sonuna göre %56 artışla 56 milyar TL'yi aşmıştır.

Varlıkların önemli bölümünün kısa vadeli varlıklarda değerlendirdiği anlaşılmaktadır. Enflasyon muhasbesi uygulanmamış verilere göre kısa vadeli finansal yatırımlar 2024 sonuna kıyasla %78 artışla Eylül 2025 sonunda 32 milyar TL olmuştur.

Enflasyon muhasbesi uygulamasıyla birlikte, parasal olmayan varlık ve yükümlülükler enflasyon düzeltmesi uygulanmakta, ağırlıklı dâhil duran varlıklar altında izlenen maddi duran varlıklar ve uzun vadeli finansal yatırımlar kalemi etkilenmektedir. Enflasyon düzeltmesinin etkisi özkaynaklar altında sermaye düzeltmesi farkları kaleminde izlenmektedir. Parasal varlıkların parasal borçlardan küçük olduğu durumda, net parasal kayıp ortaya çıkmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinde enflasyon düzeltmesi yapılması kârlılığı düşürücü yönde etki etmektedir.

Esas Faaliyet Gelirleri

Portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kalemden oluşmaktadır. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

Bu bölümde sunulan portföy yönetim şirketlerinin detaylı gelirleri, enflasyon düzeltilmesi yapılmamış kayıtlara göre derlenmiştir. 2024 yılı Eylül ayı sonu ile kıyaslandığında şirketlerin portföy yönetim gelirleri enflasyon muhasebesi uygulanmamış

verilere göre %86 artışla 23,6 milyar TL olmuştur.

Toplam gelirdeki yükselişte portföy büyüklüklerindeki büyümeye paralel olarak hem menkul kıymet hem de serbest fonlardan elde edilen yönetim komisyonlarındaki artışın etkisi görülmektedir. 2025 Eylül sonu itibarıyla 2025 Eylül itibarıyla yönetilen portföyün %22'sini oluşturan menkul kıymet yatırım fonlarının portföy yönetim şirketleri gelirlerindeki payı %41'ini oluştururken, yönetilen portföyün %42'sini oluşturan serbest yatırım fonlarının yönetimi ise sektör gelirinin %40'ını oluşturmaktadır.

Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	12,628.3	23,542.2	86.4%
Kolektif Portföy Yönetimi	12,326.8	23,174.4	88.0%
Emeklilik Yatırım Fonları	656.1	897.0	36.7%
Yatırım Fonları	11,655.0	22,265.5	91.0%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	5,330.6	9,651.8	81.1%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	451.1	977.7	116.7%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	1,227.1	1,921.0	56.6%
Borsa Yatırım Fonları	152.4	258.1	69.4%
Serbest Yatırım Fonları	4,493.8	9,456.8	110.4%
Yatırım Ortaklıkları	15.7	11.9	-23.8%
Bireysel Portföy Yönetimi	301.5	367.9	22.0%
Gerçek Kişi	112.5	112.5	0.0%
Tüzel Kişi	188.9	255.3	35.1%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	68.4	42.0	-38.6%
Fon Pazarlama ve Satış Aracılık Gelirleri	18.1	15.8	-12.6%
TOPLAM	12,714.7	23,600.1	85.6%

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

2025 yılının ilk dokuz ayında yatırım fonlarının ortalama portföy büyüklüğü önceki yılın aynı dönemine göre %105 artışla büyük bir ivmelenme sergilemiştir. Karşılaştırılan dönemde yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler de bu büyümeye paralel olarak %91 artışla 22,2 milyar TL'yi aşmıştır. Alt kırımlara bakıldığında en hızlı büyüme %117 artan gayrimenkul yatırım fonu gelirlerinde meydana gelmiştir. Serbest fonlardan elde edilen gelirler ise %110 artışla portföy yönetim gelirlerinin

%40'ını oluşturmuştur. Menkul kıymet yatırım fonları gelirleri ise %81 artış göstermiş, toplam yönetim gelirlerinin %41'ini oluşturmuştur.

Yıllık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirleri Tablo 13'te incelenmektedir. Yatırım fonlarında portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği ortalama komisyon oranı %0,51 olmuştur.

Emeklilik Yatırım Fonları

Emeklilik yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 1,8 trilyon TL ile yatırım fonları portföy büyüklüğünün %17'sine karşılık gelse de portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonlarından elde ettiği gelirler bu fonlardan elde edilen gelirlerin %4'ü kadardır. 2025 yılının Eylül ayında bu fonların ortalama portföy büyüklüğü bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %56 artarken 2025 yılı Eylül ayı sonu itibariyle bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler %37 artarak 897 milyon TL olmuştur. Emeklilik fonlarından portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği komisyon oranı %0,08 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 15: Portföy Yön. Komisyon Oranı* 2025/09

Yatırım Fonu	0.51%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.08%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.10%
Yatırım Ortaklığı	0.73%
Toplam	0.38%

Kaynak: TSPB

*Yıllıklandırılmış

Bireysel Portföy Yönetimi

2025 yılının ilk dokuz ayında bireysel portföy yönetimi hizmeti sunulan hesapların ortalama büyüklüğü önceki yılın aynı

Gelir Tablosu

Neredeyse tamamının portföy yönetimi komisyon gelirinin oluşturduğu 23,6 milyar TL'ye ulaşan esas faaliyet gelirlerinin yanı sıra kurum portföyünden elde edilen gelirlerin de dahil edildiği portföy yönetim şirketlerinin brüt kârı (enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere göre) 2025 yılı Eylül ayı sonunda önceki yılın aynı dönemine kıyasla %86 oranında artarak 26,4 milyar TL'ye yükselmiştir.

2025 yılı Eylül ayı sonu itibariyle genel yönetim giderleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %67 artışla 9,5 milyar TL'ye

dönemine göre %50 artışla 1,3 trilyon TL'ye ulaşırken, bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yönetilen diğer portföylere kıyasla sınırlı bir oranda, %22 artışla 368 milyon TL olmuştur.

Yatırım Ortaklıkları

2yatırım ortaklığı portföyü yönetiminden elde edilen gelir 2025 yılının ilk dokuz ayında %24 azalarak 12 milyon TL olmuştur. Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranı %0,73 olarak hesaplanmaktadır.

Diğer Gelirler

Yukarıda adı geçen faaliyetlere göre gruplandırılmış gelir tutarlarına ek olarak Birliğimiz söz konusu döneme ait yatırım danışmanlığı ve fon pazarlama satış ve aracılık gelirleri verisini toplamaktadır. Toplanan verilere göre 9 kurumun yatırım danışmanlığı gelirleri %39 küçülme gösterek 42 milyon TL'ye azalmıştır.

Sektörün yatırım danışmanlığı ve fon pazarlama satış ve aracılık gelirleri toplam gelirlerinin %1'inden azını oluşturmaktadır.

yaklaşmıştır. Bu giderlerin %54'ünü personel giderleri oluşturmaktadır. Personel giderlerini ortalama personel sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür. 2025 yılı Eylül ayı sonu itibariyle bu tutar önceki yılın aynı dönemine göre %33 artarak 311 bin TL olmuştur.

Tablo 16: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)			
	2024/09	2025/09	Değişim
Satış Gelirleri (net)	23,621.5	36,503.5	54.5%
Satışların Maliyeti (-)	-9,474.7	-10,145.3	7.1%
BRÜT KÂR/ZARAR	14,146.8	26,369.9	86.4%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-237.5	-433.7	82.6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5,690.1	-9,504.7	67.0%
<i>Personel Giderleri</i>	-3,301.8	-5,133.0	55.5%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-17.2	-2.0	-88.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	3,065.4	3,908.7	27.5%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-510.6	-926.8	81.5%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	10,756.8	19,411.3	80.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,026.8	5,213.1	407.7%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-64.4	-147.1	128.5%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	11,719.2	24,468.6	108.8%
Finansman Gelirleri	2,549.0	4,840.5	89.9%
Finansman Giderleri (-)	-378.2	-979.9	159.1%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	13,890.1	28,329.2	104.0%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-3,302.0	-6,882.7	108.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-1,066.6	103.5	-109.7%
DÖNEM KÂRI/ZARARI	9,521.4	21,550.1	126.3%

Kaynak: TSPB

Bazı kurumlar tahakkuk ettikleri performans primlerini diğer faaliyet gelirlerinde muhasebeleştirmektedir. 2025 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla bu kalem enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilere göre önceki yılın aynı dönemine kıyasla %27,5 artmıştır. Diğer faaliyet giderleri ise aynı dönemde %81,5 artışla 927 milyon TL olmuştur.

Şirketlerin kurum portföyüne yaptığı alım satım işlemlerinden elde ettikleri gelirler finansal yatırımlarına yönelik reeskont gelirlerini yatırım faaliyetlerin gelir/giderleri ile finansman gelir/giderleri kalemlerinde izlemektedir. Finansman faaliyetlerinden net gelirler 2025 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla 3,7 milyar TL olurken, net yatırım faaliyetlerinden gelir ise 5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu net yatırım faaliyetleri gelirinin yaklaşık yarısı tek bir şirket (Tera Portföy) tarafından elde edilmiştir.

Enflasyon muhasebesi uygulaması, portföy sektöründe karlılığı düşürücü yönde etki etmektedir. Enflasyon düzeltilmesi yapılmış finansal tablolar incelendiğinde, 2025 yılında toplam gelirlerdeki (brüt kâr) artış enflasyon muhasebesi uygulanmamış verilerde %86 iken, enflasyon muhasebesi uygulandığında %40'a inmektedir.

2025 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla parasal değerleri elde bulundurmaktan kaynaklanan enflasyon kaybını gösteren net parasal pozisyon kayıpları 8,9 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo 17: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL) TMS 29			
	2024/09	2025/09	Değişim
Satış Gelirleri (net)	28,460.3	35,362.8	24.3%
Satışların Maliyeti (-)	-8,067.3	-6,731.5	-16.6%
BRÜT KAR/ZARAR	20,393.0	28,631.3	40.4%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-334.5	-476.2	42.4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-8,541.4	-10,378.1	21.5%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-25.2	-2.1	-91.6%
Diğer Faaliyet Gelirleri	3,790.4	3,701.0	-2.4%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-693.0	-849.9	22.6%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	14,589.6	20,638.5	41.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2,374.5	6,174.9	160.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-158.9	-292.1	83.8%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	16,791.1	26,512.5	57.9%
Finansman Gelirleri	3,547.1	4,754.0	34.0%
Finansman Giderleri (-)	-584.2	-726.0	24.3%
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıpları	-7,995.2	-8,897.7	11.3%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	11,758.8	21,642.8	84.1%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-4,905.0	-7,270.3	48.2%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	191.7	415.8	116.9%
DÖNEM KARI/ZARARI	7,045.6	14,788.2	109.9%

Kaynak: TSPB

2025 yılı Eylül ayı sonu itibariyle enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre, net kâr önceki yılın aynı dönemine göre %126 yükselerek 21,5 milyar TL'yi aşmıştır.

Kârdaki daha yüksek artışa rağmen sermaye artırımlarına gidilmesinin etkisiyle enflasyon düzeltmesi yapılmamış verilere göre özsermaye kârlılığı %80 olmuştur. 2025 yılı Eylül ayı sonu itibariyle 57 kurum toplamda 21,8 milyar TL kâr ederken, zarar eden 14 kurumun toplam zararı 207 milyon TL olmuştur. En çok kâr eden kurum olan ve yüklü yatırım

faaliyeti geliri elde eden Tera Portföy sektör kârının %20'ini oluşturmıştır. Ardından gelen Ak, Garanti Yapı Kredi, İş ve Ziraat Portföy sektörün toplam kârının %39'unu oluşturmıştır. Enflasyon düzeltmesi yapılmış verilere göre ise kâr eden kurum sayısı 34'e gerilerken, zarar eden kurum sayısı 37'e çıkmaktadır.

Tablo 18: PYS'lerin Net Dönem Kârı				
	2024/09	2025/09	2024/09 (TMS 29)	2025/09 (TMS 29)
Kurum Sayısı	66	71	66	71
Kâr Eden Kurum	55	57	40	34
Zarar Eden Kurum	11	14	26	37
Net Kâr	9,521	21,550	7,046	14,788
Toplam Kâr (milyon TL)	9,563	21,757	7,820	16,421
Toplam Zarar (mn. TL)	-42	-207	-774	-1,634
Net Kâr/Brüt Kâr	75%	82%	-	-
Özsermaye Kârlılık*	67%	80%	-	-

Kaynak: TSPB

* Yıllıklandırılmış

2025 YILINDA PORTFÖY YÖNETİMİ

Mert Dede

Bu raporda, Birliğimiz tarafından derlenen aylık portföy yönetimi verilerini kullanarak portföy yönetim şirketlerinin 2025 yılına ilişkin sektörel görünümü değerlendirilmektedir. Birliğimizce derlenen verilerin detayları www.tspb.org.tr adresinde yer almaktadır.

BIST 100 endeksi 2025 yılında yalnızca %15 oranında artış kaydederken, TCMB'nin 2024 yılı sonunda başlattığı faiz indirim sürecinin 2025 yılında devam etmesiyle gecelik faiz oranı %49 seviyelerinden %41'e gerilemiştir, diğer yandan tahvil faizleri ise 2024 yılına kıyasla %37 seviyelerinden %34 düzeyine

gerilemiştir. Döviz piyasasında ise Türk lirasında reel değer kazancı sürmüştür. Yıllık tüketici enflasyonu %30,9 olurken, nominal olarak Türk lirası ABD doları karşısında yaklaşık %21 oranında, euro karşısındaki %37 seviyesinde değer kaybetmiştir.

Bu ortamda portföy yönetim şirketlerince yönetilen toplam portföy büyüklüğü toplam portföy büyüklüğü yatırım fonlarındaki %82'lik büyüme sayesinde 2024 yılı sonuna kıyasla %77 artarak 12 trilyon TL'yi bulmuştur.

Tablo 1: Portföy Yönetim Faaliyetleri

	Kurum Sayısı		Fon/Müşteri Sayısı		Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Yatırım Fonu	66	73	2,205	2,768	4,680,145	8,535,130
Emeklilik Yatırım Fonu	24	27	379	385	1,229,881	2,158,154
Bireysel Portföy Yön.	38	42	16,228	15,569	983,980	1,487,759
Yatırım Ortaklığı	8	7	14	14	2,259	2,628
Toplam	67	73	18,826	18,736	6,896,265	12,183,671

Kaynak: TSPB

2025 yılı boyunca yatırım fonlarına yönelik sermaye hareketleri incelendiğinde, fon türleri bazında belirgin ayrışmaların yaşandığı; özellikle likidite odaklı ve esnek yatırım stratejilerine sahip fon gruplarının öne çıktığı görülmektedir.

Rasyonet tarafından yayımlanan fiyat etkisinden arındırılmış net sermaye akımları incelendiğinde, 2025 yılında 1,6 trilyon TL ile en yüksek net sermaye girişinin serbest fonlara gerçekleştiği görülmektedir. Serbest fonların alt kırımları değerlendirildiğinde ise 991 milyar TL ile en yüksek girişin serbest döviz fonlarında olduğu anlaşılmaktadır. Diğer yandan, dönem içerisinde en yüksek sermaye çıkışının para piyasası fonlarında yaşandığı görülmektedir. Yılın ilk aylarında para piyasası

fonlarına girişler sürerken, 19 Mart 2025 sonrasında tahvil faizlerinde gözlenen sert yükseliş, bu fonlar açısından belirgin bir kırılma yaratmıştır. Portföylerinde asgari %10 oranında DİBS bulundurma zorunluluğu bulunan para piyasası fonları, faizlerdeki hızlı artış nedeniyle geçici negatif getirilerle karşılaşmış; özellikle portföyünde daha yüksek DİBS oranı bulunan fonlarda çıkışların yoğunlaştığı gözlenmiştir. Takip eden dönemde para politikası adımları ile piyasalardaki belirsizliğin azalması ve fon getirilerinin yeniden enflasyonun üzerinde reel pozitif seviyelere yükselmesi, yatırımcı ilgisinin kademeli olarak toparlanmasını sağlamıştır.

Bununla birlikte, yılın ilk yarısında yaşanan sert çıkışların etkisi tam anlamıyla telafi edilememiştir.

Bu çerçevede, 2025 yılında para piyasası fonlarından toplam 290 milyar TL net çıkış gerçekleşmiştir. Buna karşılık, aynı dönemde serbest para piyasası fonlarına 360 milyar TL net giriş yaşanmıştır. Bu görünüm, para piyasası fonlarından gerçekleşen çıkışların önemli bir bölümünün serbest para piyasası fonlarına

yönelmiş olabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların, benzer likidite yapısını korumakla birlikte daha esnek portföy yönetimi imkânı sunan serbest fonlara yönelerek risk-getiri dengesini yeniden optimize etmeye çalıştıkları değerlendirilmektedir.

Tablo2: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (milyon TL)			
	2025 Baş Portföy Büyükülüğü	2025 Aralık Portföy Büyükülüğü	2025 Ocak-Aralık Net Sermaye Girişi
Genel Toplam	4,433,133	8,145,249	1,292,947
Serbest Şemsiye Fon	2,152,327	4,994,191	1,603,631
Para Piyasası Fonu	1,256,200	1,470,416	-289,881
Hisse Senedi Fonu	177,703	168,428	-38,950
Borçlanma Araçları Fonu	105,954	175,394	11,685
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	246,029	424,044	-117,858
Gayrimenkul Yatırım Fonu	150,454	205,223	19,954
Değişken Fonu	52,867	80,338	8,711
Fon Sepeti Fonu	65,135	110,595	3,801
Katılım Fonu	144,479	330,998	67,886
Kıymetli Madenler Fonu	78,070	181,079	24,797
Karma Fon	3,915	4,543	-829

Kaynak: Rasyonet

Yatırım fonlarına sermaye girişi olurken, yatırımcı sayısı 2025 yılında 137 bin kişi artarak 5,7 milyon kişiye ulaşmıştır.

Sonuç olarak Tablo 3'te sunulan Takasbank verilerine göre serbest fonların portföy büyüklüğü bir önceki yıla göre %126 yükselerek 5 trilyon TL'yi aşmıştır. Diğer yandan, ikinci en büyük portföy büyüklüğünü oluşturan para piyasası fonları, 2025 yılında 2024 yılına kıyasla yalnızca %17 oranında büyüme kaydetmiştir.

Diğer yandan, Birliğimizce yayınlanan toplam portföy büyüklüğü verilerinde yurtdışında

kurulan ve Türkiye'de yönetilen fonları toplam portföy büyüklüğü içerisinde dahil ettiği için Takasbank'ın yayınladığı toplam portföy büyüklüğünden fazladır.

Emeklilik fonları tarafında ise portföy büyüklüğündeki artış %75 oranında gerçekleşirken katılımcı sayısı ise 2024 yılına kıyasla Gönüllü Bireysel Emeklilik Sistemi'nde (BES) katılımcı sayısı 555 bin kişi (%6) artarak 8,2 milyon kişiye yaklaşmış, diğer yandan Otomatik Katılım Sistemi (OKS) tarafında 207 bin kişi (%3) artarak 7,7 milyon kişiyi aşmıştır.

Tablo 3: Fonlarının Türlerine göre Dağılımı (milyon TL)

Menkul Kıymet Yatırım Fonları

	2024	2025
Borçlanma Araçları Fonu	111,248	175,532
Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	5,047	7,011
Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	1,499	2,473
Borçlanma Araçları Fonu	10,015	19,222
Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	14,810	14,730
Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	56,777	95,374
Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	876	1,141
Borçlanma Araçları Özel Fon	21,563	34,997
Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	659	583
Değişken Fon	57,567	80,195
Para Piyasası Fonu	1,257,693	1,471,691
Hisse Senedi Fonu	177,444	169,675
Karma Fon	3,963	4,506
Fon Sepeti Fonu	65,666	114,009
Katılım Fonu	144,777	331,023
Kıymetli Madenler Fonu	78,129	181,242
Serbest Fon	2,220,920	5,008,356
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	242,421	426,851

Emeklilik Yatırım Fonları

	2024	2025
Borçlanma Araçları Fonu	111,606	159,213
Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	7,781	20,069
Kamu Borçlanma Araçları Fonu	46,246	55,552
Borçlanma Araçları Fonu	23,055	45,858
Dış Borçlanma Araçları Fonu	34,523	37,735
Değişken Fon	174,032	196,139
Para Piyasası Fonu	80,011	220,924
Hisse Senedi Fonu	165,267	157,732
Karma Fon	20,867	25,202
Fon Sepeti Fonu	30,806	63,511
Katılım Fonu	7,303	28,919
Kıymetli Madenler	389,685	927,199
Endeks Fon	16,111	12,006
Standart Fon	25,408	31,842
Katkı Fonu	144,803	231,846
Başlangıç Fonu (Katılım+Standart)	3,921	14,415
OKS Fon (Katılım Standart)	21,630	81,748
Yaşam Döngüsü Fonu	550	602
Merkezi Alacağın Devri Fonu	155	381
Toplam	1,229,863	2,151,221

Kaynak: Takasbank

Fon türlerine göre bakıldığında portföy büyüklüğünün artmasındaki temel neden kıymetli fonlar portföy büyüklüğündeki artıştır.

Artışın temel sebebi altın fiyatlarındaki %100'lük fiyat artışıdır.

Tablo 4'e sunulan emeklilik fonlarına sermaye girişleri verileri incelendiğinde emeklilik

fonlarında en yüksek net sermaye girişi 130 milyar TL ile kıymetli madenler fonlarında gerçekleşse de, net girişin portföy büyüklüğüne göre sınırlı kaldığı görülmektedir. Sonuç olarak kıymetli maden emeklilik fonlarının portföy değeri Takasbank verilerine göre %138 artarak 900 milyar TL'yi aşmıştır.

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

	2025 Başı Portföy Büyüklüğü	2025 Aralık Portföy Büyüklüğü	2025 Ocak-Aralık Net Sermaye Girişi
Genel Toplam	1,124,865	2,039,620	229,669
Kıymetli Madenler Fonu	396,377	960,819	129,828
Dengeli Fon	20,595	24,838	-2,382
Değişken Fon	141,717	171,900	-11,683
Endeks Fon	15,320	12,131	-3,690
Fon Sepeti Fonu	30,134	62,270	13,604
Hisse Senedi Fonu	162,749	157,132	-24,120
Kamu Borçlanma Fonu	100,982	141,228	-1,251
Özel Sektör Borçlanma Fonu	7,788	20,042	6,651
Katkı Fonu	142,866	230,165	38,474
Para Piyasası Fonu	79,477	222,063	77,587
Standart Fon	26,860	37,032	6,651

Kaynakça: Rasyonet

Böylelikle emeklilik yatırım fonları içerisinde kıymetli madenlerin payı 2025 sonunda toplam portföy büyüklüğünün %43'ünü oluşturmaktadır.

Kıymetli maden fonlarının ardından ikinci en yüksek net sermaye girişi 77,6 milyar TL ile para piyasası fonlarında kaydedilmiştir. Para piyasası fonlarının yüksek faiz ortamında

sunduğu görece istikrarlı ve enflasyonun üzerinde seyreden getiriler ile düşük risk ve yüksek likidite özellikleri, bu fon grubuna yönelik talebi desteklemiştir.

Öte yandan, Takasbank ile Rasyonet tarafından açıklanan portföy büyüklükleri arasında gözlenen sınırlı farklılıkların temel olarak yönetsel farklılıklardan kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

Tablo 5: Portföy Yönetimi Gelirleri				
	Portföy Yönetimi Geliri (milyon TL)		Komisyon Oranı*	
	2024	2015	2024	2025
Yatırım Fonu**	17,357	32,728	0.54%	0.51%
Dağıtıcı	15,795	31,394	-	-
Kurucu	16,293	32,135	-	-
Yönetici	1,064	593	-	-
Emeklilik Yatırım Fonu	936	1,240	0.09%	0.08%
Bireysel Portföy Yön.	1,046	641	0.13%	0.05%
Yatırım Ortaklığı	19	27	0.96%	0.98%
Toplam	19,359	34,635	0.38%	0.37%

*Aylık ortalama portföy büyüklükleri ile hesaplanmıştır

**Portföy yönetim şirketlerinin gelirleri kurucu ve yönetici gelirlerinden oluşmaktadır.

Kaynak: TSPB

Birliğimiz aylık olarak portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetimi gelirlerini derlemektedir. Tablo 5'te sunulan veriler incelendiğinde, portföy yönetim şirketlerinin yıllık portföy yönetimi gelirlerinin 2025 yılında %79 oranında artış gösterdiği hesaplanmaktadır.

Gelir artışının dağılımı incelendiğinde, söz konusu yükselişin temel olarak yatırım fonlarından elde edilen gelirlerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Yatırım fonu gelirleri bir önceki yıla göre %89 oranında artmış olup, toplam portföy yönetimi gelirlerinin yaklaşık %94'ünü oluşturmaktadır. Portföyü 8,5 trilyon TL'yi bulan yatırım fonları yönetiminden portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği komisyon oranı önceki yıl %0,54'ten 2025 yılında %0,51'e indiği gözlenmektedir.

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerinin toplam gelirlerine dâhil edilmeyen ancak dağıtıcılar tarafından elde edilen gelirleri de derlemektedir. Yatırım fonları portföyü büyürken, dağıtıcıların elde ettiği gelirin de 2025 yılında önceki yıla kıyasla %99 oranında artarak 31,4 milyar TL seviyesine ulaştığı görülmektedir.

Diğer yandan, bireysel portföy yönetimi gelirlerinin %63 gerilediği görülmektedir. Bunun temel nedeni bir portföy yönetim şirketinin performans priminin azalmasından kaynaklanmaktadır.

Portföy büyüklüğü 2025 sonunda 2 trilyon TL'yi aşan emeklilik fonlarının yönetiminden sektör yalnızca 1,2 milyar TL gelir elde etmiş olup, bu fonlardan elde edilen komisyon oranı %0,08 olarak hesaplanmaktadır.

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİN RAPORLANMASI: ULUSAL DÜZENLEYİCİ YAKLAŞIMLAR ÜZERİNE BİR İNCELEME

Yeşim Çetin

Sürdürülebilirlik raporlaması, işletmelerin ekonomik faaliyetlerinin topluma ve çevreye olan etkilerini şeffaf, karşılaştırılabilir ve hesap verebilir bir biçimde ortaya koymalarını sağlayan temel bir araçtır. Bir önceki raporumuzda sürdürülebilirlik raporlamasının gönüllülük esasına dayalı bir uygulamadan çıkarak giderek daha fazla ulusal ve bölgesel düzenlemeye konu olduğunu, bu alanın kurumsal raporlama sistemleri içindeki önemini arttırdığını belirtmiştik. Bu raporun amacı, bir önceki sayıda ele alınan Uluslararası Raporlama

Standartlarının devamı niteliğinde olmak üzere; Avrupa Birliği, Amerika Birleşik Devletleri, Japonya, Brezilya ve Türkiye başta olmak üzere birçok farklı ülke ve bölgede ulusal düzenlemeler çerçevesinde zorunlu sürdürülebilirlik raporlaması uygulamalarını karşılaştırmalı bir bakış açısıyla incelemektir. Böylece, sürdürülebilirlik raporlamasının küresel düzeydeki mevcut durumu kapsamlı bir şekilde ortaya konacaktır.

I. AVRUPA BİRLİĞİ

Sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin ulusal düzenlemeler ele alındığında, Avrupa Birliği (AB); hem kapsamı hem de bağlayıcılığı açısından temel referans noktası olarak kabul edilebilir. AB, sürdürülebilir kalkınma hedeflerini ekonomik sistemle bütünleştirmek amacıyla çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ÇSY) unsurlarını raporlama yoluyla kurumsal karar alma süreçlerine entegre etmeyi hedeflemiştir. Bu yaklaşım, sürdürülebilirlik raporlamasını gönüllü bir uygulama olmaktan

çıkarak kurumsal bir yükümlülük haline getirmiştir. AB'nin sürdürülebilirlik raporlamasına yönelik düzenlemeleri, temel itibarıyla şeffaflık, karşılaştırılabilirlik ve hesap verebilirlik ilkeleri üzerine inşa edilmiştir. Bu bağlamda şirketlerin yalnızca finansal performanslarını değil, faaliyetlerinin çevre, toplum ve kurumsal yönetim üzerindeki etkilerini de sistematik biçimde açıklamaları amaçlanmaktadır.

A. Finansal Olmayan Raporlama Direktifi (Non-Financial Reporting Directive-NFRD)

Avrupa Birliği'nde sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin düzenlemelerin kurumsal ve hukuki altyapısı, 2014 yılında kabul edilerek yürürlüğe giren Finansal Olmayan Raporlama Direktifi (Non-Financial Reporting Directive – NFRD) ile oluşturulmuştur. Bu Direktif ile, kamu yararını ilgilendiren ve belirli büyüklük kriterlerini karşılayan işletmelere; çevresel etkiler, sosyal sorumluluklar, çalışan hakları, insan hakları ve yolsuzlukla mücadele gibi

alanlarda finansal olmayan bilgileri açıklama yükümlülüğü getirilmiştir. NFRD, sürdürülebilirlik konularının kurumsal raporlama sistemine dâhil edilmesi bakımından Avrupa Birliği açısından önemli bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır. Bu düzenleme dünyadaki ilk düzenleme değildir; ancak küresel ölçekte en kapsamlı ve bağlayıcı ilk bölgesel düzenlemelerden biridir. Bununla birlikte, uygulama sürecinde NFRD'nin kapsam

ve içerik açısından önemli kısıtları olduğu ortaya çıkmıştır. Direktif, şirketlere raporlanacak bilgilerin niteliği ve sunumuna ilişkin geniş bir yetki tanımış; bu durum, raporların biçim ve içerik bakımından büyük ölçüde farklılaşmasına yol açmıştır. Sonuç olarak, yayımlanan sürdürülebilirlik raporlarının karşılaştırılabilirliği ve tutarlılığı sağlanamamış, yatırımcılar ve diğer paydaşlar açısından karar alma süreçlerini destekleyecek yeterli ve güvenilir bilgi üretilememiştir. Ayrıca NFRD kapsamında sunulan bilgilerin bağımsız denetime tabi olmaması, raporların güvenilirliği konusunda ciddi tartışmalara neden olmuştur. Denetim ve güvence mekanizmalarının zayıf olması, açıklanan sürdürülebilirlik bilgilerinin doğruluğu ve şeffaflığına ilişkin eleştirileri artırmış; bu durum, finansal olmayan raporlamanın etkinliğini sınırlayan temel unsurlardan biri olarak değerlendirilmiştir. Raporlanan bilgilerin standart bir çerçeveye dayanmaması,

raporların ülkeler ve sektörler arasında karşılaştırılabilirliğini önemli ölçüde sınırlamıştır. Bunun yanı sıra, raporlama kapsamının dar olması ve açıklanan bilgilerin büyük ölçüde niteliksel düzeyde kalması, sürdürülebilirlik performansının ölçülmesini ve değerlendirilmesini güçleştirmiştir. Bu eleştiriler doğrultusunda, Avrupa Birliği sürdürülebilirlik raporlamasını daha kapsamlı, standartlaştırılmış ve denetlenebilir bir yapıya sahip olma ihtiyacını ortaya koymuştur. Bu sebeple; AB, sürdürülebilirlik raporlamasını daha kapsamlı ve bağlayıcı bir sisteme oturtmak için Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi'ni (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) kabul etmiştir. CSRD, sürdürülebilirlik raporlamasını AB finansal raporlama sistemiyle bütünleştirerek, sürdürülebilirlik bilgilerinin finansal bilgilerle eşdeğer önemde değerlendirilmesini öngörmektedir.

B. Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi (Corporate Sustainability Reporting Directive- CSRD)

NFRD'nin uygulama sürecinde ortaya çıkan yapısal eksiklikleri, Avrupa Birliği'nde sürdürülebilirlik raporlamasının mevcut haliyle piyasa aktörlerinin bilgi ihtiyacını karşılayamadığını göstermiştir. Bu durum, Avrupa Yeşil Mutabakatı (European Green Deal) ve Sürdürülebilir Finans Gündemi kapsamında belirlenen iklim ve sürdürülebilirlik hedefleriyle de çelişen bir yapı ortaya çıkarmıştır. Avrupa Yeşil Mutabakatı; Avrupa Birliği'nin iklim değişikliğiyle mücadele ve sürdürülebilir kalkınma hedeflerini bütüncül bir çerçevede ele alan kapsamlı bir politika girişimidir. Avrupa Komisyonu tarafından 11 Aralık 2019 tarihinde kamuoyuna açıklanmış, Avrupa Birliği'ni 2050 yılına kadar iklim-nötr bir ekonomi haline getirmeyi amaçlayan uzun vadeli bir dönüşüm stratejisi olarak kabul edilmiştir. Mutabakat, ekonomik büyümenin doğal kaynak kullanımından ayrıştırılmasını, çevresel sürdürülebilirliğin ekonomik ve sosyal politikalarla

bütünleştirilmesini ve düşük karbonlu bir ekonomik yapıya geçişin sağlanmasını hedeflemektedir. Bu kapsamda enerji, sanayi, ulaşım, tarım, finans ve kurumsal raporlama gibi birçok alanda yapısal reformları içeren bir yol haritası sunmuştur. Avrupa Yeşil Mutabakatı, Avrupa İklim Yasası (2021) başta olmak üzere CSRD, sürdürülebilir finans taksonomisi ve iklimle ilgili raporlama düzenlemeleri gibi çok sayıda hukuki düzenlemenin kabul edilmesine zemin hazırlamış; böylece Avrupa Birliği'nin sürdürülebilirlik politikalarının temel referans noktası haline gelmiştir.

Zamanla, sürdürülebilir yatırımların teşvik edilmesi, sermayenin çevresel ve sosyal açıdan sorumlu faaliyetlere yönlendirilmesi ve finansal risklerin doğru biçimde değerlendirilmesi için daha güvenilir, tutarlı ve denetlenebilir sürdürülebilirlik bilgilerine ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır. Bu

gereklilikler doğrultusunda Avrupa Birliği, sürdürülebilirlik raporlamasını yeniden yapılandırmak amacıyla Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifini kabul etmiştir. CSRD, Avrupa Parlamentosu ve Konseyi tarafından 10 Kasım 2022 tarihinde resmen kabul edilmiştir. Direktif, kabul edilmesinin ardından Ocak 2023'te yürürlüğe girmiştir. AB'de yerleşik büyük ölçekli şirketler; Avrupa Birliği borsalarına kote olan şirketler (mikro işletmeler hariç) ile AB dışında yerleşik olmakla birlikte AB'de önemli ölçekte faaliyet gösteren şirketler düzenleme kapsamına girmektedir. Büyük ölçekli şirketler; net satışların 50 milyon Avro'yu aşması, aktif toplamının 25 milyon Avro'nun üzerinde olması ve yıllık ortalama çalışan sayısının 250'den fazla olması kriterlerinden en az ikisini taşıyan şirketler olarak tanımlanmıştır. Düzenleme sektör ayrımı yapmadığı için, büyüklük kriterlerini sağlayan bankalar, sigorta ve reasürans şirketleri, yatırım kuruluşları, finansal holdingler, leasing ve faktoring şirketleri ile diğer finansal hizmet sağlayıcıları raporlama yükümlülüğüne tabidir. Banka ve sigorta şirketleri, NFRD kapsamında yer almaları nedeniyle CSRD'ye geçişte ilk kapsama giren grubu oluşturmuştur. Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi, Avrupa Birliği'nde sürdürülebilirlik raporlamasını kapsam, içerik ve bağlayıcılık açısından önemli ölçüde genişleten temel düzenleme olarak kabul edilmiştir. CSRD, sürdürülebilirlik raporlamasını finansal raporlama sistemiyle bütünleştirerek, finansal olmayan bilgilerin şirketlerin yıllık faaliyet raporlarının ayrılmaz bir parçası haline gelmesini öngörmektedir. NFRD ile CSRD arasındaki fark da burada ortaya çıkmaktadır: NFRD finansal olmayan bilgilerin raporlanmasını öngörüyordu, ancak CSRD bu entegrasyonu çok daha güçlü, bağlayıcı ve sistematik hale getirmiş bulunmaktadır.

CSRD'nin tüm büyük AB şirketlerini ve AB'de kote olan şirketleri ile AB pazarında önemli ticari faaliyeti bulunan AB dışı şirketleri etkilemesi beklenmektedir. CSRD, AB'de

zorunlu kurumsal sürdürülebilirlik raporlamasının kapsamını büyük ölçüde genişletmektedir ve yalnızca 11.700 şirketi kapsayan Non-Financial Reporting Directive (NFRD) ile karşılaştırıldığında etkilenen şirket sayısını dört katına çıkarması öngörülmektedir. CSRD'nin kapsamının 50.000'den fazla kuruluşa genişlemesi beklenmektedir. NFRD döneminde yalnızca sınırlı sayıdaki büyük ölçekli şirket raporlama yükümlülüğü altındayken, CSRD ile Avrupa Birliği içinde faaliyet gösteren büyük işletmelerin büyük bir bölümü ve borsaya kote olan şirketler raporlama kapsamına dâhil edilmiştir. Böylece sürdürülebilirlik raporlaması, istisnai bir uygulama olmaktan çıkarılarak AB iç pazarında faaliyet gösteren şirketler açısından yaygın bir yükümlülük haline getirilmiştir.

CSRD'nin kavramsal çerçevesini oluşturan temel unsurlardan biri çifte önemlilik (double materiality) ilkesidir. Bu ilke doğrultusunda şirketlerden, sürdürülebilirlik konularını iki boyutlu olarak değerlendirmeleri beklenmektedir. İlk boyut, çevresel ve sosyal risklerin şirketin finansal durumu, performansı ve gelecekteki nakit akışları üzerindeki etkilerini kapsamaktadır. İkinci boyut ise şirket faaliyetlerinin çevre, iklim, çalışanlar, toplum ve insan hakları üzerindeki etkilerini ele almaktadır. Bu yaklaşım, sürdürülebilirliği yalnızca finansal risk perspektifinden ele alan dar bakış açısını aşarak, şirketlerin toplumsal sorumluluklarını da raporlama sürecinin merkezine taşımış olmaktadır. CSRD kapsamında raporlanacak sürdürülebilirlik bilgilerinin standartlaştırılması amacıyla aşağıda açıklanacak olan Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (ESRS) geliştirilmiştir. ESRS'ler, raporlamanın içeriğini ayrıntılı biçimde tanımlayarak şirketlerin hangi konularda, hangi göstergeler aracılığıyla ve hangi yöntemlerle bilgi sunacağını belirlemektedir. Bu standartlar, iklim değişikliği, çevresel etkiler, sosyal konular ve kurumsal yönetim başlıkları altında kapsamlı bir raporlama

çerçevesi sunmakta ve raporların karşılaştırılabilirliğini önemli ölçüde artırmayı hedeflemiştir.

CSRD'nin bir diğer önemli özelliği, sürdürülebilirlik bilgilerinin bağımsız güvence denetimine tabi tutulmasını zorunlu kılmasıdır. Bu düzenleme ile sürdürülebilirlik raporlarının doğruluğu ve güvenilirliği artırılmakta, finansal raporlara benzer bir denetim disiplini getirilmektedir. Böylece sürdürülebilirlik raporlaması, yalnızca beyan niteliğinde bir iletişim aracı olmaktan çıkartılarak, hesap verebilirliğin ve şeffaflığın sağlandığı kurumsal bir raporlama mekanizmasına dönüşmektedir. CSRD kapsamında raporlama yükümlülüğü, şirketlerin büyüklüğü, faaliyet gösterdikleri piyasa ve AB içindeki ekonomik etkinliklerine göre kademeli olarak uygulanmaktadır. Buna göre, ilk aşamada olan 2024 mali yılı NFRD kapsamındaki büyük şirketler raporlama yükümlülüğüne tabi olup, ilk raporlarını 2025 yılında yayımlamışlardır. 2025 mali yılı itibariyle AB'deki diğer büyük şirketler kapsama alınacak ve ilk raporlarını 2026'da sunacaklardır. 2026 mali yılı itibariyle borsada işlem gören küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ) için raporlama

zorunluluğu başlayacak ve ilk raporlar 2027'de yayımlanacaktır. CSRD, kapsamında, AB dışında yerleşik şirketlerin yükümlülüklerine ek olarak AB'de kurulu bağlı ortaklıklar bakımından da belirli kriterler öngörülmüştür. AB'de kurulu bir bağlı ortaklık, eğer AB düzenlenmiş bir piyasasında kote ise (mikro işletmeler hariç) doğrudan CSRD kapsamına girmektedir. Ayrıca borsaya kote olmasa dahi, "büyük ölçekli şirket" kriterlerini sağlayan bağlı ortaklıklar da kapsama dahildir. Buna karşılık, borsaya kote olmayan orta ve küçük ölçekli şirketler yalnızca ölçekleri sebebiyle kapsama girmezken, borsaya kote KOBİ'ler daha geç tarihlerde ve daha sade raporlama standartlarıyla kapsam dahilinde olacaktır. Bununla birlikte, bağlı ortaklığın nihai ana şirketi tarafından CSRD'ye uygun şekilde konsolide sürdürülebilirlik raporu hazırlanması halinde, belirli şartların sağlanması durumunda bağlı ortaklık seviyesinde ayrı bir raporlama yükümlülüğünden muafiyet söz konusu olabilmektedir. Bu yapı hem AB içi hem de AB dışı şirketler için sürdürülebilirlik raporlamasını uluslararası ESRS standartlarına uyumlu hâle getirmekte ve bağımsız güvence denetimi ile raporların güvenilirliğini sağlamaktadır.

C. Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standardı (European Sustainability Reporting Standards- ESRS)

CSRD, Avrupa Birliği'nde sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin kapsamı ve yükümlülükleri önemli ölçüde genişletmiş olmakla birlikte, bu düzenlemenin etkin biçimde uygulanabilmesi için raporlamanın içerik ve yöntem açısından ayrıntılı olarak tanımlanması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. CSRD, şirketlerin hangi konularda raporlama yapacağını genel çerçevesiyle belirlerken, bu raporlamanın nasıl yapılacağına ilişkin teknik detayların standartlar aracılığıyla düzenlenmesini öngörmüştür. Bu bağlamda, CSRD'nin uygulama ayağını oluşturan ve sürdürülebilirlik raporlamasında bütünlük ve karşılaştırılabilirlik sağlamayı amaçlayan

Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (European Sustainability Reporting Standards – ESRS) geliştirilmiştir. ESRS'ler, ISSB standartlarından bağımsızdır bu anlamda birebir aynı değildirler, ancak ISSB'ye uyumlu şekilde tasarlanmıştır. ESRS'ler ISSB'den daha geniş kapsamlıdır ve ISSB'nin finansal önemlilik odaklı gereklilikleri ESRS'de de mevcuttur. Bununla birlikte ESRS sosyal, çevresel ve kurumsal yönetim hedeflerini ISSB'ye göre çok daha fazla detaylı şekilde raporlamayı zorunlu kılar ESRS; CSRD kapsamındaki şirketlerin sürdürülebilirlik bilgilerini hangi başlıklar altında, hangi göstergelerle ve hangi yöntemlerle raporlayacağını ayrıntılı

biçimde tanımlayan teknik ve bağlayıcı standartlar bütünüdür. Bu standartlar, Avrupa Finansal Raporlama Danışma Grubu (European Financial Reporting Advisory Group – EFRAG) tarafından geliştirilmiştir. EFRAG, kamu yararına çalışan özel bir girişim olarak 2001 yılında Avrupa Komisyonunun teşvikiyle kurulmuş olup Avrupa Birliği'nde finansal ve sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin standartların geliştirilmesi ve uygulanmasına katkı sağlamak sağlamayı hedeflemiştir. CSRD kapsamında ise EFRAG'ın görev alanı genişletilmiş ve sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin bağlayıcı ESRS standartlarının geliştirilmesi için EFRAG yetkilendirilmiştir. Böylece EFRAG hem finansal hem de sürdürülebilirlik raporlamasında Avrupa Birliği'nin temel teknik danışmanı konumuna gelmiştir.

Standartlar seti, öncelikle genel raporlama ilkelerini ve çifte önemlilik değerlendirmesine ilişkin yükümlülükleri düzenleyen yatay standartlarla (ESRS-1 ve ESRS-2) başlamaktadır. Bu yatay standartlar, şirketlerin sürdürülebilirlik konularını nasıl belirleyeceğini, önemlilik analizini hangi metodolojiyle yapacağını ve raporlamanın genel çerçevesini nasıl oluşturacağını tanımlamaktadır. Çifte önemlilik ilkesi ise, sürdürülebilirlik konularının iki farklı perspektiften değerlendirilmesini gerektirir: Birincisi "etki önemliliği" (impact materiality) olup şirket faaliyetlerinin çevre ve toplum üzerindeki mevcut ve potansiyel olumlu ya da olumsuz etkilerinin analiz edilmesini ifade eder; ikincisi ise "finansal önemlilik" (financial materiality) olup sürdürülebilirlik konularının şirketin finansal durumu, performansı ve gelecekteki nakit akışları üzerindeki risk ve fırsat etkilerinin değerlendirilmesini kapsar. Bu yaklaşım, şirketlerin yalnızca sürdürülebilirlik konularının kendilerini nasıl etkilediğini değil, aynı zamanda kendi faaliyetlerinin çevre ve toplum üzerinde nasıl bir etki yarattığını da dikkate almasını zorunlu

kılmakta ve böylece raporlamada daha bütüncül ve şeffaf bir çerçeve oluşturmaktadır. Yatay standartların ardından, konu bazlı tematik standartlar devreye girmektedir. Bunlar;

- Çevresel standartlar kapsamında iklim değişikliği, su ve deniz kaynakları, döngüsel ekonomi, kirlilik ve biyoçeşitlilik gibi alanlara ilişkin ayrıntılı açıklamalar talep edilmektedir.
- Sosyal standartlar ise çalışan hakları, iş sağlığı ve güvenliği, eşitlik, tedarik zincirinde insan hakları ve toplumsal etkiler gibi konuları kapsamaktadır.
- Kurumsal yönetim standartları ise etik ilkeler, risk yönetimi, iç kontrol mekanizmaları ve yönetim yapıları üzerinde yoğunlaşmaktadır.

ESRS kapsamında hazırlanan sürdürülebilirlik raporları, CSRD ile öngörülen yasal çerçeveye uygun olarak bağımsız güvence denetimine tabi tutulmaktadır. CSRD, şirketlerin sürdürülebilirlik raporlarını denetime açmasını zorunlu kılarken, ESRS bu zorunluluğun uygulanma biçimini ve aşamalarını belirlemektedir; örneğin, ilk aşamada sınırlı güvence uygulanması ve uzun vadede daha kapsamlı güvence mekanizmalarına geçilmesi ESRS ile düzenlenmiştir. Benzer şekilde, CSRD sürdürülebilirlik bilgilerinin finansal raporlarla entegre edilerek dijital şekilde erişilebilir olmasını öngörürken, ESRS bu gerekliliği teknik olarak dijital etiketleme yoluyla somutlaştırmaktadır. Bu yaklaşım, raporlanan verilerin elektronik ortamda analiz edilmesini ve finansal verilerle entegre edilmesini kolaylaştırarak, yatırımcılar ve düzenleyici kurumlar açısından bilgiye erişimi önemli ölçüde geliştirmesine yardımcı olmaktadır. Bu yönüyle ESRS, CSRD'de belirlenen genel zorunlulukları detaylı ve uygulanabilir kurallara dönüştürmektedir.

II. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ

Amerika Birleşik Devletleri'nde sürdürülebilirlik raporlaması düzenlemeleri, kapsamlı ve bağlayıcı federal yasalarla değil, daha çok yatırımcı ve piyasa odaklı olan finansal raporlama sistemleri çerçevesinde şekillenmiştir. Bununla birlikte, Securities and Exchange Commission (SEC) çatısı altında geliştirilen iklim ve ÇSY ile ilgili açıklama düzenlemeleri önemli bir role sahiptir.

2020'lerin başında yatırımcıların sürdürülebilirlik bilgilerine erişim talebinin artmasıyla birlikte, SEC, daha standart ve karşılaştırılabilir iklim ve sürdürülebilirlik açıklama kuralları geliştirme yönünde girişimlerde bulunmuş ve bu kapsamda 6 Mart 2024 tarihinde halka açık şirketlerin iklimle ilişkili riskler, finansal etkiler ve emisyon bilgilerini yıllık rapor ve SEC dosyalarına dahil etmelerini öngören kuralları kabul etmiştir. Bu kurallar, iklimle ilgili risklerin ve fırsatların şirketin finansal durumu, stratejisi ve risk yönetimi üzerindeki etkisini açıklamayı; yönetim ve kurulların bu risklerle nasıl başa çıktığını belirtmeyi kapsamıştır. Düzenleme doğrudan bir sürdürülebilirlik raporlaması standardı niteliğinde olmasa da şirketlerin yıllık raporlarında yer alan bilgiler içinde iklimle ilgili risk ve yönetim açıklamalarını standartlaştırmayı hedeflemektedir. Kuralların yürürlüğe girmesi Mayıs 2024 olarak öngörülmüştür ve buna göre uygulama takvimi şirketlerin dosyalama statüsüne göre -ABD sermaye piyasalarında şirketler genellikle halka açık piyasa değerlerine ve raporlama yükümlülüklerine göre sınıflandırılır. Bu sınıflandırma; hangi formların örneği yıllık rapor ne kadar ayrıntıyla ve hangi tarihlerde sunulacağını belirler- kademeli olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda, genellikle piyasa değeri 700 milyon ABD doları ve üzeri olan büyük halka açık şirketler için iklimle ilgili nitel açıklamalar ile bu konuların finansal etkilerinin raporlanmasının 2025 mali yılı

raporlarından itibaren başlaması öngörülmüş olmakla birlikte, söz konusu SEC düzenlemesi henüz yürürlüğe girmemiştir. Düzenlemenin uygulanması, devam eden yasal itirazlar ve SEC'in pozisyonundaki değişiklikler nedeniyle askıya alınmış olup, bu aşamada şirketler açısından bağlayıcı bir yükümlülük doğurmamaktadır.

ABD'de SEC tarafından önerilen iklim ve sürdürülebilirlik raporlaması, SEC Climate Disclosure Rules, esas itibarıyla yatırımcı odaklıdır ve şirketlerin iklim değişikliğine bağlı finansal risklerini açıklamalarını hedeflemektedir. Hem kapsam hem de yaklaşım bakımından AB düzenlemelerinden belirgin şekilde ayrılmaktadır. Ayrıca kapsam ve yaklaşım bakımından AB düzenlemelerinden belirgin şekilde ayrılmaktadır. Düzenleme yalnızca halka açık şirketleri kapsamakta olup, genel anlamda tüm ÇSY konularını içeren bütüncül ve zorunlu bir sürdürülebilirlik raporlama sistemi niteliği taşımamaktadır. Yaklaşım özellikle iklim kaynaklı fiziksel ve geçiş risklerinin şirketin finansal durumu üzerindeki etkilerine odaklanmakta; sera gazı emisyonları bakımından ise temel olarak Kapsam 1 ve Kapsam 2 emisyonlarının raporlanmasını öngörmektedir. Kapsam 3 ise belirli koşullara bağlıdır.

Buna karşılık, . AB düzenlemeleri içerik ve metodoloji bakımından çok daha geniş bir çerçeve sunmakta, yalnızca iklim riskleriyle sınırlı olmayıp çevresel olarak iklim, biyolojik çeşitlilik, su ve kaynak kullanımı, sosyal çalışan hakları, değer zinciri, insan hakları ve yönetim boyutlarını kapsayan bütüncül bir sürdürülebilirlik raporlama sistemi öngörmektedir. Ayrıca sistem, çifte önemlilik ilkesi doğrultusunda hem şirketin finansal risk ve fırsatlarını hem de faaliyetlerinin toplum ve çevre üzerindeki etkilerini raporlama yükümlülüğü

getirmektedir. Kapsam bakımından da CSRD, yalnızca halka açık şirketlerle sınırlı olmayıp büyük ölçekli şirketleri ve belirli eşikleri aşan AB dışı şirketleri de

III. JAPONYA

Japonya’da sürdürülebilirlik raporlaması, 2015 sonrası kurumsal yönetim ve iklim politikalarındaki uluslararası yaklaşımların benimsenmesiyle başlamıştır. Tokyo Menkul Kıymetler Borsası, 2021 yılında kurumsal yönetim kodunu yenileyerek şirketleri “*uy ya da açıkla (comply or explain)*” yaklaşımıyla TCFD tavsiyelerine dayalı iklim açıklamaları yapmaya teşvik etmiştir. Teşvik mekanizması, şirketlerin uyum sağlaması hâlinde yatırımcılar nezdinde daha güçlü bir kurumsal itibar ve yatırım çekiciliği kazanması, uyum sağlamayan şirketlerin ise neden uymadıklarını açıklamak zorunda kalarak piyasa şeffaflığı ve dolaylı yatırımcı baskısı ile uyum yönünde yönlendirilmesini içermektedir. TCFD çerçevesi Japonya’da doğrudan ve genel nitelikte bir yasal raporlama zorunluluğu olarak düzenlenmemiş olsa da , özellikle Tokyo Borsası’nda işlem gören şirketler ve büyük ölçekli kuruluşlar açısından, düzenleyici yönlendirmeler, kurumsal yönetim kodları ve yatırımcı beklentileri doğrultusunda TCFD’ye uyum fiilen yaygın ve güçlü bir uygulama alanı bulmuştur.

Bu nedenle TCFD raporlaması teknik olarak gönüllü bir çerçeve niteliği taşımakla birlikte, piyasa baskısı, kurumsal yatırımcı talepleri ve sürdürülebilir finans politikaları sebebiyle uygulamada fiilî bir zorunluluk etkisi doğurmakta; özellikle büyük ve halka açık şirketler bakımından uyulmaması önemli itibar ve yatırım riski yaratabilecek bir standart haline gelmiş bulunmaktadır. Bu düzenleme, Japonya’daki şirketlerin sürdürülebilirlik bilgilerini yıllık raporlarında sistematik biçimde

kapsayarak SEC düzenlemesine kıyasla çok daha geniş bir uygulama alanına sahiptir.

sunmalarını zorunlu kılarak önemli bir dönüm noktası oluşturmıştır.

Bunun hemen ardından Japonya Finansal Hizmetler Ajansı (FSA), Ocak 2023 itibarıyla borsaya kote tüm şirketlerin yıllık menkul kıymetler raporu kapsamında sürdürülebilirlik bilgilerini açıklamalarını zorunlu kılmıştır. Menkul Kıymetler Raporu; (Securities Report / Annual Securities Report), Japonya’da halka açık şirketlerin yıllık olarak FSA’ya sunduğu kapsamlı mali ve kurumsal bilgileri içeren resmi rapordur. Bu kapsamda, şirketlerin strateji, yönetim, risk yönetimi ve performans göstergeleri gibi TCFD’nin dört temel eksenini raporlamaları talep edilmiştir. Bu düzenleme, sürdürülebilirlik raporlamasını gönüllülükten yasal bir gerekliliğe taşımış ve yatırımcılar için bilgilerde şeffaflık ve karşılaştırılabilirlik sağlamıştır.

Ulusal ve uluslararası uyumun sağlanması amacıyla, Japonya 2022’de Sustainability Standards Board of Japan (SSBJ)’ı kurmuş; SSBJ, Mart 2025’te IFRS Vakfı’nın Uluslararası Sürdürülebilirlik Standartları Kurulu ile uyumlu ilk sürdürülebilirlik açıklama standartlarını yayımlamıştır. Bu standartlar, yalnızca TCFD’nin öngördüğü başlıkları değil, kapsam 1, 2 ve 3 sera gazı emisyonları gibi daha ayrıntılı çevresel verileri de içermektedir. Ayrıca, Tokyo Borsasında büyük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü Prime pazarı için aşamalı bir uygulama takvimi belirlenmiş; örneğin en büyük şirketlerin Mart 2027 mali yılı itibarıyla bu standartlara göre raporlamaları zorunlu kılınmıştır. Yani Prime Market içinde bile, şirketler büyüklüklerine ve piyasa önemine göre

farklı tarihlerde TCFD/ÇSY raporlama standartlarına uymak zorundadır. Buna karşılık Standard ve Growth Market segmentlerinde işlem gören şirketler için sürdürülebilirlik açıklamalarına ilişkin yükümlülükler, Prime Market şirketlerine kıyasla daha esnek ve sınırlı bir çerçevede

IV. BİRLEŞİK KRALLIK

Birleşik Krallık'ta sürdürülebilirlik raporlamasının yasal temelleri uzun süre boyunca gönüllü rehberler ve ÇSY çerçevelerinin şirket raporlarında referans olarak kullanılmasına dayanmıştır. Ancak yatırımcılar ve sermaye piyasası aktörleri arasında sürdürülebilirlik bilgilerine erişim ihtiyacının artması, düzenleyici kurumların bu bilgileri daha sistematik, şeffaf ve karşılaştırılabilir şekilde raporlamaya dönük bir çerçeve oluşturmasını gerekli kılmıştır. Bu kapsamda iki temel düzenleme öne çıkmaktadır: Companies Act 2006, büyük şirketlerin faaliyet raporlarında çevresel ve sosyal etkilerini açıklamasını öngörürken; Streamlined Energy and Carbon Reporting (SECR) büyük şirketlerin enerji kullanımı, Scope 1 ve 2 emisyonları ve enerji verimliliği önlemlerini raporlamasını zorunlu kılar. Companies Act daha geniş sosyal ve çevresel kapsam sağlarken, SECR teknik ve karbon odaklıdır.

İngiltere'de sürdürülebilirlik ve iklim raporlaması, TCFD ve SECR çerçeveleri aracılığıyla, özellikle büyük ölçekli şirketler ve finansal kuruluşlar için yasal olarak zorunlu hâle getirilmiştir. Ülke, 2017'de TCFD tavsiyelerine uyduğunu resmen ilan etmiş ve 2020'li yıllarda bu tavsiyelere uyumun teşvikini kamu politikalarının merkezine yerleştirmiştir. Bu çerçevede, 2022 yılında çıkarılan düzenlemelerle, halka açık şirketler ve belirli eşik değerleri aşan büyük şirketler için TCFD uyumlu iklimle ilgili finansal açıklamalar zorunlu hâle gelmiş; yıllık rapor içerisinde iklimle ilgili risklerin ve fırsatların şirketin finansal

düzenlenmiştir. Dolayısıyla farklılık şirketler arasında bireysel bir ayırmadan değil, işlem gördükleri pazar segmentine bağlı olarak uygulanan düzenleyici gerekliliklerden kaynaklanmaktadır bu pazarlarda TCFD'ye tam uyum, Prime Market'te olduğu ölçüde katı bir zorunluluk niteliği taşımamaktadır.

durumu, stratejisi, risk yönetimi ve hedefleri üzerindeki etkilerinin açıklanması şart koşulmuştur. Bu kapsamda, 500'den fazla çalışanı bulunan ve ya hisse senetleri düzenlenmiş bir piyasada işlem gören ya da yıllık cirosu 500 milyon Sterlin'i aşan şirketler yükümlülüğe tabi olup, eşiklerin değerlendirilmesinde şirket veya grup konsolide verileri esas alınmaktadır.

Bu düzenlemeler, sürdürülebilirlik raporlamasını ayrı bir rapor olmaktan çıkararak, yıllık faaliyet raporunun finansal ve finansal olmayan bilgilerinin ayrılmaz bir bileşeni hâline getirmiş; emisyon hedefleri, iklim senaryolarına dayalı risk analizleri ve yönetim stratejilerinin açıklanmasını zorunlu kılmıştır. Böylece raporlanan bilgiler yatırımcılar açısından daha öngörülebilir, şeffaf ve karşılaştırılabilir hâle gelmiştir. Ancak, İngiltere'de AB'de ESRS kapsamında öngörülen ve tüm ESG boyutlarını kapsayan kapsamlı bir standart hâlâ mevcut değildir. Raporlama ağırlıklı olarak yatırımcı ve finansal risk odaklı olup, sosyal, çevresel ve yönetim konularının bütüncül ve zorunlu şekilde ele alınması henüz söz konusu değildir. Ülkede bir sonraki adım olarak geliştirilen Sustainability Disclosure Standards (UK SDS) sistemi, ISSB ile uyumlu olarak 2020'lerin ortasında yürürlüğe girmesi planlanan daha geniş kapsamlı raporlama gerekliliklerini içermekte; ancak 2025 itibarıyla yalnızca taslak hâlinde yayımlanmıştır ve nihai standartlar henüz tamamlanmamıştır.

V. BREZİLYA

Brezilya’da sürdürülebilirlik raporlaması ve sosyal etkisi yüksek ekonomik faaliyetleri hedef alan, sektör bazlı ve idari denetime dayalı bir zorunlu raporlama modelini benimsemiştir. Bu modelde raporlama yükümlülüğü, şirketlerin yatırımcılara bilgi sunmasından ziyade, faaliyet gösterebilmek için kamu otoritelerine karşı yerine getirmeleri gereken hukuki bir yükümlülük olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla Brezilya’da sürdürülebilirlik raporlaması, esas olarak faaliyet izni lisanslama ve denetim mekanizmaları aracılığıyla zorunlu kılınmaktadır. Burada belirlenen faaliyet izni faaliyet öncesi raporlama değil, faaliyet izni süreçleriyle bağlantılı idari bildirim ve çevresel ve sosyal etki beyanı yükümlülükleridir.

Bu zorunlu raporlama rejiminin temeli, 1981 yılında kabul edilen Ulusal Çevre Politikası Yasası (Política Nacional do Meio Ambiente) oluşturmaktadır. Bu yasa ile çevresel etki değerlendirmesi ve çevresel lisanslama süreçleri Brezilya hukuk sistemine dâhil edilmiş olup çevresel etkisi olan projeler için önleyici ve düzenleyici bir yaklaşım benimsenmiştir. Burada şirketlerin çevresel etkilerine ilişkin bilgi üretmesi ve bu bilgileri yetkili idarelere sunması, faaliyetin hukuki bir ön koşulu hâline gelmiştir. Zaman içerisinde bu yapı, iklim değişikliği, biyolojik çeşitlilik kaybı, ormansızlaşma ve sosyal etkiler gibi unsurları da kapsayacak şekilde genişlemiştir.

Brezilya’da zorunlu sürdürülebilirlik raporlamasının uygulanmasında federal ve eyalet düzeyindeki çevre otoriteleri merkezi bir rol oynamaktadır. Federal Çevre Kurumu (IBAMA) başta olmak üzere yetkili idareler, çevresel lisanslama süreçleri kapsamında şirketlerden belirli bilgi ve raporların sunulmasını talep etmekte, bu bilgilerin doğruluğunu denetlemekte ve uyumsuzluk

hâlinde idari yaptırımlar uygulamaktadır. Bu yaptırımlar para cezalarından faaliyetlerin askıya alınmasına ve lisans iptaline kadar uzanabilmektedir. Bu yönüyle raporlama yükümlülüğü, gönüllü bir şeffaflık uygulaması değil, doğrudan idari yaptırımlarla desteklenen bağlayıcı bir yükümlülüktür. Brezilya’da çevresel lisanslama süreci, çevre üzerinde önemli veya potansiyel olarak önemli etkiler doğurabilecek tüm ekonomik faaliyetleri kapsayan idari bir denetim mekanizmasıdır. Bu kapsamda madencilik, petrol ve gaz arama ve üretimi, enerji üretim tesisleri, büyük ölçekli tarım ve ormancılık faaliyetleri, sanayi tesisleri, kimyasal üretim, altyapı projeleri ile doğal kaynak kullanımına dayalı yatırımlar lisans zorunluluğuna tabidir. Süreç, projenin planlama aşamasında çevresel ve sosyal etkilerin değerlendirilmesini, inşaat aşamasında belirlenen çevresel koşullara uyumun denetlenmesini ve işletme aşamasında emisyon, atık yönetimi, biyolojik çeşitlilik, su ve toprak kullanımı gibi etkilerin sürekli izlenmesini içerir. Bu yönüyle çevresel lisanslama, yalnızca başlangıçta verilen bir izin olmayıp, faaliyet süresince devam eden raporlama ve idari gözetim yükümlülüklerini de kapsayan bütüncül bir kamu hukuku mekanizması niteliği taşımaktadır.

Raporlama yükümlülükleri özellikle madencilik, petrol ve gaz, enerji üretimi ve iletimi, altyapı projeleri, tarım ve ormancılık gibi çevresel ve sosyal etkisi yüksek sektörlerde yoğunlaşmaktadır. Ancak; çevresel lisanslama sistemi, çevre üzerinde “önemli veya potansiyel olarak önemli etki” doğurabilecek her türlü ekonomik faaliyeti kapsayabilecek şekilde tasarlanmıştır. Bu nedenle hizmet sektörü dâhil olmak üzere diğer şirketler de eğer faaliyetleri atık

üretimi, kimyasal kullanım, su tüketimi, arazi değişimi, emisyon veya yerel ekosistem üzerinde ölçülebilir bir etki yaratıyorsa lisans ve buna bağlı raporlama yükümlülüğüne tabi olabilir. Bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketler, projeye başlamadan önce ve faaliyet süresince çevresel etki değerlendirme raporları hazırlamak zorundadır. Bu raporlar; projenin hava, su ve toprak üzerindeki etkilerini, sera gazı emisyonlarını, biyoçeşitlilik üzerindeki riskleri ve yerel topluluklar üzerindeki sosyal etkileri kapsamaktadır. Söz konusu raporlar onaylanmadan faaliyete başlanması hukuken mümkün değildir.

Madencilik ve enerji sektörlerinde raporlama yükümlülüğü, yalnızca başlangıç aşamasıyla sınırlı değildir. Şirketler faaliyet süresince emisyonlar, atık yönetimi, çevresel kazalar ve risklere ilişkin düzenli bildirimler yapmakla yükümlüdür. Ayrıca faaliyetlerin sona ermesi hâlinde çevresel rehabilitasyon ve kapatma planlarının hazırlanması ve uygulanması da zorunlu tutulmaktadır. Bu planlar, çevresel zararların nasıl giderileceğini ve uzun vadeli yükümlülüklerin nasıl karşılanacağını ayrıntılı biçimde ortaya koyar. Bu kapsamda sunulan bilgiler, sürdürülebilirlik raporlamasının çevresel boyutunu oluşturan bağlayıcı unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Tarım ve ormancılık sektöründe ise zorunlu raporlama yükümlülükleri özellikle arazi kullanımı ve ormansızlaşma ile bağlantılıdır. Şirketler ve büyük ölçekli arazi sahipleri, arazi sınırları, üretim faaliyetleri, koruma altındaki alanlar ve orman varlığına ilişkin bilgileri resmî kayıt sistemlerine bildirmek zorundadır. Bu bildirimler, çevre mevzuatının uygulanması ve ormansızlaşmanın önlenmesi amacıyla kullanılmakta olup, eksik veya yanlış

beyanlar idari yaptırımlara yol açabilmektedir.

Finans sektöründe ise zorunlu raporlama, doğrudan sürdürülebilirlik raporu yayınlama şeklinde değil, çevresel ve iklim risklerinin risk yönetimi ve denetim süreçlerine entegre edilmesi yoluyla ortaya çıkmaktadır. Bankalar ve finansal kuruluşlar, kredi ve yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan çevresel ve iklim risklerini belirlemek, bu riskleri izlemek ve düzenleyici otoritelere sunulan raporlara dâhil etmekle yükümlüdür. Bu yükümlülükler, finansal istikrar ve ihtiyatlılık ilkeleri kapsamında değerlendirilmekte ve denetim süreçleriyle desteklenmektedir.

Brezilya'da sürdürülebilirlik raporlaması yalnızca çevresel lisanslama süreçlerine dayalı bir modelden ibaret değildir. Halka açık şirketler bakımından, sermaye piyasası düzenleyicisi CVM'nin düzenlemesi ile UFRS sürdürülebilirlik standartlarına dayalı sermaye piyasası temelli bir raporlama rejimi kabul edilmiştir. Bu düzenleme, 2026 finansal yılından itibaren zorunlu hale gelmekte olup, böylece Brezilya sistemi lisanslama yaklaşımı ile yatırımcı odaklı açıklama modelini birlikte barındıran hibrit bir yapı göstermektedir.

Sonuç olarak Brezilya'da sürdürülebilirlik raporlaması, tek bir yasa veya standartlaştırılmış bir rapor formatı etrafında şekillenmemekte; bunun yerine çevresel lisanslama, faaliyet izni ve düzenleyici denetim mekanizmaları aracılığıyla zorunlu kılınmaktadır. Bu yapı, özellikle çevresel ve sosyal etkisi yüksek sektörlerde şirketleri ayrıntılı ve bağlayıcı bildirimler yapmaya zorlamakta, sürdürülebilirlik konularını hukuki bir uyum meselesi hâline getirmektedir.

VI. AVUSTRALYA

Avustralya'da sürdürülebilirlik raporlamasında uluslararası uyum çabaları ISSB tarafından yayımlanan UFRS S1 ve

UFRS S2 ile başlamış ve bu çerçevede daha sonra Avustralya Muhasebe Standartları Kurulu tarafından 20 Eylül 2024'te ulusal

düzeyde AASB S1 (Climate-related Disclosures Standard) ve AASB S2 (General Sustainability-related Disclosures Standard) olarak yayımlanmıştır. Ardından aynı yıl yürürlüğe giren Hazine Kanunları Değişikliği Yasası (Treasury Laws Amendment Act) 2024 ile AASB S2'nin Şirketler Kanunu (Corporations Act) kapsamında belirli büyük şirketler için zorunlu raporlama standardı olarak uygulanması hukuki temele bağlanmıştır. Fakat, sürdürülebilirlik raporlamasında yasal bir çerçeve oluşturma süreci, ISSB'nin standartlarını yayımlamasıyla hız kazanmış, 2024 yılında Hazine Mevzuatı Değişikliği ile, 2001 tarihli Şirketler Kanunu Yasası, 2024 (Treasury Laws Amendment Act 2024) Corporations Act 2001-'e iklimle ilişkili finansal açıklama zorunluluğu eklemiş ve yasal temeli oluşturulmuştur. 2024 tarihli düzenleme, sürdürülebilirlik ve iklimle ilişkili finansal raporlamayı hukuken bağlayıcı hale getirmiş ancak bu yükümlülük, tüm şirketler için eş zamanlı ve tekdüze bir uygulama öngörmemektedir. Raporlama kapsamı, zamanlaması ve ayrıntı düzeyi; şirketlerin büyüklüğüne yani ciro, toplam varlık, çalışan sayısı gibi ölçütler ve mevcut mevzuat kapsamındaki raporlama yükümlülüklerine bağlı olarak aşamalı ve farklılaştırılmış biçimde belirlenmektedir. Aynı yıl AASB tarafından yayımlanan Avustralya Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (ASRS), ISSB düzenlemelerine paralel şekilde iki ana standart altında düzenlenmiştir: Genel Sürdürülebilirlik İlişkili Finansal Bilgiler gönüllü, İklimle İlişkili Açıklamalar ise zorunlu tutulmuştur. AASB S2, ISSB'nin UFRS S2 standardına dayalı olup, Avustralya'ya özgü bazı uyarlamalar içermektedir. AASB S2 standardı, ISSB tarafından yayımlanan UFRS S2'ye büyük ölçüde paralel olmakla birlikte, Avustralya'nın hukuki ve kurumsal yapısına uyum sağlamak amacıyla çeşitli alanlarda uyarlamalar içermektedir. Bu uyarlamalar; standartların yürürlükteki şirketler kanunu ile entegrasyonu,

raporlama yükümlülüklerinin aşamalı uygulanması, Ulusal Sera Gazı ve Enerji Raporlama Yasası (NGER) sistemiyle emisyon verilerinin uyumlaştırılması, özellikle Kapsam 3 emisyonları için geçiş kolaylıklarının tanınması, denetim ve güvence mekanizmalarının ulusal yapıya entegre edilmesi ve ileriye dönük açıklamalar bakımından sınırlı hukuki korumaların sağlanması gibi unsurları kapsamaktadır.

İlk zorunlu raporlama dönemi, 1 Ocak 2025 itibarıyla başlamıştır. Bu tarihten itibaren, belirlenen kriterleri karşılayan büyük şirketler ve finansal kuruluşlar, iklimle ilişkili riskleri, fırsatları ve emisyonları yıllık faaliyet raporlarıyla eş zamanlı olarak açıklamakla yükümlüdür. Bu yükümlülük, konsolide bazda değerlendirilen büyüklük kriterlerinden (gelir, toplam varlıklar ve çalışan sayısı) en az ikisini karşılayan büyük şirketleri kapsamaktadır. Ayrıca, büyüklük eşiklerini sağlamasalar dahi NGER rejimi kapsamında emisyon raporlaması yapan veya yapmakla yükümlü olan işletmeler de zorunlu raporlama kapsamına dâhil edilmiştir. NGER kapsamında raporlamaya tabi olan şirketler, yıllık Kapsam 1 emisyonu ≥ 25.000 ton olan tüm tesis ve gruplardır. Bu, büyük şirket kriterlerini gelir, varlık, çalışan sayısı karşılamasalar bile, emisyon veya enerji eşiklerini aşan işletmelerin yıllık raporlama yapmasını zorunlu kılmaktadır. Böylece, sadece büyük şirketler değil, faaliyetleri yüksek emisyon veya enerji tüketimine sahip olan tüm işletmeler NGER'e tabidir. Bunun yanı sıra, belirli varlık büyüklüğü eşiklerini aşan finansal kuruluşlar, yatırım araçları da düzenleme kapsamına alınmış; buna karşılık, küçük ölçekli veya varlık büyüklüğü kriterlerini karşılamayan kuruluşlar ise raporlama yükümlülüğünden muaf tutulmaktadır. Uygulama, şirketlerin büyüklük ve sektör özelliklerine göre üç aşamalı olarak yürürlüğe girecek olup, küçük ve orta ölçekli işletmeler kademeli olarak kapsama

alınacaktır. Ayrıca, mevzuat; 2030 itibarıyla tüm iklimle ilişkili açıklamaların bağımsız denetim kapsamına alınmasını hedeflemektedir.

Buna göre, birinci fazda, 1 Ocak 2025 itibarıyla başlayan raporlama dönemlerinden itibaren, büyük finansal kuruluşlar ile konsolide gelir, varlık büyüklüğü ve çalışan sayısı bakımından aşağıdaki eşiklerden ikisini karşılayan en büyük şirketler zorunlu raporlama kapsamına alınmıştır.

- Konsolide yıllık net satış hasılatı $\geq$ 1 milyar Avustralya doları
- Konsolide toplam varlık büyüklüğü $\geq$ 500 milyon Avustralya doları
- Çalışan sayısı $\geq$ 250 kişi

İkinci faz kapsamında, 1 Temmuz 2026 itibarıyla zorunlu raporlama yükümlülüğü kademeli olarak genişletilmektedir. Bu aşamada, hâlen "büyük işletme" tanımı içinde yer alan şirketler, birinci fazda zorunlu raporlama kapsamına alınan en

büyük şirketlerden başlayarak, belirlenen büyüklük kriterlerine göre aşamalı olarak raporlama yapmakla yükümlü hâle gelecektir. Böylece yükümlülük, sadece en büyük şirketlerle sınırlı kalmayıp, büyük işletme kategorisindeki diğer şirketleri de kapsayacak şekilde genişlemektedir. Üçüncü faz ise 1 Temmuz 2027 tarihinde başlamaktadır. Bu dönemde, ikinci fazda henüz kapsam dışında kalan ancak hâlen "büyük işletme" tanımı içinde yer alan şirketler zorunlu raporlama kapsamına dâhil edilmektedir. Yani raporlama yükümlülüğü, en büyük şirketlerden başlanarak ölçek kriterleri kademeli olarak düşürülmek suretiyle tüm büyük işletmeleri kapsayacak biçimde uygulanacaktır. Orta ve küçük ölçekli şirketler bu fazlarda hâlen raporlama zorunluluğu kapsamına alınmamaktadır.

Ayrıca mevzuat, 2030 yılı itibarıyla iklimle ilişkili tüm açıklamaların bağımsız denetime tabi tutulmasını hedefleyerek, raporlamanın güvenilirliğini ve karşılaştırılabilirliğini güçlendirmeyi amaçlamaktadır.

VII. YENİ ZELANDA

Yeni Zelanda'da da düzenleyici bir çerçeve oluşturma süreci, 2021 yılında yürürlüğe giren Finansal Sektör Değişiklik Yasası (Financial Sector Amendment Act) ile hız kazanmıştır. Bu düzenleme, büyük bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları yöneticileri ve Yeni Zelanda'da faaliyet gösteren ve finansal sistem açısından sistemik öneme sahip belirli büyüklükteki finansal kuruluşlar için iklimle ilişkili finansal açıklamaları zorunlu kılmıştır. Düzenleme kapsamında şirketlerin, iklimle ilişkili risk ve fırsatları, bu risklerin strateji ve finansal performans üzerindeki etkilerini açıklamaları istenmiştir. 1 Ocak 2023'ten itibaren, söz konusu kuruluşlar TCFD ilkeleri temel alınarak geliştirilmiş olan Aotearoa Yeni Zelanda İklim Standartları (Aotearoa New Zealand Climate Standards) çerçevesinde raporlama yapmaya başlamıştır. Uygulama, şirketlerin büyüklüğüne ve faaliyet alanına

göre aşamalı olarak genişletilmekte olup, küçük ve orta ölçekli finansal kuruluşların kademeli olarak kapsama alınması planlanmıştır.

Bu kapsamda, bankalar, finans kuruluşları yatırım fonu yöneticileri ve sigorta şirketleri belirli varlık veya gelir eşiklerini aştıklarında raporlama yapmakla yükümlüdür. Örneğin, varlıkları 1 milyar Yeni Zelanda doları üzerinde olan bankalar ve yatırım fonu yöneticileri ile yıllık prim gelirleri 250 milyon YZ\$'ı aşan sigorta şirketleri bu zorunluluğa tabidir. Raporlama, mali yıl itibarıyla başlamış olup, 2023 mali yılı sonu itibarıyla hazırlanan ilk raporlar 2024'te yayımlanmıştır.

Ayrıca, emisyon verilerinin bağımsız denetimi 27 Ekim 2024 veya sonrası sona eren mali yıllardan itibaren zorunlu hale gelmiştir. Yeni Zelanda, denetim ve

doğrulama süreçlerini de aşamalı olarak devreye sokmaktadır. Bu kapsamda, özellikle kapsam 1 ve kapsam 2 sera gazı emisyonları için açıklanan veriler, üçüncü taraf bağımsız denetçiler tarafından güvence altına alınmak zorundadır. Ancak kapsam emisyonları için tam güvence uygulaması, geçici olarak 2025'e kadar bazı istisnalarla sınırlı tutulmuş ve uygulama aşamalı olarak genişletilmiştir. Bu nedenle 2026 itibarıyla, raporlayan kuruluşlar açısından emisyon verilerinin bağımsız

doğrulanması genel olarak yürürlükte olup, açıklanan bilgilerin güvenilirliği artırılmıştır. Öte yandan, iklim raporlamasının diğer bileşenleri yani sadece sera gazı emisyonlarıyla sınırlı olmayan, şirketlerin iklimle ilişkili tüm raporlama alanları için daha kapsamlı denetim mekanizmalarının uygulanması hâlen aşamalı olarak planlanmakta ve gelecekteki yıllarda ek güvence gereklilikleri ile genişletilmesi beklenmektedir.

VIII. HİNDİSTAN

Hindistan'da 2010'lu yılların sonlarına kadar şirketler, ÇSY performanslarını sınırlı ölçüde açıklamakla yetinmiş ve düzenleyici kurumlar tarafından genel rehberlik sağlanmıştır. Ancak 2020'lerin başında, uluslararası yatırımcıların sürdürülebilirlik bilgilerine erişim talebinin artması ve TCFD ilkelerinin benimsenmesiyle Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (SEBI), daha yapılandırılmış bir yaklaşım geliştirmeye karar vermiştir. Bu çerçevede SEBI, 2021 yılında Business Responsibility and Sustainability Reporting (BRSR) sistemini tanıtmış ve ilk aşamada piyasa değeri en yüksek 1.000 halka açık şirketin ÇSY raporlaması yapmasını zorunlu hâle getirmiştir. Bu ilk aşamada ilk aşamada piyasa değeri en yüksek 1.000 halka açık şirketin ÇSY raporlaması yapmasını zorunlu kılınmıştır. Bu aşamada raporlama, temel ÇSY göstergeleri ve SEBI'nin belirlediği sorumluluk ve sürdürülebilirlik kriterleri ile sınırlı kalmıştır. 2026-2027 döneminde ise BRSR sistemi kademeli olarak genişletilecek ve yalnızca en büyük 1.000 şirket değil, aynı zamanda diğer büyük ve orta ölçekli halka açık şirketler de raporlama yükümlülüğüne tabi olacaktır. Bu genişleme ile raporlamanın kapsamı da derinleştirilecek; emisyon ölçümleri, yönetim süreçleri, iklim ve ÇSY risk ve fırsat açıklamaları gibi alanlarda daha detaylı ve standartlaştırılmış bilgiler açıklanması zorunlu hâle getirecektir. BRSR, şirketlerden çevresel ve sosyal risklerini,

yönetişim politikalarını ve finansal performansa olan etkilerini açıklamalarını talep etmiş, yatırımcıların karşılaştırılabilir ve güvenilir bilgiye erişimini sağlamayı amaçlamıştır. 2023 yılında SEBI, BRSR'in odaklı bir versiyonu olan BRSR Core uygulamasını yürürlüğe koymuş ve bu kez piyasa değeri en yüksek 150 halka açık şirket için temel ÇSY göstergelerinin açıklanmasını zorunlu hâle getirmiştir. Bu kapsamda 42 temel gösterge raporlanmakta ve sınırlı güvence mekanizması uygulanmaktadır.

Sürdürülebilirlik raporlamasının kapsamı 2024 ve sonrasında kademeli olarak genişletilmiştir. SEBI, 2025-26 mali yılı itibarıyla piyasa değeri en yüksek 250 şirket için değer zinciri verileri ve kapsam 3 sera gazı emisyonları da dahil olmak üzere genişletilmiş ÇSY göstergelerinin raporlanmasını zorunlu kılmıştır. Bununla birlikte düzenleyici yaklaşım yalnızca bu şirketlerle sınırlı kalmamaktadır. Piyasa değeri esas alınarak yapılan sıralama doğrultusunda raporlama yükümlülüğünün aşamalı olarak ilk 1000 kote şirketi kapsayacak şekilde genişletilmesi öngörülmektedir. Böylelikle Hindistan'da ÇSY raporlaması yalnızca en büyük şirketlerle sınırlı kalmamakta, kademeli bir geçiş süreciyle orta ölçekli kote şirketleri de kapsayacak biçimde genişletilmektedir.

IX. MALEZYA

Sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin düzenlemelerin Malezya'daki ilk adımları, Bursa Malaysia'nın 2020 yılında başlattığı girişimlerle atılmıştır. Bu dönemde halka açık şirketlerden ÇSY uygulamalarını ve sürdürülebilirlik politikalarını yıllık raporlarında açıklamaları istenmiş, şirketlerin şeffaflık ve standartlara uyum yönünde davranmaları piyasa baskısı ve yatırımcı talepleri aracılığıyla teşvik edilmiştir. 2022 yılı, Malezya için sürdürülebilirlik raporlamasında önemli bir dönüm noktası olmuştur. 2022'den itibaren Bursa Malaysia, her iki segmentteki halka açık şirketler ÇSY bilgilerini raporlama zorunluluğu getirmiştir. Bu sayede hem büyük köklü şirketler hem de büyüme odaklı şirketler sürdürülebilirlik beyanlarını yayımlamakla yükümlü hâle gelmiştir. Bursa Malaysia, ÇSY bilgilerinin açıklanmasını kotasyon kurallarının bir parçası hâline getirmiş, böylece Ana Pazar ile ACE Market'teki halka açık şirketlerin sürdürülebilirlik beyanlarını yayımlamaları zorunlu hâle gelmiştir.

2023 ve 2024 yıllarında, Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu (SC) ve Maliye Bakanlığı iş birliğiyle sürdürülebilirlik raporlamasının uluslararası standartlarla uyumlu hâle getirilmesi yönünde adımlar atılmıştır. Bu süreçte ISSB'nin UFRS S1 ve UFRS S2 standartları referans alınmış ve ulusal düzeyde uygulanabilirlikleri değerlendirilmiş ve aynı dönemde Malezya Merkez Bankası finans sektöründe faaliyet gösteren kurumların iklimle ilişkili risklerini TCFD çerçevesinde açıklamalarını teşvik eden rehberler yayımlamıştır. Malezya Merkez Bankası, finans sektöründeki

kurumların iklimle ilişkili finansal risklerini açıklamalarını teşvik eden zorunlu olmayan rehberler yayımlamıştır. Bu rehberler, TCFD çerçevesine dayanmaktadır ve bankalar ile finansal kuruluşların, iklim risklerini ve fırsatlarını raporlarken şeffaflık ve standartlara uyum göstermelerini desteklemektedir.

Eylül 2024'te Malezya, National Sustainability Reporting Framework (NSRF) adlı ulusal sürdürülebilirlik raporlama çerçevesini resmi olarak yayımlamıştır. NSRF, raporlamanın içerik ve kapsamını belirlerken ISSB standartlarına dayalı bir yaklaşımı benimsemiş ve finansal önemlilik ilkesini temel almıştır. Bu çerçeve ile raporlamalar, yatırımcılar açısından şeffaf, karşılaştırılabilir ve güvenilir bir bilgi kaynağı hâline gelmiştir. NSRF ile birlikte sürdürülebilirlik raporlamasında kademeli bir zorunluluk takvimi belirlenmiş; 2025 yılında Ana Pazarda piyasa değeri 2 milyar Malezya Ringgiti (475 milyon USD) ve üzeri şirketler, 2026'da diğer Ana Pazar şirketleri, 2027'de ise ACE pazarında kote şirketler ve yıllık geliri 2 milyar Ringgit ve üzeri büyük şirketler raporlamayı zorunlu olarak gerçekleştirecek şekilde planlanmıştır. Geleceğe dönük olarak Malezya, sürdürülebilirlik raporlarının doğruluğunu sağlamak amacıyla üçüncü taraf doğrulama mekanizmalarını devreye almayı öngörülmektedir. Bu mekanizma özellikle kapsam 1 ve 2 emisyon raporlamaları için zorunlu hâle gelecek ve raporların finansal bilgilerle uyumlu olmasını sağlayacaktır.

X.GÜNEY AFRİKA

Güney Afrika, gelişmekte olan ülkeler arasında sürdürülebilirlik raporlamasının en kurumsallaşmış ve köklü örneklerinden birini sunmaktadır. Ülkede sürdürülebilirlik

raporlamasının temel dayanağını, King Kurumsal Yönetim Raporu oluşturmaktadır. Rapor ismini hazırlığına liderlik eden kurumsal yönetim alanında öncü

çalışmalarıyla tanınan kurumsal sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk ilkelerinin iş dünyasına entegrasyonu konusunda önemli katkıları olan Güney Afrikalı hukukçu Mervyn E. King'den almaktadır. 2016 yılında yayımlanan King raporunun dördüncü revizyonu (King IV), şirketlere "entegre düşünce" yaklaşımını benimsemelerini önermekte ve finansal performans ile ÇSY unsurlarının birlikte ele alınmasını teşvik etmektedir. King IV, "uy ya da açıkla" ilkesine dayalı olarak, şirketlerin sürdürülebilirlik, etik yönetim, paydaş ilişkileri, sosyal etki ve uzun vadeli değer yaratma stratejilerine ilişkin kapsamlı açıklamalar yapmasını beklemektedir.

Bu çerçeveyi tamamlayıcı nitelikte olan Johannesburg Stock Exchange (JSE) düzenlemeleri ise, sürdürülebilirlik raporlamasını 2018 yılından itibaren fiilen zorunlu hâle getirmiştir. JSE Listeleme Kuralları doğrultusunda, borsaya kote tüm şirketler kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik ilkelerine uyum sağlamak ve bu uyumu kamuya açıklamakla yükümlüdür. JSE, belirli halka açık

şirketlerden entegre rapor veya buna eşdeğer sürdürülebilirlik açıklamalarını yayımlamalarını talep etmekte; bu raporlarda çevresel riskler, sosyal etkiler, yönetim yapıları ve stratejik hedefler arasındaki bağlantının açıkça ortaya konulmasını beklemektedir. Ayrıca JSE'nin gereklilikleri, iklimle ilişkili risklerin, uzun vadeli iş modeli üzerindeki etkilerinin ve paydaşlar açısından önemini açıklanmasını da kapsamaktadır. Bu yapı sayesinde Güney Afrika'da sürdürülebilirlik raporlaması, yalnızca çevresel veya sosyal performansın beyan edilmesiyle sınırlı kalmamakta; kurumsal yönetim, strateji, risk yönetimi ve değer yaratma süreciyle bütünleşmiş bir raporlama modeli olarak uygulanmaktadır. JSE'nin bu yaklaşımı gelişmekte olan bir borsa için oldukça ileri düzey ve entegre raporlama açısından örnek teşkil etmesi açısından önemlidir. Gelişmekte olan bir ekonomi olmasına rağmen Güney Afrika'nın bu alandaki yaklaşımı, birçok gelişmiş ülkeye kıyasla daha erken dönemde hayata geçirilmiş ve sürdürülebilirlik raporlamasının kurumsal kültürün bir parçası hâline gelmesini sağlamıştır.

XI.ENDONEZYA

Endonezya'da sürdürülebilirlik raporlaması, ülkenin doğal kaynaklara dayalı ekonomik yapısı nedeniyle ağırlıklı olarak çevresel risklerin yönetimi ve sosyal etkilerin azaltılması ekseninde gelişmiştir. Bu süreçte sürdürülebilirlik raporlamasının temel düzenleyici aktörü Otoritas Jasa Keuangan (OJK) olmuştur. OJK tarafından 2017 yılında yayımlanan ve sürdürülebilir finans çerçevesini belirleyen düzenleme ile finansal kuruluşlar ve halka açık şirketler için sürdürülebilirlik raporlaması kademeli olarak zorunlu hâle getirilmiştir.

Düzenleme, özellikle madencilik, enerji, petrol ve gaz, plantasyon ve ormancılık gibi çevresel ve sosyal etkisi yüksek sektörler öncelik tanımış; ancak yükümlülüğü bu sektörlerdeki tüm şirketlere eş zamanlı olarak uygulamamıştır. Raporlama

zorunluluğu, şirketlerin ölçeği ve finansal sistem içindeki konumları dikkate alınarak aşamalı biçimde yürürlüğe konulmuştur. İlk aşamada büyük finansal kuruluşlar ile büyük ölçekli halka açık şirketler kapsama alınmış, sonraki dönemlerde ise kapsam diğer şirket gruplarına genişletilmiştir. Bu yönüyle Endonezya modeli, sektör bazlı önceliklendirmeyi ölçek temelli kademeli geçiş mekanizmasıyla birleştiren bir düzenleme yaklaşımı ortaya koymaktadır. Bu süreçte madencilik, enerji, petrol ve gaz, plantasyon ve ormancılık gibi çevresel ve sosyal etkisi yüksek sektörler öncelik tanınmış olmakla birlikte, geçiş takvimi sektör bazlı değil; kurum türü ve ölçek esaslı olarak yapılandırılmıştır. Dolayısıyla Endonezya modeli, yüksek etkili sektörleri önceleyen ancak uygulamada finansal

sistem ve sermaye piyasasına entegre kuruluşları aşamalı biçimde kapsayan bir düzenleme yaklaşımı ortaya koymaktadır. Endonezya'daki sürdürülebilirlik raporlaması uygulamaları, yalnızca iklim değişikliği ve karbon emisyonlarıyla sınırlı kalmayıp; biyoçeşitliliğin korunması, ormansızlaşmanın önlenmesi, doğal kaynak kullanımının çevresel etkileri ve yerel toplulukların hakları gibi konulara güçlü bir vurgu yapmaktadır. Özellikle yerel halkların yaşam alanları üzerindeki madencilik ve enerji projelerinin etkileri, sosyal etki değerlendirmeleri ve paydaş katılımı süreçleri raporlamanın önemli bileşenleri

XII. TÜRKİYE

Türkiye'de sürdürülebilirlik raporlamasının kurumsal ve hukuki altyapısı, 2021-2022 yıllarında şekillenmeye başlamış ve standartların geliştirilmesi süreci hız kazanmıştır. Bu dönemde, hem Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) hem de Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) düzenlemeleri, sürdürülebilirlik raporlamasının temel çerçevesini oluşturmada kritik bir rol oynamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu, 2020 yılında Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) kapsamında Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesini yayımlamıştır. Bu çerçeve, halka açık şirketlerin faaliyet raporlarında ÇSY bilgilerini açıklamasını teşvik etmekte ve "uy ya da açıkla" yaklaşımını benimsemektedir. Dolayısıyla SPK'nın bu düzenlemesi, Türkiye'de sürdürülebilirlik raporlamasının gönüllü bir başlangıç ile yatırımcı ve paydaşlara şeffaflık sağlamasını hedeflemiştir.

4 Haziran 2022 tarihinde Türk Ticaret Kanunu'nda yapılan değişiklik ile KGK'ya, sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin standartları hazırlama ve yayımlama yetkisi verilmiştir. Bu yetki doğrultusunda KGK, uluslararası ÇSY ve iklim raporlama standartları ile uyumlu Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (TSRS) geliştirmeye başlamıştır. 29 Aralık

arasında yer almaktadır. Endonezya modelinde sürdürülebilirlik raporlaması, tek tip ve bütüncül bir ulusal standarttan ziyade, sektörel düzenlemeler ve risk temelli bir yaklaşım üzerinden kurumsallaştırılmıştır. Bu durum, çevresel ve sosyal risklerin yoğun olduğu sektörlerde daha ayrıntılı ve bağlayıcı raporlama gerekliliklerinin uygulanmasına olanak sağlamaktadır. Sonuç olarak Endonezya, sürdürülebilirlik raporlamasını doğal kaynak yönetimi, çevresel koruma ve sosyal uyum hedefleriyle bütünleştiren, sektörel önceliklere dayalı özgün bir düzenleyici model sunmaktadır.

2023 tarihinde yayımlanan TSRS, ISSB'nin UFRS S1 ve UFRS S2 standartlarına dayalı olarak hazırlanmış ve Türkiye'ye özgü uyarlamalar içermektedir. Standartlar, şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını şeffaf, karşılaştırılabilir ve güvenilir bir biçimde raporlamasını sağlamayı amaçlamaktadır. TSRS standartları, 1 Ocak 2024 itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Rapora tabi olacak şirketler için belirlenen ilk eşik değerler, iki ardışık raporlama döneminde en az iki kriterin aşılması koşuluna dayanmaktaydı.

- Toplam aktif: 500 milyon TL
- Yıllık net satış hasılatı: 1 milyar TL
- Çalışan sayısı: 250 kişi

Bankacılık sektörü ise eşik değerlerden bağımsız olarak doğrudan raporlama kapsamına alınmıştır. Bu kapsamda, 2024 mali yılına ilişkin ilk TSRS uyumlu raporların 2025 yılında yayımlanması öngörülmüştür.

Türkiye'de sürdürülebilirlik raporlaması açısından kapsam, özellikle 16 Ocak 2026 tarihli Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) Kurul Kararı ile netleştirilmiştir. 2025 yılında yayımlanması öngörülen raporlama standartlarına ilişkin eşik değerler, Kurul Kararı ile yukarı yönlü revize edilmiştir; böylece kapsama giren şirketler belirli

büyükölük ölçütleri ile sınırlandırılmıştır. 1 Ocak 2025 veya sonrası başlayan mali yıllar için geçerli eşikler şunlardır:

- Toplam aktif: 1 milyar TL
- Yıllık net satış hasılatı: 2 milyar TL
- Çalışan sayısı: 500 kişi

Bu kapsamda, özellikle finansal kurumlar ve halka açık şirketler öncelikli olarak raporlama yükümlölüğüne tabidir. Kurul Kararı ile portföy yönetim şirketleri kapsam dışı bırakılmıştır; yani küçük ölçekli ve halka

açık olmayan bazı şirketler zorunlu raporlamaya tabi değildir.

Raporlamanın güvence ve denetim boyutu açısından, SPK düzenlemeleri bağımsız denetim zorunluluğunu öngörmektedir. Böylelikle kapsama giren şirketlerin yayımladıkları sürdürülebilirlik raporları, yetkin ve bağımsız denetçiler tarafından güvence denetimine tabi tutulmak zorundadır, böylece raporlanan bilgilerin doğruluğu ve güvenilirliği artırılmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Dünya genelindeki sürdürülebilirlik raporlaması uygulamaları, ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi, düzenleyici yaklaşımı ve yatırımcı beklentilerine bağılı olarak farklılaşmaktadır. Düzenleyici otoriteler, özellikle iklim riskleri ve ÇSY açıklamalarına ilişkin rehberler ve zorunluluklar yoluyla piyasa şeffaflığını artırmayı hedeflemiştir.

Avrupa Birliğı, özellikle CSRD ile sürdürülebilirlik raporlamasını zorunlu ve çiftte önemlilik ilkesine dayalı bir yapıya kavuşturmuş; şirketlerin hem kendi finansal performanslarını hem de çevresel ve sosyal etkilerini birlikte raporlamasını zorunlu kılan kapsamlı ve standartlaştırılmış bir çerçeve sunarak bu alanda öncü bir rol üstlenmiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde henüz yürürlüğe girmemiş olan sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin düzenleme taslağı, ağırlıklı olarak yatırımcı odaklı ve finansal önemlilik yaklaşımına dayanmaktadır. Japonya ve Birleşik Krallık gibi gelişmiş ekonomilerde sürdürülebilirlik raporlaması, kurumsal yönetim ilkeleriyle bütünleşmiş bir yapı sergilemekte ve uluslararası standartlarla yüksek düzeyde uyum göstermektedir. Benzer şekilde Avrupa Birliğı'nde sürdürülebilirlik raporlaması, bağlayıcı bir düzenleyici çerçeveye kavuşturulmuş; özellikle CSRD kapsamında geliştirilen ESRS aracılığıyla uluslararası

standartlarla önemli ölçüde yakınsama sağlanmıştır. Bununla birlikte AB modeli, çift önemlilik yaklaşımı ve zorunlu güvence mekanizması gibi unsurlarla uluslararası çerçevelere kıyasla daha kapsamlı ve normatif bir yapı ortaya koymaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde ise sürdürülebilirlik açıklamaları daha çok yatırımcı odaklı ve finansal önemlilik temelli bir yaklaşımla şekillenmekte; düzenleyici çerçeve SEC öncülüğünde gelişmektedir. ABD'de uluslararası standartlarla kavramsal uyum bulunmakla birlikte, sistem AB'ye kıyasla daha sınırlı ve parçalı bir yapı arz etmektedir. Bu nedenle gelişmiş ekonomiler ile uluslararası raporlama çerçeveleri arasında genel bir yakınsama eğilimi mevcut olmakla birlikte, düzenleyici yoğunluk ve uygulama kapsamı bakımından özellikle AB ve ABD arasında belirgin farklılıklar söz konusudur.

Gelişmekte olan ülkeler arasında Güney Afrika, sürdürülebilirlik raporlamasının en kurumsallaşmış örneklerinden biri olarak öne çıkmaktadır. King IV Report on Corporate Governance ilkeleri ve Johannesburg Stock Exchange (JSE) düzenlemeleri sayesinde, borsaya kote tüm şirketler entegre raporlama yaklaşımı çerçevesinde sürdürülebilirlik, kurumsal yönetim ve sosyal etki konularında kapsamlı

açıklamalar yapmakla yükümlü hâle gelmiştir. Bu yapı, sürdürülebilirlik raporlamasının yalnızca gönüllü bir uygulama olmaktan çıkarak şirket stratejileri, değer yaratma süreçleri ve kurumsal yönetim kültürünün ayrılmaz bir parçası hâline gelmesini sağlamaktadır. Diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında Güney Afrika modeli, raporlamayı sadece çevresel ve sosyal göstergelerle sınırlı tutmayıp, yönetimle bütünleştiren ve zorunlu kılan bir yaklaşım sunmasıyla ayrılmaktadır; böylece sürdürülebilirlik uygulamaları, şirketlerin yönetim ve strateji kararlarına doğrudan entegre edilmiştir. Benzer şekilde, Endonezya'da sürdürülebilirlik raporlaması, ülkenin doğal kaynaklara dayalı ekonomik yapısı doğrultusunda, çevresel ve sosyal risklerin yönetimi ekseninde gelişmiştir. Ülkedeki raporlama uygulamaları, biyoçeşitliliğin korunması, doğal kaynak kullanımının çevresel etkileri ve yerel toplulukların hakları gibi konulara güçlü bir vurgu yapmakta; sürdürülebilirlik raporlaması, sektörel düzenlemeler aracılığıyla kurumsallaştırılan bir model olarak dikkat çekmektedir. Malezya'da Bursa Malaysia aracılığıyla ÇSY raporlaması tüm halka açık şirketler için zorunlu hâle getirilmiş; Hindistan ise finansal önemlilik ile etki boyutunu bir arada ele alan karma bir raporlama çerçevesi benimsemiştir. Bu ülkeler, gelişmekte olmalarına rağmen uluslararası standartları yerel ihtiyaçlarla

uyumlu şekilde uygulayan sıra dışı örnekler olarak öne çıkmaktadır. Avustralya ve Yeni Zelanda'da ise sürdürülebilirlik raporlaması hem yatırımcı beklentileri hem de kamu otoritelerinin talepleri doğrultusunda kademeli olarak zorunlu hâle getirilmiş; özellikle iklim riskleri ve ÇSY verilerinin doğrulanmasına (assurance) yönelik mekanizmalar ön plana çıkmıştır. Türkiye'de ise son yıllarda artan farkındalık ve uluslararası uyum çabaları kapsamında, SPK düzenlemeleri ve KGK tarafından yürütülen çalışmalar ile TSRS ile raporlama belirli şirketler için zorunlu hâle getirilmiş; sürdürülebilirlik raporlamasının kurumsal yapılarda yaygınlaşması sağlanmıştır.

Genel olarak değerlendirildiğinde, dünya genelinde sürdürülebilirlik raporlamasında benzeşen unsurlar, uluslararası standartlara uyum, veri şeffaflığı ve yatırımcıların bilgilendirilmesi olarak öne çıkmaktadır. Ayrışan unsurlar ise çifte önemlilik veya finansal önemlilik yaklaşımı, raporlama kapsamı, zorunluluk takvimi ve denetim/güvence (assurance) gerekliliklerinde görülmektedir. Bu farklılıklara rağmen, küresel ölçekte sürdürülebilirlik raporlaması uygulamaları, şirketlerin hem finansal performanslarını hem de çevresel ve sosyal etkilerini daha şeffaf ve karşılaştırılabilir hâle getirerek, sürdürülebilir kalkınma hedeflerine ulaşmada kritik bir rol üstlenmektedir

Ülke	Yasal Dayanak	Zorunluluğun Kaynağı	Standart Çerçeve	/ Kapsam	Materiality Yaklaşımı	Geçiş / Uygulama Tarihleri	Güvence / Denetim
Avrupa Birliği	CSRD (2022/2464)	AB Direktifi	ESRS (EFRAG)	Büyük şirketler, kademeli KOBİ'ler	Çifte Önemlilik (Finansal + etkisel)	İlk raporlama: 2025 (FY 2024); KOBİ'ler için 2027-2028	Doğrulama gereklilikleri aşamalı; üçüncü taraf denetimi yolunda
ABD	SEC Sürdürülebilirlik/Clima te Disclosure Rules	Sermaye piyasası düzenlemesi (SEC)	SEC kuralları (eski TCFD etkisi)	Halka açık şirketler	Finansal Önemlilik		Yok
Japonya	FSA & Finansal düzenlemeleri yapan kurumlar& düzenlemeler	Ulusal finansal düzenleme (sürdürülebilirlik raporlaması, parlamentodan çıkan bir yasa yerine, FSA ve borsa aracılığıyla yürütülen ulusal finansal düzenleme sistemi)	TCFD tabanlı uygulamalar	Halka açık şirketler	Finansal Önemlilik	Kademeli, halihazırda birçok büyük şirket TCFD benzeri raporlar yayımlıyor.	Yok
Birleşik Krallık	Companies Act + FCA	Ulusal yasa & sermaye piyasası düzenlemesi	UK SDS (TCFD uyumlu)	Büyük şirketler	Finansal Önemlilik	TCFD raporlaması zorunlu; ISSB uyumu genişletiliyor (süreç 2024+)	Yok
Brezilya	CVM düzenlemeleri	Sermaye piyasası otoritesi	TCFD referanslı raporlama	Halka açık şirketler	Finansal Önemlilik	Uygulamalar halihazırda yerleşmiş/ kademeli	Yok
Avustralya	Şirketler Kanunu (2024)	Ulusal yasa ve muhasebe standartları	ASRS (ISSB uyumlu)	Büyük şirketler & finans sektörü	Finansal Önemlilik	1 Jan 2025'ten itibaren aşamalı (Group 1) uygulama başlıyor; Group 2/3 için 2026-27	İklimle İlgili Açıklamalar için aşamalı güvence vardır

Yeni Zelanda	İklimle İlgili Finansal Açıklamalar Kanun	Ulusal yasa	NZ Climate Standards (TCFD uyumlu)	Finans sektörü + büyük şirketler	Finansal Önemlilik	Uygulama 2023/2024'ten beri yürürlükte (ancak eşiğin yükseltilmesi gibi son değişiklikler gündemde)	Güvence ve denetim aşamaları kademeli
Hindistan	SEBI düzenlemeleri	Sermaye piyasası düzenlemesi	İş Sorumluluğu ve Sürdürülebilirlik Raporlaması	Belirli kote şirketler (en büyükler)	Finansal Önemlilik + Etki	2022-23 ile BRSR başladı; 2025-26 → ilk 250 ; 2026-27 → ilk 500 / ilk 1000 genişleme	Güvence/Değerlendirme kademeli olarak (2026-27 itibarıyla artırılıyor)
Malezya	NSRF (National Sustainable Reporting Framework) + Bursa Malaysia	Ulusal çerçeve düzenlemesi+ borsa düzenlemesi	Bursa Malaysia ÇSY	Belirli halka açık & büyük şirketler	Finansal Önemlilik	ESG raporlama Bursa Malaysia tarafından zorunlu kılındı (2022 sonrası)	Yok
Türkiye	SPK Kurumsal Yönetim Tebliği, KGK	SPK düzenlemeleri + KGK	TSRS	BIST'e kote şirketler; büyük şirketler	Finansal Önemlilik + Etki	Başlangıç 2023, kademeli yaygınlaşma 2024-2025	Yok
Endonezya	Finansal Hizmetler Otoritesi	Ulusal finansal düzenleyici ve borsa düzenlemesi	OJK Sürdürülebilirlik Raporlama Rehberi (TCFD referanslı; ISSB'ye yakınsama)	Belirli halka açık şirketler, finansal kurumlar, büyük işletmeler	Finansal Önemlilik (uygulamada etki unsurları da yer alıyor)	2019'dan itibaren kademeli; finans sektörü öncelikli	Yok
Güney Afrika	Şirketler Kanunu ve Johannesburg Borsası Listeleme Şartları	Borsa düzenlemesi & yönetim kodları	King IV rehberi, TCFD (ISSB geçiş sürecinde)	JSE'de listelenen şirketler	Finansal Önemlilik + Etki	Entegre raporlama uzun süredir fiili standart; TCFD uyumu 2020'lerde güçlendi	Yok

KAYNAKÇA

1. Alston & Bird LLP. *An update to climate risk disclosures*.
2. Ambalaj Sanayi Derneği, *Türkiye Raporlama*
3. Australian Accounting Standards Board (AASB). *Australian sustainability reporting standards S1 and S2*.
4. Bursa Malaysia. *Sustainability Reporting Using IFRS S1 & S2*.
5. CMA Australia. *Era of Mandatory Sustainability Reporting Begins*.
6. Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Brazil. *Workshop on Sustainability*.
7. Economic Times. *SEBI Defers ESG Disclosure Deadline*.
8. ESG Today. *Brazil to Require Mandatory Sustainability Reporting from 2026*.
9. ESG Today. *Japan Releases Proposed IFRS-based Sustainability Reporting Standards*.
10. European Parliament. *Non-Financial Reporting Directive (NFRD) brief*.
11. Financial Conduct Authority (FCA). *Climate Change and Sustainable Finance Reporting Requirements*.
12. Financial Services Agency, Japan. *Sustainability Reporting Policy*.
13. Greenplaces. *SEBI Business Responsibility & Sustainability Report*.
14. IFRS Foundation. *Japan IFRS Sustainability Reporting Snapshot*.
15. International Bar Association (IBA). *ESG Compliance in Brazil – Life sciences*.
16. Invest Malaysia. *National Sustainability Reporting Framework*.
17. JD Supra. *SEC Adopts Final Rules for Climate Disclosures*.
18. Keslio. *Sustainability Reporting Requirements in the UK*.
19. Microsoft. *Corporate Sustainability Reporting Directive*.
20. Ministry for the Environment, New Zealand. *Mandatory Climate-related Financial Disclosures*.
21. Türkiye Ticaret Bakanlığı. *Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları ve Uygulaması*.
22. OECD. *OECD Corporate Governance Factbook 2025: Corporate sustainability*.
23. PwC Global. *CSRD – ESG reporting*.
24. PwC New Zealand. *Climate Regulations in New Zealand*.
25. Reporting Academy. *Japan Issues First Sustainability Reporting Standards Aligned with IFRS*.
26. Sidley Austin LLP. *SEC ends Defense of Climate-related Disclosure Rules*.
27. Skadden LLP. *SEC adopts New Rules for Climate-related Disclosures*.
28. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). *Press release 2024-31*.
29. University of Florida News. *SEC Climate Disclosure Rules*.
30. IDX Sustainability. *IDX ESG Metrics Disclosure Guidance Book*.
31. Türkiye Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK). *Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (TSRS) duyuruları*

Tokenize Gerçek Dünya Varlıkları (RWA-Real World Assets)

M. Utku Deniz

Günümüzde dijitalleşmenin hızla ilerlemesi, fiziki ve dijital varlıklar arasındaki ayrımı belirgin hale getirmiş ve dijital varlıklar kısa sürede gündelik hayatımızın vazgeçilmez bir parçası olmuştur. Oysa çok yakın bir geçmişe kadar, neredeyse tüm işlemleri fiziki olarak gerçekleştiriyorduk. Pay senetleri basılı kâğıtlar halinde el değiştiriyor veya borsalarda aracılardan tahtaya emir yazarak işlem gerçekleştirildiği sistemler kullanıyorduk. Bugün bakıldığında, bu dönem sanki çok uzak bir geçmişte kalmış gibi görünse de dijital araçlar gündelik hayata oldukça kısa bir süre içerisinde girmiş ve köklü bir değişim yaratmıştır. Bu hızlı değişim, sadece işlem biçimlerini değil, aynı zamanda varlıkların tanımını da temelden etkilemiştir.

Gerçek dünya varlıkları (Real World Assets –RWA) kavramı, dijital varlıkların hayatımıza girmesiyle birlikte olgunlaşma sürecine girmiş ve yatırımcılar tarafından daha sık kullanılan bir kavram haline gelmiştir. Dijitalleşme süreci öncesinde özellikle finans sektöründe fiziksel ve dijital varlıklar arasında net bir ayrım yapılmazken, blokzincir teknolojisinin gelişimiyle birlikte bu ayrım daha görünür hale gelmiştir. Bu makalemizde, dijital dünya üzerinde giderek daha fazla önem kazanmaya devam eden ancak kökeni blokzincir teknolojisinden çok daha öncesine dayanan gerçek dünya varlıklarını ele alacağız.

Gerçek dünya varlıkları olarak Türkçe'ye çevrilen RWA'lar, temelde fiziksel dünyada somut olarak var olan varlıkları ifade etmekle birlikte, günümüzde blokzincir teknolojisinin yaygınlaşmasıyla, ilgili varlıkların dijitalleştirilerek blokzincir üzerinde temsil edilmesini de kapsayan

geniş bir kavram haline gelmiştir. Günümüzde yaygın bir algı neticesinde, RWA uygulamalarının yalnızca blokzincir teknolojisinin ürünüymiş gibi bir anlayışla ilgililer zaman zaman karşı karşıya kalabilmektedir. Bu nedenle, merkeziyetsiz finans sisteminin hayatımıza girmesiyle, geleneksel finans ve merkeziyetsiz finans ayrımına yer verildiği gibi, bu makalede RWA uygulamalarını geleneksel RWA uygulamaları ile blokzincir üzerindeki RWA uygulamaları şeklinde incelenerek, tokenize gerçek dünya varlıkları açısından literatüre katkı sağlanması amaçlanmaktadır. Makalenin ilk bölümünde, gerçek dünya varlıklarının tanımı yapılarak bu varlıkların yalnızca blokzincir teknolojisinin ortaya çıkışı ile hayatımıza girmediği, geleneksel finansal piyasalarda veya finans dışı sektörlerde (emlak, tapu kayıt, telif hakları gibi) yer aldığı vurgulanarak, RWA'ların ortaya çıkışı ve blokzincir teknolojisi ile nasıl bir değişim süreci yaşadığı aktarılmaya çalışılacaktır. Ayrıca, 2008 krizinin önemli bir parçası olan geleneksel RWA uygulamalarına örnekler verilecek ve son olarak günümüzdeki çeşitli varlıkların tokenizasyonu üzerinden RWA uygulamalarının güncel örneklerine odaklanılacaktır. İkinci bölümde ise gerçek dünya varlıklarının blokzincir üzerindeki dijital temsili olan tokenizasyon süreci detaylı olarak ele alınacaktır. Tokenizasyonun tanımı, varlıkların blokzincir üzerinde nasıl temsil edildiği ve bu süreçte mülkiyet haklarının nasıl yapılandırıldığı ile kullanılan teknolojik özellikler aktarılmaya çalışılacaktır. İlerleyen bölümde ise merkeziyetsiz finans uygulamalarında RWA kullanımının etkileri ile günümüzdeki RWA pazarına yönelik verilere odaklanılacaktır.

I. VARLIKLARIN FİNANSALLAŞMASI

Fiziki varlıklar, kullanım süresi boyunca ekonomik olarak kullanıcılarına fayda sağlayan nesnelerdir. Gayrimenkuller, üretim ekipmanları, altın ve gümüş gibi değerli metaller, gündelik hayatta sıkça kullanılan fiziki varlıklardan bazılarıdır. Finansal varlıklar ise zaman zaman fiziksel bir biçime sahip olmakla birlikte, genellikle fiziki varlıklar üzerindeki haklara, değerlere veya sözleşmelere dayanır ve bu varlıklardan türetilir. Fiziki varlıklar genellikle mevcut kullanım değerini yansıtırken, finansal varlıklar gelecekteki nakit akışlarını elde etme beklentisiyle el değiştirir. Diğer yandan, bir şirkete ortak olmak veya borç vermek için oluşturulan enstrümanlar da finansal varlıklara örnek gösterilebilir.

Fiziki varlıkların, finansal varlıklara dönüşmesi sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Örneğin, altın tarih boyunca prestij ve gösterge aracı olarak kullanılmış, ancak zamanla finansal piyasalarda işlem gören bir yatırım enstrümanına dönüşmüştür.

Benzer şekilde, tarım ürünleri de temel ihtiyaçlar dolayısıyla insanlık tarihi kadar eski fiziksel varlıklar olmakla birlikte, vadeli işlem piyasalarının gelişimiyle birlikte buğday, mısır ve arpa gibi ürünlerin gelecekteki fiyatlarına ilişkin sözleşmeler oluşturularak, tarım ürünleri finansallaşmıştır. Gayrimenkuller, taşınmaz niteliğinde olmaları nedeniyle sahiplerine mülkiyet hakkı veren varlıklardır. Ancak günümüzde gayrimenkullerin finansallaşması ile, mülkiyetin temsili hakları farklı kişilere dağıtılabılır hale gelmiş ve belirli sertifikalar aracılığıyla değer yaratma işlevi görmeye başlamıştır. Bu süreçler sonucunda ortaya çıkan finansal ürünler, fiziki varlıkların finansal sistemle entegrasyonu ve ilgili varlıkların likiditesinin artırılması gibi olanakları

ortaya çıkarmaktadır. Varlıkların finansallaşması ile daha önce alınıp satılması nispeten zor olan fiziki ya da fiziki bir karşılığı olmayan ama belirli bir değer ile ifade edilebilen gayri maddi varlıkların finansallaşması, bu varlıklara yönelik ayrı bir pazar, dolayısıyla ayrı bir likidite alanı oluşmasına olanak tanımaktadır.

Genel itibarıyla varlıkların finansallaşmasının avantajları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- **Likidite Artışı**

Finansallaşan fiziki ya da gayri maddi varlıklar, finansal piyasalara dahil olarak, çok daha hızlı ve kolay bir şekilde el değiştirebilen araçlar haline gelebilmektedir. Örneğin, gayrimenkule dayalı bir sertifika, birçok yatırımcı arasında, pazar yerleri aracılığıyla işlem görebilir. Oysa aynı gayrimenkulün doğrudan alım-satım işlemleri genellikle daha uzun sürer ve sınırlı sayıda alıcı ve satıcıya hitap edebilir.

- **Bölünebilirlik**

Varlıkların finansallaşması, daha önce doğrudan alım satımı veya paylaşımı zorlu süreçler içeren varlıkların, küçük parçalara ayrılmasını ve bu parçalar neticesinde oluşan faydalara farklı kullanıcıların erişebilmesine ve ilgili varlık parçalarının yatırımcılar arasında daha kolay el değiştirebilmesine olanak tanır. Böylece bu varlıklar, daha küçük birimler halinde alınıp satılabilir ve yatırımcılar için erişilebilir hale gelir. Örneğin, bir şirketin payları finansallaştırılarak yatırımcıların küçük miktarlarda pay senedi alımı yapabilmesine ve bu sayede şirkete ortak olabilmelerine olanak tanınır. Bu şekilde bir yatırımcı tüm şirketi satın almak zorunda kalmadan, sadece istediği

miktarda daha küçük oranda paya sahip olabilir. Benzer şekilde, tokenizasyon yöntemleri ile bir gayrimenkul, dijital temsilleri üzerinden küçük birimlere bölünebilir ve yatırımcılar bu birimlerin sahibi olabilir. Bu tür yöntemler sayesinde, bir varlığın tamamına sahip olamayan yatırımcılar dahi, ilgili varlığın küçük parçalarına ve bu parçalardan doğan haklara sahip olma imkânı bulur.

• Sahiplik Kitlesinin Genişlemesi

Bölünebilirlik başlığı altında da belirtildiği üzere, bir varlık finansallaşmadığı sürece yalnızca sınırlı sayıda yatırımcı tarafından alınıp satılabilir veya bazı durumlarda ise alıcı ve satıcı arasında hiç işlem görmeyebilir. Ancak gerçek dünya varlıklarının daha küçük temsili parçalara ayrılması ve bu parçaların daha geniş bir alıcı ve satıcı kitlesine sunulmasıyla, çok daha fazla yatırımcının söz konusu varlıklara erişim sağlaması mümkün hale gelir. Farklı yatırımcı gruplarının gerçek dünya varlıklarının temsilleri ile işlem yapmaya başlamasıyla birlikte, ilgili gerçek dünya varlığı üzerinden elde edilen değerler birçok yatırımcı arasında paylaştırılabilir hale gelmiştir. Bu kapsamda, varlıkların finansallaştırılmasında kullanılan bir model de menkul kıymetleştirmedir. Menkul kıymetleştirme finansal piyasalarda bulunan varlıkların belirlenip, ilgili varlıkların bir havuzda toplanması ve bu dayanak varlıkların gelecekte yaratabileceği nakit akışları temel alınarak finansal enstrümanların oluşturulması sürecini kapsamaktadır. Bu süreç, likiditesi düşük veya uzun vadeli nakit akışı sağlayan varlıkların finansal piyasalarda alınıp satılabilir hale gelmesi ile hem yatırımcılar hem de bu enstrümanları ihraç eden kurumlar

açısından bazı avantajlar sağlayabilmektedir. Menkul kıymetleştirme uygulamalarının başlangıç aşaması 18. yüzyıla kadar dayanırken, gelişmiş uygulamalar ilk defa 1970'li yıllarda Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde konut kredileri üzerinden hayata geçirilmiştir. Menkul kıymetleştirme uygulamaları 1980'li yıllarda konut kredileri dışında farklı varlık türlerinin de sürece dahil edilmesiyle hız kazanmış ve kısa sürede finansal sistemin önemli bir unsuru haline gelmiştir. Avrupa tarafında ise 1990'lı yıllar sonrası menkul kıymetleştirme faaliyetleri gelişim göstermeye başlamıştır (Bkz. TSPB, Gösterge, Kış 2018, Dünyada Menkul Kıymetleştirme, s. 54).

Günümüzde yalnızca konut kredileri değil, ticari veya bireysel alacaklar, kredi kartları alacaklarına yönelik menkul kıymetler, fikri mülkiyet hakları gibi birçok varlık türü menkul kıymetleştirme yoluyla finansal piyasalarda işlem görmektedir. Finansal piyasalarda menkul kıymetleştirme işlemlerinin yaygınlaşması sonrasındaki 2008 finansal krizi¹, bazı finansal enstrümanlardaki menkul kıymetleştirme sürecinin aşırı karmaşık ve riskli hâle gelmesinden kaynaklanmıştır. Bankalar ve finansal kuruluşlar, bireylerin konut kredilerini ve diğer borçlarını bir araya getirip menkul kıymetleştirerek yatırımcılara sunarak finansal piyasalarda büyük miktarda likidite yaratmıştır. Ancak dayanak varlıkların değerleri gerçekçi olmayan şekilde artarken menkul kıymetleşmiş ürünlerin fiyatı da paralel şekilde yükselmiştir. Konut fiyatlarına dayalı bu ürünler, konut fiyatları düştüğünde zincirleme değer kaybı ve çarpan etkisiyle finansal piyasalara yayılmıştır.

¹ 2008 Finansal Krizi: ABD'de konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerin aşırı derecede paketlenmesi ve bu ürünlerin fiyatlarının gerçekçi olmayan şekilde yükselmesi, finansal piyasalarda sistemik riskler oluşturmuş ve

küresel ölçekte ekonomik kriz yaşanmasına yol açmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), The Financial Crisis Inquiry Report, 2011.

Bu süreç hem yatırımcılar hem de kurumlar için büyük kayıplara yol açarken, türev ürünlerin ve menkul kıymetleştirmenin küresel finansal

sistemdeki riskleri nasıl artırabildiği ve yaratabileceği kırılganlığı da ortaya koymuştur.

1. Blokzincirler Üzerinde Varlıkların Finansallaşması

Blokzincir dünyasında tokenize RWA kavramı, gerçek dünyada fiziki olarak var olan somut varlıkların blokzincir üzerinde dijital olarak temsil edilmesine yönelik süreç ve işlemler sonucunda oluşan dijital varlığı ifade etmektedir. Ancak "gerçek dünya varlıkları" olarak Türkçeye çevirdiğimiz RWA, blokzincir teknolojisi ile ortaya çıkmamış olup, adından da anlaşılacağı üzere kendi başına bir ekonomik değere sahip olan emtia, sanat eserleri, tahviller gibi somut varlıkların bütününe ifade etmektedir. Yani blokzincir teknolojisinin üzerinde bulunmayan dünya olarak adlandırdığımız verilerin ve doğrulama işlemlerinin blokzincir teknolojisine dayanmadığı zincir dışı dünyadan blokzincir teknolojisinin aktif olarak kullanıldığı ve blokzincir üzerinde doğrulama işlemlerinin gerçekleştirildiği zincir üstü² dünyaya aktarılabilen tüm varlıklar gerçek dünya varlıkları kategorisinin bir ürünüdür. Kripto varlıklar, belirli fiyat parametreleriyle değerlemeye tabi tutulan ürünler olsa da blokzincir teknolojisi yalnızca finansal varlık vasfıyla değil, sunduğu şeffaflık, güvenlik ve izlenebilirlik gibi özellikler bakımından da değerlendirilmektedir. Bu nedenle, RWA ürünlerini yalnızca finansal sistem içinde fiyat ve değerlendirme perspektifinden incelemek eksik ve hatalı sonuçlar doğurabilir. Tapu kayıtlarından araç ruhsatlarına kadar pek çok unsur zincir üstü dünyaya taşınabilmekte olup, henüz yaygınlaşmamış olsa da gayrimenkul, otomotiv ve benzeri finans dışı sektörlerde de RWA ürünleri bulunmaktadır. Yalnızca fiziksel varlıklar

değil, belirli hizmetler de tokenizasyon uygulamaları sonrasında zincir dışı dünyadan zincir üstü dünyaya entegre edilebilmektedir. Bu nedenle RWA kavramı, genel olarak somut olarak yer alan veya dijitalleştirilip, blokzincir üzerinde temsili olarak oluşturulabilen varlıkları temsil ederken, bu varlıkların dijital temsilleri ise tokenize edilmiş gerçek dünya varlıkları (Tokenized Real-World Assets, Tokenized RWA) olarak adlandırılmaktadır. Bununla birlikte, kripto varlık ekosisteminde RWA terimi, yaygın kullanım itibarıyla genellikle blokzincir üzerindeki tüm gerçek dünya varlıklarını kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Bu nedenle, çalışmamızda karışıklığı önlemek amacıyla, gerçek dünya varlıkları ile blokzincir üzerinde tokenize edilmiş gerçek dünya varlıkları arasındaki ayrımı başlangıçta belirtmek uygun görülmüştür. 2008 krizinin hemen sonrası teknik belgesi yayımlanan ve 2009 yılında gerçekleşen ilk transfer işlemi neticesinde fiilen ortaya çıkan Bitcoin ile blokzincir altyapısının adından söz ettirir hale gelmesi, zincir üstü gerçek dünya varlıklarının blokzincir üzerinde dijitalleştirilmesine yönelik ilk teorik adımın atılmasını sağlamıştır. Ancak asıl başlangıç, 2014 yılında Ethereum blokzinciri üzerindeki akıllı sözleşmelerin kullanılmaya başlanması ile olmuştur. Fiziksel varlıkların dijital ortamlarda temsil edilmesi, yani tokenizasyon süreci Ethereum ile mümkün hale gelmeye başlamıştır. Sonuç olarak 2000'li yıllarda geleneksel finansal kayıt sistemiyle ilerleme kaydetmeye başlayan menkul

² Zincir üstü (on-chain): Blokzincir üzerinde kaydedilen ve blokzincir ağı tarafından doğrulanan işlemler veya varlıkları ifade eder.

Bu kavram, varlıkların veya işlemlerin merkezi bir sistem yerine dağıtık bir defter üzerinde tutulduğunu belirtir.

kıymetleştirme süreci bugün blokzincir teknolojisiyle birleşerek daha erişilebilir, bölünebilir, şeffaf ve küresel bir yapıya evrilmeye başlamıştır. Blokzincir teknolojisinin gelişmesi ve özellikle tokenizasyon uygulamalarının yaygınlaşması ile, zincir üstü gerçek dünya varlıkları kavramı dijital finans dünyasında daha görünür ve işlevsel hale gelip, yatırım dünyasında daha fazla isminden söz edilir hale gelmiştir.

Tablo 1: Tokenize Varlıkların Blokzincir Üzerindeki Piyasa Değeri Dağılımı

Ağlar	Toplam Piyasa Değeri	Pazar Payı
Ethereum	\$ 167.730.706.766	52,5%
TRON	\$ 83.665.606.759	26,2%
Solana	\$ 13.369.498.574	4,2%
BNB Chain	\$ 12.808.574.205	4,0%
Arbitrum	\$ 7.823.220.857	2,4%
Base	\$ 4.911.696.431	1,5%
Polygon	\$ 2.982.710.160	0,9%

Kaynak: RWA.xyz 21.01.2026 verileri

Gerçek dünya varlıkları, tokenize edilirken farklı blokzincirler üzerinde farklı geliştirme süreçlerine tabii olurken, ilgili blokzincirlerin pazar payı, teknolojik altyapı, işlem hızı, güvenlik protokolleri ve geliştirici ekosistemi gibi faktörlerinden etkilenebilmektedir. Rwa.xyz tarafından yayımlanan veriler, 21.01.2026 tarihi itibarıyla kontrol edildiğinde, Ethereum blokzinciri %52'nin üzerindeki pazar payı ile tokenize RWA'lar üzerindeki blokzincir liderliğini sürdürmektedir. Ayrıca Ethereum'un bu alandaki ilk blokzincir ağı

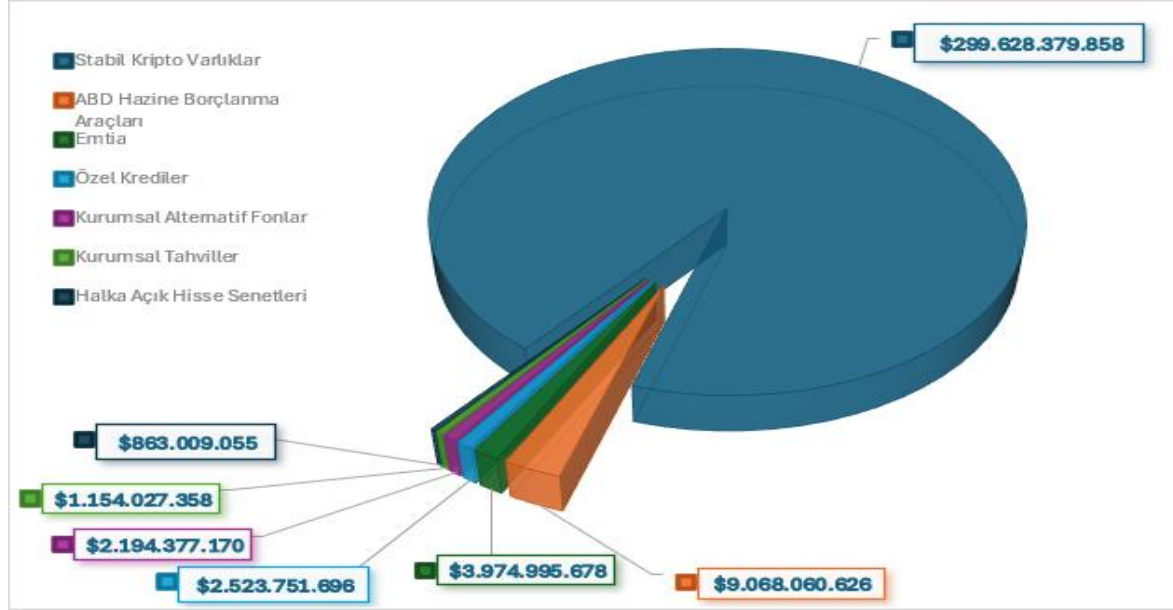
olması da pazar payı hâkimiyetinin ana unsurlarından birisi olarak görülmektedir. Ethereum'un ardından, TRON ağı, özellikle düşük işlem maliyetleri ve yüksek işlem hızı sayesinde Tether (USDT) gibi stabil kripto varlıkların transferlerinde yoğun biçimde kullanılmakta ve bu kullanım yaygınlığı sonucunda %26'nın üzerinde pazar payıyla ikinci en büyük konuma ulaşmaktadır.

Üçüncü ve dördüncü sırada ise her biri yaklaşık %4'lük pazar payıyla Solana ve BNB Chain yer almaktadır. Arbitrum, Base ve Polygon gibi katman 2 çözümleri ve yan zincirler, toplamda yaklaşık %5'lik bir pazar payıyla Ethereum üzerindeki tokenizasyon işlemlerinin bu platformlara kayması ile birlikte varlıklarını sürdürmektedir.

Genel olarak, özellikle stabil kripto varlıklar sayesinde Ethereum ve TRON, toplam pazarın neredeyse %80'ini oluşturmaktadır. Öte yandan, Solana ve Arbitrum gibi hız odaklı platformlar da tokenizasyon alanında piyasa payı elde etmeye çalışmaktadır.

Genel olarak, farklı blokzincirler üzerinde gelişen RWA tokenizasyon süreçleri hem yatırımcılar hem de varlık ihraç edenler için çeşitli avantajlar ve esneklikler sunmakta, ekosistemin teknolojik çeşitliliğini ve verimliliğini artırmaktadır. Bu çeşitlilik, RWA ekosisteminde rekabetin artmasına ve yatırımcıların ihtiyaçlarına göre en uygun blokzincir seçimini yapabilmelerine imkân tanımaktadır.

Grafik 1: RWA Pazarı Dağılımı (19.01.2026 tarihi itibarıyla)



Kaynak: Rwa.xyz

RWA.xyz tarafından derlenen 19.01.2026 tarihli verilere göre, günümüzde küresel zincir üstü tokenize RWA pazarının toplam büyüklüğü 320 milyar dolar seviyesindedir. Bu büyüklüğün önemli bir bölümünü 300 milyar dolara yakın bir pazar büyüklüğü ile stabil kripto varlık pazarı oluşturmaktadır. Stabil kripto varlıkları 9 milyar doların üzerinde bir

pazar büyüklüğü ile ABD kamu borçlanma araçlarına dayalı ürünlerden oluşturulan tokenize varlıklar oluşturmaktadır. Öte yandan, altın, gümüş gibi temel emtia varlıklarının yer aldığı pazar ise yaklaşık 3,9 milyar dolarlık pazar büyüklüğüyle diğer varlıklara göre daha sınırlı bir paya sahiptir (Grafik 1).

2.Tokenizasyon

Blokzincir teknolojisi ile hayatımızda yeni bir dijital temsil biçimi ortaya çıkmıştır. Bu dijital temsili en önemli adımı ise tokenizasyon sürecidir. Tokenizasyon, bir varlığın mülkiyetinin veya bu mülkiyetten sağlanan haklarının blokzincir üzerinde token olarak temsil edilmesi işlemidir. İlgili işlemler sayesinde daha önce zincir dışı dünyada varlığını sürdüren bir varlığın artık dijital olarak zincir üstü dünyada temsili bir hakkı oluşturulmuş olur. Geçmiş dönemlerde adından sıkça söz ettiren ve gerçek dünyadaki sanat eserlerinin blokzincir üzerinde benzersiz nitelikteki varlıklara dijital temsil olarak döndürülmesi işlemi olan Nitelikli Fikri Tapular (Non Fungible

Token-NFT) da tokenizasyon neticesinde oluşturulmaktadır. Tokenizasyon tasarlanırken token sahiplerine fiziki varlığın mülkiyet hakkı tanınıp tanınmaması geliştiriciler tarafından değerlendirilebilmektedir. Bazı projelerde, tam mülkiyet hakkı ile token sahibi aynı zamanda fiziksel varlığın da yasal sahibi olurken, bazı tokenizasyon süreçleri kapsamında varlıktan sağlanan ekonomik faydalara sahip olunabilir. Bununla birlikte tokenizasyon yalnızca sanat eserleri ile sınırlı değildir. Gayrimenkul, finansal varlıklar, fikri mülkiyet hakları ve hatta emtia gibi pek çok farklı varlık türü de blokzincir üzerinde temsil edilebilmektedir. Bu durum, varlıkların daha kolay bölünebilir hale gelmesini,

daha geniş bir yatırımcı kitlelerine ulaşmasını ve işlemlerin şeffaf bir şekilde takip edilebilmesini mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla tokenizasyon dijital ekonomi içerisinde yeni yatırım modellerinin ve alternatif mülkiyet yapılarının gelişmesine katkı sağlayan önemli bir teknolojik dönüşüm olarak değerlendirilmektedir.

a. Nitelikli Fikri Tapu (NFT)

İngilizce Non Fungible Token teriminin Türkçe karşılığı olarak, Türk Dil Kurumu ve T.C. Cumhurbaşkanlığı Dijital Dönüşüm Ofisi tarafından gerçekleştirilen ortak çalışma kapsamında ülkemizde "Nitelikli Fikri Tapu" ifadesi kullanılmasına karar verilmiştir. Bir dönemler kripto varlık piyasası açısından adından sıkça söz ettiren NFT kavramı aslında benzersiz, değiştirilemez ve takas edilemez olan kripto varlıkları ifade etmektedir. Bitcoin ve Ethereum gibi kripto varlıklar tek ve benzersiz nitelikteki kripto varlıklar değildir. 1 Bitcoin ve 1 Ethereum karşılığında başka bir konumda bulunan 1 Bitcoin veya 1 Ethereum yine aynı itibari değeri ifade etmektedir. Ya da itibari para birimleri için örnek verecek olursak 1 dolar yine farklı 1 dolar ile aynı itibari değeri ifade etmektedir. NFT'lerde ise durum oldukça farklıdır. Benzersiz biçimde oluşturulan bu dijital varlıkların her biri, temsil ettikleri özgün itibari değeri yansıtır. Aynı koleksiyon içinde yer alsalar dahi, her NFT kendine özgü niteliklere sahip olduğu için diğerlerinden ayrılır ve bu yönüyle her biri tekil bir değeri temsil eder. Peki NFT'ler nasıl el değiştiriyor diye soracak olursanız

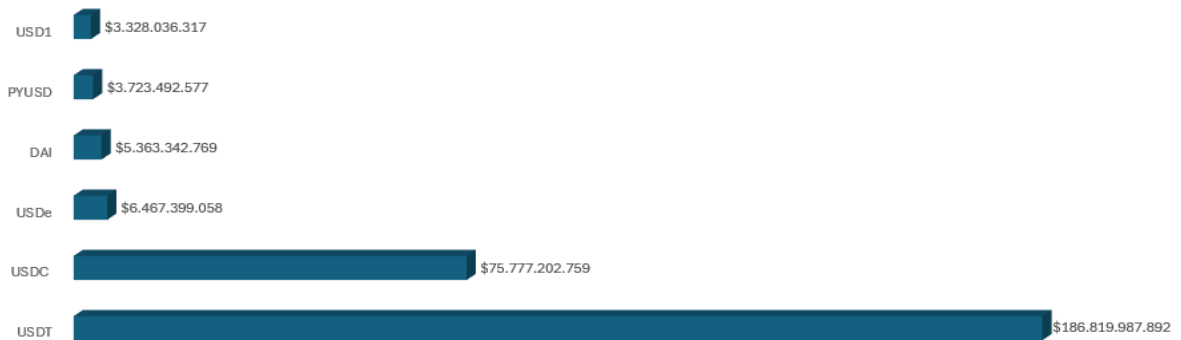
NFT'lerin kendisi değil, NFT'yi temsil eden sahiplik hakkı el değiştirmektedir. Yani NFT pazar yerlerinde gördüğümüz alım satım işlemleri aslında NFT'lerin blokzincir üzerindeki mülkiyet kaydı üzerinden gerçekleştirilmekte ve bu şekilde blokzincir üzerindeki mülkiyet devri kişiler arasında yapılmaktadır. Teknolojik açıdan bakacak olursak aslında NFT'ler de blokzincir üzerinde oluşturulmuş tokenlardır. Ancak bu varlıklar kurgulanırken oluşturulan standartlar ve kod dosyası şeklinde oluşturulan metaveri bu kripto varlıkları klasik kripto varlıklardan ayırmaktadır. Tokenize edilen varlıklar farklı türlerde olabilir. Örneğin, bir CD, sanat eserleri, gayrimenkul, resimler, belgeler, benzersiz bir şekilde tokenize edilerek blokzincire taşınabilir. İşte bu gibi gerçek dünyada kullanılan varlıkların blokzincir üzerine taşınarak temsili haklarının oluşturulması yaygın bir tokenize RWA uygulamasıdır. NFT'lere kısaca tarihsel olarak bakacak olursak, ilk NFT'nin 2014 yılında çıkarılması sonrasında, özellikle sanat eserlerini temsil eden NFT pazarı, 2022 yılında ciddi bir ivme kazanmıştı. Sonrasındaki dönemde ise NFT'ler açısından gerileme dönemine girilmiştir. NFT'ler sanat eserleri üzerinde yaygınlaşsa da gerçek dünya varlıkları arasından birçok varlık NFT standartlarında benzersiz bir şekilde blokzincir dünyasına taşınabilmektedir. Bu varlıklar arasında günümüzde en yaygın olarak kullanılan NFT'ler resim gibi gerçek dünya varlıkları üzerinden oluşturulmuş NFT türleri olarak takip edilmektedir.

b. Stabil Kripto Varlıklar (Stablecoin)

Stabil kripto varlıklar para birimi, altın, gümüş gibi gerçek dünya varlıklarının değerine endekslenerek blokzincirler üzerinde oluşturulan ve endeksledikleri varlıkların değerini mümkün olduğunca takip etmeyi amaçlayan kripto varlıklardır. Bu varlıklar, özellikle sınır ötesi transfer işlemlerinde kullanılmakla birlikte, kripto varlıkların dalgalı yapısından kaçınarak itibari para birimlerine endeksli ve daha istikrarlı bir değere geçiş amacıyla sıklıkla tercih edilmektedir. Stabil kripto varlıklar, belirli varlıkları teminat olarak ayırarak finansal varlık rezervi destekli modeller, kripto varlık destekli modeller veya algoritmik modeller gibi modeller ile ortaya çıkabilmektedir. Ancak, algoritmik stabil kripto varlıklar açısından bakıldığında geçmişte "Luna Krizi" tecrübesi gibi olumsuz durumlarda söz konusu olabilmektedir (Bkz. TSPB, Gösterge, Bahar 2025, Kripto Varlık Krizleri, s.34). Bu nedenle günümüzde dayanak olarak oluşturuldukları varlıklara yönelik rezerv ayıran kripto varlıklar daha sıklıkla tercih edilmektedir. Akıllı sözleşmelerin Ethereum blokzinciri üzerinde kullanılmaya başlanmasıyla birlikte stabil

kripto varlıkların kullanımı da yaygınlaşmıştır. Zamanla akıllı sözleşmeler vasıtasıyla, stabil kripto varlıklara yönelik rezerv yönetimi, teminatlandırma mekanizmaları ve stabil kripto varlığa konu olan tokenların basım ve yakım mekanizmaları otomatik olarak kontrol edilebilir hale gelmiştir. Ancak stabil kripto varlıkları yalnızca RWA uygulaması olarak değerlendirmek bu varlıkların kullanım alanı açısından eksik bir değerlendirme olabilir. Stabil kripto varlıklar, alım satım platformlarında sıklıkla kullanılmaları, değer saklama işlevi görmeleri, sınır ötesi transfer işlemleri ve merkeziyetsiz finans sistemi (Decentralized Finance-DeFi) protokollerinde kullanılmaları gibi sebepler nedeniyle kripto varlık ekosistemi içerisinde yaygınlaşmış ve ekosistem içerisinde birçok alt kategoride kendisine yer bulmuştur. Yani genel olarak stabil kripto varlıklara bakacak olursak, yalnızca gerçek dünya varlıklarının değerini zincir üstü dünyada korumakla kalmayıp, aynı zamanda küresel finansal sistemin bir parçası olarak zincir üstü dünyada varlığını sürdüren bir yapı haline gelmiştir.

Grafik 2: Stabil Kripto Varlıklar Piyasa Değeri Sıralaması



KAYNAK: coinmarketcap (20.01.2026 verileri baz alınarak oluşturulmuştur)

Piyasa değeri açısından stabil kripto varlıklar incelendiğinde ilk 10 içerisinde yer alan tüm varlıkların ABD dolarına (USD) endeksli stabil kripto varlıklar olduğu görülmektedir. 20.01.2026 tarihi itibarıyla derlenen verilere göre bu grup içerisinde en yüksek piyasa değerine sahip stabil kripto varlık, 186,8 milyar USD ile Tether tarafından ihraç edilen USDT'dir. USDT'yi ise 75,7 milyar ABD doları ile Coinbase tarafından çıkarılan USD Coin (USDC) takip etmektedir. Üçüncü sırada, 6,4 milyar ABD doları piyasa değeri ile Ethena Labs tarafından ihraç edilen USDe yer alırken, onu 5,3 milyar ABD doları ile DAI izlemektedir (Grafik 2).

c.Tokenize Borçlanma Araçları

Düzenleyici otoritelerinin genel tokenizasyon işlemlerine ve menkul kıymet tokenizasyonu işlemlerine yönelik yaklaşımları ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilse de bazı ülkelerde hisse senetleri, tahvil veya hazine bonusu gibi menkul kıymetlerin tabi oldukları düzenlemeler uyarınca tokenize edilmesine izin verilebilmektedir. Özellikle Avrupa ve Asya'da tokenize kamu borçlanma aracı ihraçlarının diğer bölgelere göre daha fazla ivme kazandığı gözlemlenmektedir. Günümüzde tahviller için tokenizasyon işlemleri, özellikle Avrupa'da hem kamu hem devlet bankaları hem de Dünya Bankası gibi küresel bankalar tarafından kullanılmaktadır. Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank-EIB) tarafından, Avrupa'daki büyük bankaların da yer aldığı bir konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilen dijital tahvil ihraçları, Avrupa sermaye piyasalarında blokzincir

tabanlı menkul kıymet uygulamalarına yönelik öncü örnekler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda EIB, kronolojik olarak ilk dijital tahvil ihracını 27 Nisan 2021 tarihinde, 100 milyon avro tutarında ve iki yıl vadeli olarak Ethereum blokzinciri üzerinde gerçekleştirmiştir. Asya'da ise bu ihraçlar açısından Singapur ve Hong Kong öne çıkmaktadır. Daha çok bölgede pilot denemeler ön plana çıksa da Singapur Para Otoritesi, sandbox ortamları ve dijital altyapıları ile tokenize tahvillere yönelik pilot uygulamaları desteklemektedir. ABD'de tokenize kamu borçlanma araçları üzerinde bazı bölgesel pilot çalışmalar devam ederken, özellikle Avrupa ve Asya ile karşılaştırıldığında daha sınırlı ve deneysel çalışmalar gözlemlenmektedir. ABD'de kripto varlıkların menkul kıymet niteliği taşıyıp taşımadığı, başta Howey Testi olmak üzere yatırım sözleşmesi kriterleri kapsamında değerlendirilmektedir. Buna karşılık, pay senedi, tahvil veya benzeri finansal araçları temsil eden tokenize menkul kıymetler, blokzincir üzerinde ihraç edilmiş olsalar dahi, doğrudan menkul kıymet olarak kabul edilebilmektedir. Likidite açısından bakıldığında da ihraçlarda olduğu gibi Avrupa önde gelmektedir. Bu ürünler bakımından Asya orta seviyede likiditeye sahipken, ABD ise daha sınırlı bir likiditeye sahiptir. Küresel olarak incelendiğinde, son 10 yıl içerisinde ihraç edilen tokenize tahvillerin toplam 10 milyar ABD dolarına ulaştığı görülmektedir. Bununla birlikte, küresel tahvil piyasasının yaklaşık 140 trilyon ABD doları seviyesindeki toplam büyüklüğü dikkate alındığında, tokenize tahvillerin mevcut payının şu an için oldukça sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır.

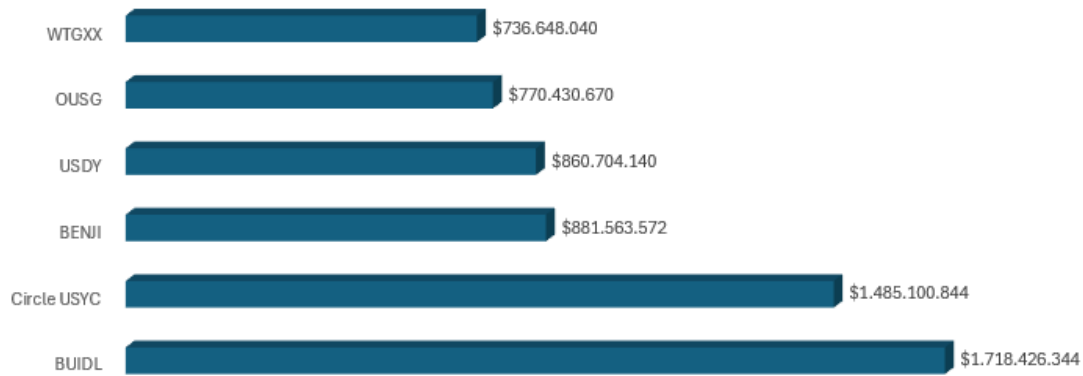
d.Tokenize Fonlar

Tokenize fonlar, geleneksel finans sistemindeki yatırım fonlarını zincir üstü dünyada temsil etmektedir. Bu varlıklar, geleneksel fonları blokzincir üzerine taşıyarak, küresel olarak daha erişilebilir ve likiditesi yüksek bir ortam oluşturulmasını hedeflemektedir. Özellikle ABD’de bulunan ve piyasa değeri açısından büyük varlık yönetim firmalarının kurdukları fonların tokenize edilmeye başlanması, küresel anlamda ilginin de artış göstermesine yol açmıştır.

Tokenize fonlar içerisindeki ağırlık, ABD’li yatırım firması BlackRock tarafından 2024 yılında oluşturulan ve kısa vadeli ABD hazine varlıklarına dayanan para piyasası fonu, BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund (BUIDL) fonudur. Fon, blokzincirler üzerinde token ihracı, mülkiyet kaydının tutulması işlemleri, saklama hizmeti, nitelikli yatırımcılar arasında ikincil piyasa işlemleri ve temettü ödemeleri gibi faaliyetler için izinli bir sistem oluşturmuş olup, yatırımcılarına USDC gibi stabil kripto

varlıklar kullanarak fon paylarına erişim imkânı sunan bir altyapı sunmaktadır. Ayrıca, yatırımcıları fonun itfasını itibari para birimiyle yapmak yerine, oluşturulan BUIDL tokenlarını diğer fon yatırımcılarıyla zincir üstü işlemler neticesinde anında USDC ile değiştirebilme imkanına da sahiptir. Yatırımcılar, fonu temsil eden tokenları 7/24 bir şekilde onaylanmış yatırımcılar arasında transfer edebilmekte olup, yatırımcıların her ay sonunda elde ettikleri temettüleri cüzdan adreslerine aktarılmaktadır. Ancak bu fonda işlem yapabilmek için bazı şartların sağlanması gereklidir. Bu şartlar arasında minimum 5 milyon dolarlık portföy büyüklüğü ve kurumsal yatırımcı olma şartları ile BlackRock tarafından nitelikli yatırımcı listesine alınması gerekmektedir. Teknik olarak ilk defa Ethereum blokzinciri üzerinde oluşturulan fon günümüzde Aptos, Arbitrum, Avalanche, Optimism, Polygon ve Solana blokzincirlerini de destekler hale gelmiştir.

Grafik 3: Tokenize ABD Fonlarının Piyasa Değeri Sıralaması



Kaynak: 20.01.2026 tarihindeki rwa.xyz verileri baz alınarak oluşturulmuştur

20.01.2026 itibariyle rwa.xyz üzerinden derlenen verilere göre, ABD Hazine varlıkları üzerinden tokenize olarak oluşturulan fonların toplam piyasa değeri büyüklüğü 9 milyar dolar civarında

bulunmaktadır. İlgili tokenize fonlar arasında ilk sırada Blackrock tarafından oluşturulan BUIDL fonu 1,7 milyar dolarlık piyasa değerine sahip olurken, bu

tokenize fonu, 1,4 milyar dolarlık pazar büyüklüğü ile Circle tarafından oluşturulan USYC takip etmektedir. USYC sonrasında 800 milyon dolarlık piyasa değeri ile bir diğer varlık yönetim firması Franklin Templeton tarafından oluşturulan

BENJI fonu gelirken, ABD’de tokenizasyon üzerinde çalışmalarını sürdüren ve kripto varlık odaklı bir başka platform olan ONDO Finance tarafından oluşturulan USDY ve OUSG fonları takip edilmektedir (Grafik 3).

II. GERÇEK DÜNYA VARLIKLARININ DİJİTAL KİMLİĞİ: TEKNOLOJİK ÖZELLİKLER VE DEFİ UYGULAMALARI

Gerçek dünya varlıklarının tokenizasyonu ilgili varlıkların yalnızca dijitalleşme aşamasını değil, aynı zamanda tokenize edilen varlığın piyasadaki katılımcılara erişim ve etkileşim imkânı sağlayacak biçimde zincir üstü dünyaya entegrasyonunu da içermektedir. Bu nedenle tokenizasyon işlemlerinde kullanılan parametreler ve tokenizasyon aşamasında uygulanması gerekli olan standartlar da bu süreçte kritik öneme sahiptir. Örneğin, Ethereum tabanlı ERC-20 veya ERC-721 standartları, Ethereum topluluğu tarafından önerilen ve token sözleşmelerinin nasıl çalışacağını belirleyen “Ethereum Request for Comment” (ERC) kuralları çerçevesinde geliştirilmiştir. Bu standartlar likidite ve etkileşim kolaylığı sağlayabilirken, ERC-1400 gibi token standartları, düzenleme uyumluluğu ve kurumsal kullanım için uygun çözümler sunabilmektedir. Ayrıca, farklı blokzincirler üzerinde geliştirilen tokenizasyon protokolleri de farklı ölçeklenebilirlik, gizlilik ve işlem hızı avantajları ile ön plana çıkabilmektedir. Bölümün bir diğer odağı, tokenize edilmiş varlıkların DeFi ekosisteminde nasıl kullanıldığıdır.

Gerçek dünya varlıkları blokzincire taşındıktan sonra, merkeziyetsiz finans protokollerinde teminat olarak kullanılabilir. Bu teminat mekanizması, yatırımcıların tokenize varlıklarını borç verme ve borç alma işlemlerinde kullanabilmesine olanak tanır. Örneğin, tokenize tahviller veya

tokenize fonlar, bu uygulamaları destekleyen protokoller üzerinde teminat gösterilerek krediler alınabilir veya ilgili varlıklar teminat havuzlarına likidite sağlayıcı olarak eklenebilir. Bu sayede elinde tokenize varlık bulunduran yatırımcılar pasif gelir elde ederken, aynı zamanda da piyasaya likidite sağlanır. RWA tabanlı DeFi uygulamaları, yalnızca teminatlı borç verme ve borç alma ile sınırlı kalmamakla birlikte aynı zamanda tokenize varlıkların pazar yerlerinde alım-satımı, likidite havuzlarına eklenmesi ve türev ürünlerin oluşturulması gibi işlemleri de kapsamaktadır. Bu süreçler, blokzincir teknolojisinin sunduğu otomatikleştirilmiş ve güvenli işlem altyapısı sayesinde operasyonel riskleri azaltır. Ayrıca gerçek dünya varlıklarının tokenizasyonu sayesinde kupon ödemeleri, temettü dağılımları, faiz tahakkukları akıllı sözleşmeler ile otomatik olarak gerçekleştirilebilir.

1.Token Standartları ve Dijital Temsil Süreçleri

Gerçek dünya varlıkları blokzincire taşınırken, varlık seçimi sonrasında ilgili varlığın blokzincir üzerinde nasıl hareket edeceğine yönelik işleyiş kurallarını tanımlayan akıllı sözleşme yapısı tasarlanmaktadır. Akıllı sözleşme, varlık bazında belirli esnekliklerle tasarlanabilir. Örneğin, altına endeksli bir token oluşturulurken, tokenin değerinin altın fiyatına endekslenmesi, bir token için arka planda fiziksel altın rezervi tutulması ve

sadece müşterini tanı (Know Your Customer-KYC) doğrulamasından geçmiş kullanıcılar arasında tokenize varlığın transfer edilebilmesi gibi kurallar akıllı sözleşmelere tanımlanabilir. Veyahut gayrimenkul tokenizasyonu yapılırken, gayrimenkulden elde edilen gelirlerin token sahiplerinin cüzdan adreslerine otomatik olarak belirli dönemlerde dağıtılması gibi parametreler oluşturulabilmektedir. Tokenin, teknik olarak hayata geçirilmesi ve ekosistem içerisinde kullanılabilir hâle gelmesi süreci, akıllı sözleşme tasarımı, blokzincir üzerinde oluşturulmasına ve ardından ön dağıtım veya ön satış süreçlerinin yürütülmesine kadar olan adımları kapsamaktadır. Bu aşamalar, tokenin güvenli, şeffaf ve işlevsel bir şekilde piyasaya sunulmasını sağlayan temel basamakları oluşturur. Tasarım aşaması tamamlandıktan sonra akıllı sözleşme blokzincire entegre edilerek, blokzincir üzerinde oluşturulur. Token blokzincir üzerinde oluşturulduktan sonra, projeyi geliştiren ekibin cüzdan adreslerine ön dağıtımı yapılabilir veya üçüncü taraf kullanıcı adreslerine önceden belirlenen şartlar neticesinde token gönderilebilir. Böylelikle ilk token sahipleri belirlenmiş ve ilk dağıtım aşaması tamamlanmış olur. Eğer proje bir ön satış veya benzeri bir şekilde fon toplama süreçlerini içeriyorsa, bu aşamada tokenler ilgili kullanıcılar için belirlenen paylar doğrultusunda dağıtılabilir. Bu dağıtım süreci, akıllı sözleşmeler aracılığıyla otomatikleştirilebileceği gibi, belirli kurallar çerçevesinde manuel müdahale ile de yönetilebilir.

a. Akıllı Sözleşme

Günümüz dünyasında akıllı sözleşmeler özellikle DeFi ekosisteminde taraflar arasındaki aracı sorununu ortadan kaldırması nedeniyle blokzincir teknolojisinin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Bu sözleşmeler belirli koşulların

sağlanması durumunda insan müdahalesi olmadan başlangıçta kurgulandıkları parametreler doğrultusunda otomatik olarak çalışan programlardır. Akıllı sözleşmeler blokzincirler üzerinde oluşturuldukları için blokzincirlerin en temel özelliklerinden biri olan değiştirilemezlik özelliğini de taşır. Değiştirilemezlik özelliği, başlangıçta tasarlanan bir akıllı sözleşmenin işleyiş mekanizmasının sonradan değiştirilmesinin mümkün olamamasını sağlamaktadır. İlk olarak 1994 yılında bilgisayar bilimcisi Nick Szabo tarafından ortaya çıkarılan akıllı sözleşmelerin ilk kullanımı olarak ürün otomatlarını düşünebiliriz. Ürün otomatlarında kullanıcı, parayı otomata yükleyerek bir girdi sağlar, otomat bu para miktarının doğruluğunu kontrol eder ve girdi ürünü alacak miktardaysa, yani koşul sağlanıyorsa ürün otomatik olarak kullanıcıya verilir. Bu şekilde koşulun sağlanması durumunda insan müdahalesi olmadan sonuç elde edilmiş olur. Akıllı sözleşmeler de herhangi bir müdahaleye bağlı kalmadan blokzincirler üzerinde işlemlerin otomatik olarak gerçekleşmesine olanak tanımaktadır. Örneğin, eğer kullanıcının müşterini tanı işlemleri gerçekleşmediyse, transfer işleminin reddedilmesi veya merkeziyetsiz finans üzerinde teminat alınması durumunda merkeziyetsiz finans protokolü tarafından borcun ilgili kullanıcıya verilmesi gibi akıllı sözleşmeler blokzincirler üzerinde sıklıkla kurgulanmaktadır. Bu gibi örneklerde olduğu gibi günümüzde akıllı sözleşmeler birçok sektörde de kullanılabilen bir yapı haline gelmiştir. Akıllı sözleşmenin geliştirilmesinde ilk adım, tokenin işlevselliğini belirleyecek parametrelerin ve kuralların tasarlanmasıdır. Bu parametreler arasında toplam arz, token standardı, dağıtım mekanizması, transfer kısıtlamaları ile oy hakkı, sahiplik hakları gibi özellikler yer almaktadır.

Bir akıllı sözleşmenin gerçekleşmesindeki en önemli unsur, sözleşmeyi tetikleyen koşuldur. Sözleşme kodlanırken belirlenen bu koşul gerçekleştiğinde, akıllı sözleşme otomatik olarak çalışır ve başlangıç aşamasında tanımlanmış işlemleri uygular. Koşul sağlanmadığı sürece, sözleşme herhangi bir işlem gerçekleştirme gereksinimi de duymayacaktır. RWA uygulamalarında akıllı sözleşmelerin kullanımına örnek olarak gayrimenkul tokenizasyonu verilebilir. Bu kapsamda, bir gayrimenkulün dijital olarak bölünmesi sonucunda bu gayrimenkulden elde edilen kira gelirleri akıllı sözleşme oluşturularak otomatik olarak ilgili tokenlerin bulunduğu cüzdan sahiplerine aktarılabilir veya gayrimenkul üzerinden oluşturulan temsili token, DeFi protokolleri ya da sigorta protokollerinde entegre edilerek bu protokollerdeki akıllı sözleşmeler ile ilgili tokenin entegrasyonu sağlanabilir.

Teknik olarak bakacak olursak akıllı sözleşmelerin tanımlandığı sözleşme adresleri, kripto varlıkların alışlagelmiş transfer işlemleri için kullanılan genel cüzdan adreslerinden farklılık göstermektedir. Cüzdan adresleri kripto varlıkları transfer etmek ve saklamak için kullanılırken, sözleşme adresleri ise akıllı sözleşmenin tanımlandığı koşulu yerine getirmek için kullanılan adreslerdir. Cüzdan adresleri kişiler tarafından kontrol edilirken, akıllı sözleşme adresleri kodlar tarafından otonom olarak yönetilmektedir.

b. Akıllı Sözleşme Dilleri

Akıllı sözleşmelerde kullanılan blokzincir ağları farklılık gösterebileceği gibi bu blokzincirler üzerinde kullanılan akıllı sözleşmeler de bazı parametreler bakımından farklılık gösterebilmektedir. Bu parametrelerin en önemlilerinden biri, akıllı sözleşmelerin programlandığı dildir. Akıllı sözleşme kodunun oluşturulması için kullanılan bu diller arasında günümüzde en yaygın akıllı sözleşme dili olarak

Solidity kullanılmaktadır. Ethereum blokzincirinde kullanılan Solidity dili aynı zamanda Ethereum Sanal Makinesi (Ethereum Virtual Machine-EVM) ile uyumlu olan Avalanche C-Chain, Binance Smart Chain gibi farklı blokzincir ağlarında da kullanılabilmektedir. Solidity sonrasında sık kullanılan bir başka akıllı sözleşme dili ise Vyper'dır. Vyper dili de EVM uyumlu bir dildir. EVM uyumlu olmayan akıllı sözleşme dilleri arasında en yaygın kullanılan dil, Solana ekosisteminin geliştirilmesinde kullanılan Rust dilidir. Move dili ise günümüzde Aptos ve Sui blokzincirlerinde kullanılmakta olup, bu blokzincirlerin dışında büyük ölçüde desteklenmemektedir. Akıllı sözleşme dillerinde geleneksel yazılım dillerinde olduğu gibi bazı dillere olan ağırlık belirgin bir şekilde görülmektedir. Uygulamada akıllı sözleşme geliştirmek için yaygın olarak kullanılan iki dil Solidity ve Rust dili olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 2: Yaygın Akıllı Sözleşme Dilleri

Akıllı Sözleşme Dili	Blokzincir Ağı
Solidity	Ethereum, Binance Smart Chain, Avalanche, Polygon, Fantom vb.
Vyper	Ethereum
Rust	Solana, Polkadot, Near Protocol, Cosmos
Move	Aptos, Sui
Michelson	Tezos
SmartPy	Tezos

Kaynak: [sciencedirect.com/](https://www.sciencedirect.com/) Future Generation Computer Systems

Akıllı sözleşme dillerinin tercih edilmesinde etken parametrelerin başında geleneksel programlama dilleriyle olan sözdizimsel benzerlikler gelmektedir. Günümüzde en çok kullanılan Solidity dili, sözdizimi açısından popüler programlama dillerinden birisi olan Javascript'e benzerliği dolayısıyla da geliştiriciler arasında oldukça kabul görmüştür. Solidity diline ek bir alternatif olarak oluşturulan Vyper ise Python benzeri bir sözdizimine sahiptir.

Solana ekosisteminin Rust dili ise programlama ve bellek güvenliği özellikleri açısından C ve C++ dilleri ile benzerlikler taşımaktadır. Bununla birlikte, akıllı sözleşme dili seçimi yalnızca sözdizimi benzerliği ile açıklanamamaktadır. Güvenlik özellikleri, topluluk desteği, ölçeklenebilirlik ve kullanılan blokzincirin teknik altyapısı da seçimde belirleyici parametreler olarak öne çıkar. Dolayısıyla, farklı blokzincirlerin farklı teknik gereksinimleri ve kullanım alanları, geliştiricilerin seçtiği dilleri de çeşitlendirmektedir.

c.Token Standartları

Her akıllı sözleşme dili, tasarlandığı teknik mimari ve hedef kullanım senaryosuna göre farklı avantajlar sunabilmektedir. Bu durum dillerin birbirlerinden belirgin şekilde farklılaşmasına neden olmaktadır. Akıllı sözleşmelerin oluşturulması için bu sözleşmelerin oluşturulduğu blokzincir üzerinde belirli standartlar geliştirilmiştir. Her blokzincirin farklı teknik yapısı ve kullanım alanları olması nedeniyle token standartları blokzincirden blokzincire değişiklik

gösterebilmektedir. Bir akıllı sözleşmenin nasıl oluşturulabileceğini ve hangi kurallara uyması gerektiğini bu standartlar tanımlar. Token standartları sayesinde akıllı sözleşmeler, ilgili blokzincirler üzerinde oluşturulan protokoller ile aynı standartları taşıyarak bu protokoller ile uyumlu bir şekilde işlevlerini yerine getirebilir. Tokenler ana kategori olarak değiştirilebilir ve değiştirilemez tokenler olarak ikiye ayrılır. Değiştirilebilir tokenlar alım satım işlemi gerçekleştirdiğimiz ve gündelik olarak kullandığımız kripto varlıklardır. Bu tokenlar için en yaygın token standardı Ethereum ağında kullanılan ve tokenların temel fonksiyonlarını tanımlayan ERC-20 standardıdır. Değiştirilemez tokenlar ise NFT'lerdir ve Ethereum ağında en bilinen NFT standardı ERC-721'dir. RWA'lar içinde NFT'lere benzer şekilde normal tokenlardan farklı teknik ve düzenleyici standartlar kullanılabilmektedir. Bu nedenle daha çok parametrenin yer aldığı, özellikle düzenleyici gereksinimlerine yönelik bazı kıstaslarının bulunduğu ERC-1400 veya ERC-3643 gibi RWA odaklı standartlar geliştirilmiştir.

Tablo 3: Token Standartları

Blokszincir	Standart	Açıklama
Ethereum	ERC-20	Ethereum üzerinde birbirleriyle takas edilebilen, yani değiştirilebilir tokenler oluşturmak için kullanılan en yaygın teknik standart.
	ERC-721	Ethereum üzerinde yeni NFT'ler oluşturmak için kullanılan NFT'lere özel standart.
	ERC-1155	Ethereum üzerinde hem değiştirilebilir hem de değiştirilemez özelliklere sahip tokenlerin oluşturulması için kullanılan çoklu standart.
	ERC-1400	Firma hisse senedi veya gayrimenkul gibi gerçek dünya varlıklarının tokenizasyonunda kullanılan ve yasal uyumluluk için belirli standartların eklenebildiği özel bir standart.
	ERC-3643	RWA uygulamalarında ERC-1400 standardına göre kimlik doğrulama, izinli transferler ve dinamik düzenleme uyumu gibi daha gelişmiş özellikler sunarak özellikle kurumsal ve düzenlemelerle uyumlu RWA projeleri için çözümler sunmayı hedefleyen standart.
Bitcoin	BRC-20	Ethereum blokszincirinin ERC-20 standardından esinlenerek oluşturulan ancak akıllı sözleşme kullanmayan, Bitcoin ağında değiştirilebilir tokenlerin ihracında kullanılan deneysel bir standart.
	BRC-721	Bitcoin blokszinciri üzerinde NFT'ler oluşturulmak için kullanılan standart.
TRON	TRC-10	TRON blokszinciri üzerinde basit ve düşük maliyetli tokenler oluşturmak için geliştirilmiş olup, TRON ekosisteminde tanımlanan ilk token standardı.
	TRC-20	TRON blokszinciri üzerinde yaygın olarak kullanılan ve ERC-20 tokenleri ile uyumlu akıllı sözleşmeler ile oluşturulan token standardı.
	TRC-721	TRON ağında yeni NFT'ler oluşturmak için kullanılan standart.
Solana	SPL Token	Ethereum ağındaki ERC20 standardına benzer bir şekilde Solana ağında yeni bir kripto varlık oluşturmak için kullanılan token standartlarının tümünü ifade etmektedir.
Binance Smart Chain(BSC)	BEP-20	Binance Smart Chain üzerinde yeni değiştirilebilir, kripto varlıklar ortaya çıkarmak için kullanılan standart. Ethereum üzerindeki ERC-20'den esinlenerek oluşturulmuş ve onunla uyumludur.

Kaynak: tastycrypto.com

2.Blokzincirler Üzerindeki RWA Uygulamalarının Avantajları

Tokenize gerçek dünya varlıkları, finansal piyasalar, kurumsal yapılar ve teknolojik uygulamalar dahil olmak üzere farklı birçok alanda kullanılabilir. Ancak RWA'ların uygulanabilirliği, ilgili bölgedeki hukuki ve düzenleyici çerçevelere bağlı olarak değişiklik gösterebilir. Bu nedenle, DeFi protokolleriyle merkezi yönetim yapısına sahip tokenizasyon platformları arasında kullanım şekli, uyum yükümlülükleri, riskler ve avantajlar açısından bazı farklılıklar ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca, düzenleyici otoritenin tokenize edilmiş varlığı sınıflandırmasındaki farklılıklar (menkul

kıymet, emtia vb.), yatırımcı profili ve tokenin teknik kurgulanışı gibi unsurlar tokenize RWA'ların kullanım alanlarını ve avantaj durumlarını doğrudan etkilemektedir. Tokenizasyon, özellikle likiditeyi artırma ve daha geniş yatırımcı erişimi sağlama açısından önemli avantajlar sunar. Daha önce satılması veya takas edilmesi zor olan varlıklar, blokzincir üzerinde tokenize hale getirildiğinde 7/24 işlem yapılabilir bir yapıya evrilir. Genel olarak tokenize RWA'lar ilerleyen bölümde de detaylandırılacağı şekilde aşağıdaki amaçlarla kullanılabilir.

a.DeFi Uygulamaları ve Teminatlandırma

- Teminatlandırma ve DeFi entegrasyonu,
- Blokzincir teknolojisinin sunduğu şeffaflık özelliği sayesinde, tüm katılımcıların zincir üzerindeki verileri anlık ve şeffaf bir şekilde görüntüleyebilmesi,
- Fon dağıtımının kullanıcılar arasında geleneksel sistemlere kıyasla daha hızlı gerçekleştirilme imkânı,
- Risk yönetimi ve uyum entegrasyonu,

En yaygın tokenize RWA'lar arasında stabil kripto varlıklar öne çıkarken, aslında DeFi uygulamalarının da en yaygın kullanım biçimlerinden biri stabil kripto varlıklardır. DeFi protokolleri arasında transferler, getiri elde etme veya merkeziyetsiz alım satım platformlarındaki takas işlemleri ağırlıklı olarak bu varlıklar üzerinden gerçekleşmektedir. RWA'lar tokenizasyon süreciyle blokzincire taşındıktan sonra, bu dijital varlıklar belirli DeFi protokollerinde teminat olarak kullanılabilir. Böylece token sahipleri, teminatlarını kullanarak borç alabilir, getiri elde edebilir veya DeFi protokolleri tarafından sunulan diğer

finansal avantajlardan faydalanabilir. Bu uygulama, finansal sistem ile DeFi arasındaki entegrasyonu artırırken, ilerleyen bölümlerde değinileceği üzere sisteme özgü riskleri de beraberinde getirebilir. DeFi protokollerinde teminatlandırma uygulamaları, MakerDAO tarafından topluluk oylaması sonucunda tokenize RWA teminatlarının kabul edilmesiyle başlamıştır. Bu gelişme sayesinde merkeziyetsiz finans protokolü olan MakerDAO'nun 2023 gelirlerinin %80'inden fazlası tokenize RWA'lardan oluşmuştur. DeFi uygulamalarındaki diğer bir kullanım alanı ise sentetik kripto varlıklardır. Bu varlıklar, gerçek dünya varlıklarını doğrudan tokenize etmek yerine, bu varlıkların fiyat hareketlerini blokzincir üzerinde türev sözleşmeler aracılığıyla temsil etmektedir. Bu modelde oluşturulan token; altın, döviz, hisse senedi, endeks veya emtia gibi bir varlığın fiyatını oracle sistemleri aracılığıyla takip etmektedir. Ancak bu varlıklar gerçek varlık üzerinde mülkiyet veya nakit akışı hakkı sağlamamaktadır. Bu yapı, merkeziyetsiz türev piyasalarının temelini oluşturur ve özellikle Synthetix gibi protokoller tarafından uygulanmaktadır.

Grafik 4: DeFi Üzerindeki Tokenize RWA'ların Toplam Kilitli Değer Miktarı



Kaynak: defillama.com

DeFiLlama verileri, 2021–2022 döneminde DeFi protokolleri üzerindeki tokenize edilmiş gerçek dünya varlıklarının sınırlı bir büyüklüğe sahip olduğunu, ancak 2023 yılının ortalarından itibaren belirgin ve hızlı bir artış sürecine girildiğini göstermektedir. Bu gelişme, tokenize RWA'ların DeFi ekosisteminde giderek daha fazla teminat ve likidite aracı olarak kullanılmaya başlandığına işaret etmektedir. Bu çerçevede "Toplam Kilitli Değer" (Total Value Locked – TVL), belirli bir DeFi protokolünde akıllı sözleşmeler aracılığıyla teminat, likidite sağlama veya yatırım amacıyla kilitlenen kripto varlıklar ile tokenize edilmiş gerçek dünya varlıklarının toplam parasal büyüklüğünü ifade etmektedir. TVL, bir protokolün ölçeğini, kullanıcı güvenini ve sistemde tutulan teminat hacmini göstermesi bakımından temel performans göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir.

Eylül 2025 itibarıyla DeFiLlama verilerine göre, DeFi ekosistemi içinde işlem görmek üzere akıllı sözleşmelere kilitlenen tokenize RWA'ların toplam değeri 15 milyar ABD dolarını aşmıştır (Grafik 4).

b. Şeffaflık

Blokzincir teknolojisinin şeffaflık özelliği, ağ üzerinde gerçekleşen tüm işlemlerin değiştirilemez biçimde kaydedilmesine ve bu işlemlerin anonim bir şekilde, ağdaki tüm katılımcılar tarafından görüntülenebilmesine olanak tanır. Gerçek dünya varlıkları, blokzincir teknolojisi üzerinde dijitalleşmeleri dolayısıyla blokzincirin sunduğu şeffaflık avantajına da sahip olmaktadır. Bu şekilde ilgili varlığın hangi cüzdanlar arasında transfer edildiği, bu cüzdanlar arasındaki mülkiyet devrine ve sağlanan haklara yönelik geçmiş hareketlerin doğrulanması anonim bir şekilde yapılabilir. Aynı zamanda bir varlığın gerçekten tokenize edilip edilmediği veya aynı varlığın birden çok defa blokzincir üzerinde temsil edilip edilmediğine yönelik bilgiler blokzincir üzerinde tüm katılımcılar tarafından şeffaf bir şekilde görüntülenebilir. DeFi açısından bakacak olursak, teminat kullanımının zincir üstünde görülmesi, bir varlığın birden fazla işlemde eşzamanlı teminat olarak kullanılması gibi risklerin önüne geçebilirken, otonom ödeme ve nakit akışı süreçlerinin akıllı sözleşmeler aracılığıyla şeffaf biçimde yönetilmesi ilgili blokzincir

kullanıcılarına veri sağlayarak, raporlama yüklerini azaltır ve risk yönetim süreçlerini güçlendirebilir.

c. Anlık Transfer ve Küresel Erişim

Kripto varlıklar yapıları gereği cüzdanlar arasında bulundukları ağlar üzerinden transfer edilebilir yapıdadır. Bu nedenle kripto varlık uygulaması olan tokenize RWA'lar da tokenize edildikleri blokzincir ağı üzerinden cüzdanlar arasında transfer edilebilir hale gelmektedir. Tokenize edilmiş varlıklar genellikle kısa süreler içerisinde coğrafi durumdan bağımsız ve 7/24 olarak transfer edilebilir bir şekilde kurgulanmaktadır. Aynı zamanda akıllı sözleşmeler ile gayrimenkul ve sigorta sektörlerine yönelik tokenizasyonlar da firmaların çalışma saatlerindeki kısıtlamalar ile karşı karşıya kalmadan küresel çapta zaman diliminden bağımsız anlaşmalar yapılması ve sınır ötesi pazar erişimini de destekler nitelikte olan küresel erişime açık hale gelmektedir.

d. Operasyonel Verim

Operasyonel açıdan, tokenize gerçek dünya varlıkları, geleneksel piyasalarda daha uzun süre içerisinde gerçekleşen işlemlerin saniyeler içinde gerçekleştirilmesine imkân sunabilmektedir. Geleneksel alım satım işlemlerinde gerçekleşen mutabakat süreci uzun bir sürede gerçekleşebilirken, tokenize gerçek dünya varlıkları üzerindeki işlemler atomik takas yöntemi ile anında uzlaşma şeklinde işlemlerin hızını önemli ölçüde artırabilir. Aynı zamanda atomik ödeme, otonom akıllı sözleşmeler nedeniyle karşı taraf cüzdanına gerçekleştirilecek olan teslimatın başarısız olma riskini de daha düşük seviyeye indirebilir. İşte mutabakat ve devir süreçlerinde gerçekleşen bu hız,

aracı ihtiyacının ortadan kalkması nedeniyle operasyonel maliyetlerde tasarruf sağlayabilir. Kira ödemeleri, yönetim gelirleri gibi işlemler akıllı sözleşmeler ile otomatik hale getirilerek, ilgili cüzdanlar arasında aktarım yapılabilir. Bu durum, manuel muhasebe ve ödeme süreçlerine duyulan ihtiyacı ortadan kaldırır ve gerçek dünya varlıkları bakımından da operasyonel verimliliğin artmasına katkıda bulunabilir.

e. Likidite

Blokzincir teknolojisi sayesinde tokenize RWA'lara dünya çapında anlık erişim mümkün hâle gelmektedir. Aynı zamanda, gerçek dünya üzerinde halihazırda var olan bir varlığın blokzincir ağları üzerinde ayrı bir dijital temsiline oluşturulması, yeni bir likidite alanının doğmasını sağlar. Özellikle gayrimenkul, sigorta ve enerji gibi sektörlerde, büyük projeler içerisindeki varlıkların daha küçük birimlere bölünerek alınıp satılabilmesi ve işlemlerin anlık olarak gerçekleşebilmesi, kullanıcı kitlesinin genişlemesine imkân tanır. Böylece, gerçek dünyada mevcut olan bir varlık, zincir üstü dünyada farklı avantajlarla, farklı kullanıcı gruplarının erişimine açık hâle gelir. Ayrıca, varlıkların küçük birimlere bölünmesi, farklı yatırımcıların kendilerine uygun risk profiline göre pozisyon alabilmesini ve zincir üstü dünya üzerinde portföy çeşitlendirme işlemlerini gerçekleştirebilmelerine olanak tanıyabilir. Tokenize RWA'ların DeFi protokolleri üzerinde kullanılabilmesi ve likidite havuzlarına entegre edilebilmesi, bu varlıkların yalnızca alınıp satılabilen enstrümanlar olmaktan çıkarak zincir üstü finansal faaliyetlerde aktif biçimde değerlendirilmesini mümkün kılmakta ve ek bir likidite yaratma imkânı sunmaktadır.

4. Blokzincir Üzerindeki RWA Uygulamalarının Riskleri

Tokenizasyon uygulamaları, biraz önce bahsetmiş olduğumuz avantajları sağlarken, bünyesinde bazı riskleri de barındırabilmektedir. Hem blokzincir teknolojisi hem kripto varlıklar hem de tokenizasyon uygulamalarının kendisine özgü bazı riskleri bulunmaktadır. Biraz sonra belirteceğimiz riskler tokenize gerçek dünya varlıkları için karşılaşılan genel riskler olup, farklı parametrelere sahip tokenizasyon projelerinin daha başka riskleri de taşıyabileceğini unutmamak gerekir.

a.Küresel Hukuki Belirsizlikler

Tokenize edilmiş varlıklar ve tokenizasyona konu olan dayanak varlıklar farklı coğrafi bölgelerde farklı hukuki çerçevelere tabi olabilir. Farklı yargı bölgelerinde kripto varlıkların veya tokenize RWA'ların farklı bir şekilde tanımlanması, düzenleyici gerekliliklerin ve KYC uygulamalarının farklılaşması gibi parametreler, tokenize RWA'ların bölgesel karmaşıklığını da artırabilir. Örneğin ABD'de farklı düzenleyici otoriteler, finansal varlıkların tokenize edilmiş versiyonlarını da farklı statülerde ele almaktadır. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC) düzenlemeleri uyarınca bir kripto varlığın menkul kıymet statüsünde olup olmadığı "Howey Testi" ile belirlenirken, tokenize gerçek dünya varlıkları da doğası gereği bu kapsamdaki ölçütlere tabi olabilmektedir. Emtia Vadeli İşlemler Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission-CFTC) ise çoğunlukla SEC'nin yetki alanına girmeyen ve Howey Testi kapsamında menkul kıymet niteliği taşımayan kripto varlıkları, emtia sınıflandırması kapsamında değerlendirebilmektedir.

Avrupa Birliği'nde ise, MiCA'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte kripto varlıklara ilişkin

çerçeve netleşirken, geleneksel menkul kıymetlerin tokenize versiyonlarının hangi düzenleyici çerçeveye tabi olacağı, özellikle hem kripto varlık hem de sermaye piyasası aracı özellikleri taşıyan örneklerdeki tokenin, finansal araç niteliği taşıyıp taşımadığına bağlı olarak değerlendirilir. Örneğin, menkul kıymetler üzerinden tokenize edilen gerçek dünya varlıklarının MiCA kapsamına mı gireceği yoksa MiFID II çerçevesinde finansal araç olarak mı sınıflandırılacağı hususu, uygulamada somut token yapısına göre değerlendirme gerektirmektedir. Bu ayırım, tokenize edilen varlığın hukuki ve ekonomik özellikleri ile token sahiplerine sağladığı hakların niteliğine bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir. Tokenize edilmiş varlık, finansal araç tanımına giriyorsa MiFID II kapsamında finansal araçlara ilişkin düzenlemelere tabi olurken, buna karşılık finansal araç niteliği taşımayan tokenize varlıklar ise MiCA kapsamında kripto varlık düzenlemeleri çerçevesinde değerlendirilebilecektir.

Bu durumdaki gibi farklı düzenleyici otoriteler tarafından getirilen farklı yaklaşımlar bazı tokenize gerçek dünya varlıklarının belirli coğrafi bölgeler üzerinde kullanımı veya transfer edilebilirliği açısından kısıtlar ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu durum, ilgili tokenize RWA'ların hem kullanım alanını daraltırken hem de bu varlıklara olan erişimde ek maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olabilir.

İlgili varlıkların sınıflandırılmasına yönelik hukuki riskler dışında özellikle mülkiyetin temsili olarak tanınmasındaki belirsizlikler de bulunmaktadır. Günümüzde geleneksel hukuk sistemi üzerinde ağırlıklı olarak mülkiyetin tespiti için genellikle fiziksel mülkiyet, kâğıt tapular veya merkezi kayıt sistemleri ile tespit işlemleri gerçekleştirilmektedir. Ancak blokzincir üzerinde gerçekleşen mülkiyet

işlemleri ise anonim olarak akıllı sözleşmeler ile yürütülmektedir.

b. Değerleme

Tokenize gerçek dünya varlıklarının değerlemesi, geleneksel finansal varlıklara yönelik gerçekleştirilen değerlendirme sürecinden daha karmaşık bir sürece sahip olabilmektedir. Temel olarak baktığımızda bir tokenize varlığın değeri, temsil ettiği gerçek dünyadaki varlığın değerine dayanır. Bu noktada gayrimenkuller nakit akış yöntemleri veya pay senetlerinde ise piyasa çarpanları gibi standart değerlendirme teknikleri geçerli olacaktır. Ancak bir token sunabileceği imkanlar nedeniyle ek değerlendirme unsurları da gerektirebilir. Tokenize varlığın hangi ekonomik faydaları sağladığı veya kurgulanmış olduğu gerçek dünya varlığının ekonomik yapısına ne kadar bağlı olduğu ilgili kripto varlığın değerlemesinin de farklılaşmasına neden olabilir. Örneğin, tokenize edilmiş bir gayrimenkul için, geleneksel gayrimenkul değerlemesi ile bu gayrimenkul kullanılarak oluşturulan tokenin değerlemesi arasında yapısal farklılıklar oluşabilir. Geleneksel olarak bir gayrimenkul; kira geliri, uzun vadeli değer artışı gibi beklentiler dikkate alınarak değerlendirirken, tokenize edilmiş gayrimenkul, kira getirisine sahiplik hakkı vermeden oluşturulabilir. Bu durumda gayrimenkulün elde ettiği nakit akışının yerine, ikincil piyasadaki likidite düzeyi ve tokenin gelecekte sağlayacağı faydalara ilişkin beklentiler üzerinden bir değerlendirme yaklaşımı benimsenebilir.

Aynı zamanda ikincil piyasa işlemlerinde tokenize varlığın genel kabul görmemesi durumunda, geleneksel varlık fiyatına göre sapmalar olması da söz konusu olabilir. Bu nedenle ilgili geleneksel varlığa yönelik olarak halihazırda kullanılan değerlendirme modelleri tek başına tokenize varlıkların değerlemesi için yeterli olmayabilir.

c. Likidite Parçalanması ve Piyasa Kabulü

Tokenize gerçek dünya varlıklarının geniş bir yatırımcı kitlesi ve piyasa katılımcısı tarafından benimsenmesini sınırlandıran temel unsurlardan biri, aynı dayanak varlıktan türetilmiş tokenize varlıkların farklı blokzincir altyapıları üzerinde parçalı biçimde ihraç edilmesidir. Bir varlığın birden fazla blokzincirde, farklı teknik standartlar ve protokoller altında tokenize edilmesi, likiditenin tek bir pazar yeri üzerinde yoğunlaşmasını engelleyerek çeşitli platform ve protokollere dağılmasına yol açmaktadır. Bu likidite parçalanması, fiyat oluşumunun etkinliğini azaltmakta ve bazı platformlar bakımından işlem hacimlerini sınırlamakta olup, ilgili tokenize varlık açısından yeterli piyasa derinliğinin oluşmasını zorlaştırabilmektedir.

Likiditenin ve piyasa derinliğinin sınırlı olduğu bir ortamda, yatırımcılar açısından alım-satım maliyetleri artmakta, fiyat oynaklığı yükselmekte ve işlemlere giriş ve çıkış esnekliği azalmaktadır. Bu durum, tokenize RWA'ların en sık vurgulanan avantajlarından biri olan işlem kolaylığı ve erişilebilirlik iddiasını zaman zaman zayıflatabilmektedir. Aynı zamanda bu durum tokenizasyonun pratik faydalarının, teorik vaatlerinin gerisinde kalmasına neden olmaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcılar bakımından, yeterli likiditeye ve güvenilir fiyatlama mekanizmalarına sahip olmayan tokenize varlıklar, bu varlıkların risk-getiri profilinin sağlıklı biçimde ölçülememesi ve portföy içerisindeki ağırlıklarının rasyonel şekilde belirlenememesi nedeniyle, portföy tahsisi açısından cazibesini kaybedebilmektedir.

Bu çerçevede, tokenize RWA'ların piyasa kabulünün artması, yalnızca varlıkların teknik olarak tokenize edilmesine değil, aynı zamanda ilgili varlığın likiditesi yüksek bir şekilde, geniş katılımcı tabanına sahip pazar yerlerinde işlem

görebilmesine bağlıdır. Aksi halde, blokzincirler arası parçalanmış yapı devam ettiği sürece, tokenize varlıkların benimsenmesi sınırlı kalacak ve tokenizasyonun piyasa ölçeğinde dönüşüm yaratma potansiyeli tam anlamıyla hayata geçirilemeyecektir.

d. Operasyonel ve Siber Riskler

Tokenize RWA'lar, gerçek dünya varlıklarını dijital dünyaya taşımaları nedeniyle tamamıyla zincir üstü dijital varlıklar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle bu varlıklar dijital yollar ile kaybolabilir ve bu durum çoğu zaman geri dönüşü olmayan sonuçlar yaratabilir. Akıllı sözleşmenin hatalı bir şekilde oluşturulması veya akıllı sözleşmede bir açık meydana gelmesi gibi durumlar tokenize RWA'ları siber saldırılara daha açık hale getirir. Tokenizasyon süreçlerinin başlangıcında kurgulanan akıllı sözleşmeye yönelik kodun hatalı bir şekilde oluşturulması, kurgulamaya yönelik eksik test süreçleri ve özellikle merkeziyetsiz protokoller üzerindeki denetim yetersizlikleri nedeniyle belirli siber riskler oluşabilir. Tokenize edilen varlık kurgulandığı akıllı sözleşmenin koşullarına paralel bir şekilde oluşturulduğu için akıllı sözleşmenin kurgulanışında gerçekleştirilecek bir hata tokenize varlığın da hatalı çalışmasına neden olabilir. Bunun dışında tokenize edilmiş varlığın saklanması için üçüncü taraf bir saklama kuruluşu ile çalışılıyorsa, bu saklama kuruluşunda oluşabilecek operasyonel bir hata da ilgili tokenize varlığı etkileyebilme potansiyeline sahiptir. Saklama kuruluşu nezdinde özel anahtarın kaybı veya siber saldırı neticesinde bu anahtarlara erişim sağlanması ilgili tokenize varlıkların kaybolmasına ve farklı kişilerin

cüzdanlarına aktarılmasına ortam yaratabilir. Blokzincirler üzerinde üçüncü taraf olarak sıklıkla kullanılan mekanizmalardan bir diğeri ise "oracle" mekanizmalarıdır. Oracle mekanizmaları, blokzincirlere başlangıçta kurgulandıkları koşullar dışında zincir dışı dünyadan veri sağlayarak, blokzincirlerin aktif bir şekilde zincir dışı dünya ile iletişim kurmalarına olanak tanıyan mekanizmalardır. Örneğin, bir akıllı sözleşme, hava durumu, gayrimenkulün kira geliri veya hisse senedi gibi değişken verileri doğrudan blokzincir üzerinden alamaz. Ancak oracle mekanizmaları bu verileri blokzincire doğrudan ileten aracı bir mekanizma görevi görebilir. Bu nedenle oracle sağlayıcı üzerinde gerçekleştirilecek veri gecikmeleri veya blokzincire aktarılan bir verinin hatalı olması, tokenize varlığın da fiyat, teminat gibi mekanizmalarını doğrudan etkileyerek operasyonel riskler yaratabilir. Siber tehditler, blokzincir ekosisteminde en önemli sorun alanlarından biri olarak öne çıkmakta olup, akıllı sözleşmeler temelinde geliştirilen tokenize gerçek dünya varlıkları da doğası gereği zaman zaman bu tehditlere açık olabilmektedir. Akıllı sözleşmelerin yanı sıra oracle mekanizmalarına yönelik olarak da ayrı siber riskler bulunabilmektedir. Oracle mekanizmalarına yönelik siber saldırılar sonucunda, oracle tarafından blokzincire iletilen veriler, manipüle edilebilir ve blokzincire hatalı bilgiler gönderilebilir. Bu tür hatalı veriler, bir varlığın fiyatının ilgili blokzincire yanlış bildirilmesi gibi durumlara yol açabilir. Bu durum, ilgili varlığın değerlemesinde bozulmalara, teminat olarak kullanımında aksaklıklara ve piyasada fiyat dalgalanmaları yaşanması gibi durumlara neden olabilir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Kripto varlıklar, 2008 yılında ipotekli konut kredileri kaynaklı küresel finansal kriz sonrasında, geleneksel finans sistemine duyulan güvenin sarsılmasıyla ortaya çıkmıştır. İlk kripto varlık olan Bitcoin, eşler arası bir e-nakit ödeme sistemi olarak tasarlanmış olup, blokzincir teknolojisinin gelişmesiyle birlikte farklı kullanım alanlarının gelişmesine zemin hazırlamıştır. Bu alanlar arasında NFT'ler, DeFi, tokenize gerçek dünya varlıkları, merkeziyetsiz otonom organizasyonlar yer alırken, makalemizin ana konusu olan tokenize gerçek dünya varlıkları pazarının günümüzde henüz emekleme aşamasında olduğu aşikardır. Rwa.xyz verilerine göre bu makalenin yazımı sırasında yaklaşık olarak 320 milyar dolar seviyesine ulaşan tokenize gerçek dünya varlıkları pazarının yüzde 94'ünden büyük bir kısmını ABD dolarına endekli stabil kripto varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam piyasa büyüklüğü içerisinde ABD fonlarına yönelik tokenize fonlar toplam piyasanın %3'ü kadarken, tokenize emtia ve özel krediler toplam pazarın sadece %2'sini oluşturmaktadır. Stabil kripto varlıkların pazar büyüklüğü ve benimsenme oranının, diğer tokenize varlıklara kıyasla çok daha yüksek seviyelerde olması nedeniyle, küresel ölçekteki kurumlar, özellikle Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO) gibi kuruluşlar, çalışmalarını ve dolayısıyla yayımladıkları kılavuzları, büyük ölçüde stabil kripto varlıklar üzerinde yoğunlaştırmaktadır.

Bu durum nedeniyle bu alandaki çalışmalar, diğer tokenize varlıklar (örneğin hisse senetleri, emtia, gayrimenkul, fonlar) için yapılan çalışmalara kıyasla daha fazla dikkat çekmektedir. Hisse senedi, emtia ve gayrimenkul tokenizasyonu, günümüzde

finansal sistemin bir sonraki aşaması olarak görülse de bu alanlardaki gelişmelerin şu an için stabil kripto varlıkların gerisinde kaldığı gözlemlenmektedir. Özellikle ABD'de birçok büyük yatırım firması tarafından ihraç edilen ve hazine varlıkları ile geleneksel piyasalarda işlem gören bazı enstrümanlar üzerinden türetilen tokenize fonlar, büyük ölçekteki kurumsal veya özel yatırımcı gruplarının yatırım yapabileceği şekilde genişlemektedir. Bu girişimler, RWA pazarının stabil kripto varlıklar dışında gelişimi için önemli bir rol üstlenmekte olup, ihraç edilen tokenize varlıklar, dünyanın önde gelen yatırım firmaları tarafından oluşturulmuştur. Bu durum söz konusu firmaların bu alana olan ilgisini açıkça göstermektedir.

Özellikle zincir üstünde gerçekleştirilen işlemlerin şeffaf bir şekilde tüm kullanıcılar tarafından görüntülenebilmesi, coğrafi olarak herhangi bir bölgeye bağlı kalmadan yerine getirilebilen anlık transfer işlemleri ve yatırımcıların fiziksel olarak tek sahiplik altında sahip olamayacakları varlıklara, bölünerek yatırım yapabilme imkânı, az önce bahsetmiş olduğumuz bazı büyük yatırım firmalarının ilgisini çekmiş olacak ki bu alandaki çalışmaların pilot uygulamalar şeklinde olsa da devam ettiği görülmektedir.

Önümüzdeki dönemde bu varlıkların yalnızca belirli yatırımcı kitlelerinin erişimine değil, daha geniş yatırımcı kitlelerin kullanımına sunulması, tokenize RWA'ların benimsenmesini de giderek artırabilme potansiyeline sahiptir. Bu nedenle, özellikle geleneksel finansal enstrümanlar üzerinden tokenize edilmiş RWA'ların kısıtlama olmadan bireysel yatırımcıların erişimine açılması, benimsenme açısından önümüzdeki dönemde etkili olacak en önemli unsurların başında gelmektedir. Bu

çerçeve tokenize RWA'lar, kısa vadede sınırlı bir yatırımcı kitlesine hitap etse de orta ve uzun vadede geleneksel finans ile

blokszincir tabanlı finansal yapılar arasında köprü görevi üstlenebilecek stratejik bir alan olarak değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

Bartoletti, M., Benetollo, L., Bugliesi, M., Crafa, S., Dal Sasso, G., Pettinau, R., Pinna, A., Piras, M., Rossi, S., Salis, S., Spanò, A., Tkachenko, V., & Tonelli, R. (2025). *Smart contract languages: A comparative analysis*. *Future Generation Computer Systems*, 164, 107563. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167739X24005272>

Çikot, Ö. (2011). *Dünyada gayrimenkul yatırım ortaklıkları*. Sermaye Piyasasında Gündem, Eylül 2011, 23. <https://tspb.org.tr/yayinlar/sermaye-piyasasinda-gundem-eylul-2011/?sayfanumarasi=23#pdf>

Deniz U. (2025) Kripto Varlık Krizleri. Gösterge, Bahar, 2025, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, s.34 <https://tspb.org.tr/yayinlar/gosterge-bahar-2025/?sayfanumarasi=34#pdf>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2025). *Tokenization of financial assets*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD809.pdf>

Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system*. Bitcoin.org

Bilgili, F., & Cengil, F. (2022). *Blockchain ve kripto para hukuku*.

Saltürk O. (2018) Dünyada Menkul Kıymetleştirme. Gösterge, Kış 2018, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, s.54 <https://tspb.org.tr/yayinlar/gosterge-kis-2018/?sayfanumarasi=54#pdf>

Securities Industry and Financial Markets Association. (2009). SIFMA Research Report <https://www.sifma.org/resources/research/>

United States Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*.

<https://www.afme.eu/publications/data-research/dlt-based-capital-market-report-september-2025/>

<https://www.investopedia.com/ask/answers/041515/what-role-did-securitization-play-us-subprime-mortgage-crisis.asp>

<https://www.coindesk.com/coindesk-indices/2025/05/07/crypto-for-advisors-trends-in-tokenizing-real-world-assets>

<https://www.eib.org/en/press/all/2021-141-european-investment-bank-eib-issues-its-first-ever-digital-bond-on-a-public-blockchain>

<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/from-ripples-to-waves-the-transformational-power-of-tokenizing-assets>

<https://www.investopedia.com/terms/t/treasurybill.asp>

<https://www.gate.com/tr/learn/course/introduction-to-tokenized-treasuries-and-on-chain-bonds/deep-dive-into-tokenized-treasuries>

<https://www.techopedia.com/value-of-tokenized-us-treasuries-surges-by-600-since-january>

<https://www.investopedia.com/terms/s/securitization.asp>

<https://chain.link/education-hub/real-world-assets-rwas-explained>

<https://rwa.xyz/>

<https://www.rwa.io/post/step-by-step-guide-to-blockchain-asset-tokenization>

<https://sentora.com/research/articles/the-role-of-rwas-in-defi-institutional-adoption-risk-considerations>

<https://bilgiplatformu.btcturk.com/blokzinciri/akilli-kontrat-nedir/>

<https://chain.link/education-hub/smart-contract-programming-languages>

<https://help.1inch.io/en/articles/5711414-what-is-the-difference-between-a-wallet-address-contract-address-and-a-private-key>

<https://www.tastycrypto.com/blog/crypto-token-standards>

<https://www.rwa.io/post/using-real-world-assets-as-collateral-in-defi>

<https://mielogroup.com/mica-vs-mifid-when-crypto-becomes-a-financial-instrument/>

<https://coinmarketcap.com/academy/article/real-world-assets-rwa-bridging-the-gap-between-defi-and-tradfi>

<https://www.weforum.org/stories/2025/08/tokenization-assets-transform-future-of-finance/>

<https://digitalfinancenews.com/research-reports/real-world-asset-tokenization-challenges-opportunities-and-the-future-of-finance/>

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

