



# *Sermaye Piyasası Kurulu*

**DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİNİN  
SAKLAMASINA İLİŞKİN UYGULAMALAR,  
SORUNLAR VE ÖNERİLER**

**Yeterlilik Etüdü**

**Selami ERBAŞ  
Uzman Yardımcısı**

**ANKARA  
Mayıs 2004**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Hem bütçe açıklarının finansmanı hem de para politikasına destek bir maliye politikası aracı olarak, devlet hazinelerinin ihraç ettiği DİBS'lere ilişkin piyasaların gördüğü işlevler son yıllarda meydana gelen finansal krizlerden sonra daha iyi anlaşılmuştur. Bu piyasaların geliştirilmesi amacıyla özellikle menkul kıymet hak sahipliğinin takibi için etkin ve güvenilir bir saklama sisteminin kurulmasına ve yatırımcı tabanının korunması açısından bireysel yatırımcılara yönelik doğrudan çeşitli hizmetlerin sunulmasına daha fazla önem verilmeye başlanmıştır.

Hem piyasaların likiditesinin artırılabilmesi hem de haksahipliğinin etkin ve güvenilir olarak izlenmesinin sağlanmasını teminen saklama sisteminde kaydedilen gelişmeler esas itibarıyla, menkul kıymetlere ilişkin haksahipliğinin basılı sertifikalardan kopararak kaydi menkul kıymet hesaplarında izlenmesine dayanmaktadır. Başlangıçta hareketsizleştirilmenin benimsenmesi şeklindeki bir kaydi sisteme geçişe DİBS'lerin öncülük ettiği görülmektedir. Ancak kaydi sistem ile öngörülen faydaların elde edilebilmesi hukuki ve teknik altyapısı olan bir saklama sisteminin oluşturulmasına bağlı bulunmaktadır.

Saklama sisteminin yapısı büyük ölçüde ülkelerin tarihsel ve sosyo-ekonomik koşullarına dayalı olarak gelişmiştir. Takas ve saklamaya ilişkin olarak uluslararası oluşumlar tarafından geliştirilen tavsiye ve ilkelerde menkul kıymetlerin merkezi saklamacı nezdinde kaydileştirilerek izlenmesi ve saklanması önerilmekte, katılımcı (üye) olan finansal kuruluşların kendilerine ait menkul kıymetlerin müşterileri adına tuttukları menkul kıymetlerden ayrı izlenmesi yatırımcıların korunması açısından temel güvenlik mekanizması olarak düşünülmektedir. Bu bağlamda ileri bir aşama olarak, merkezi saklamacı nezdinde nihai yatırımcıların hesaplarının tutulabilmesi anlamında başta İskandinav ülkeleri ve Yeni Zelanda olmak üzere müşteri ismine saklama sisteminin kurulduğu örnekler de bulunmaktadır. Öte yandan, birçok örnekte DİBS'ler için merkezi saklama sisteminin önce merkez bankası bünyesinde kurulduğu, daha sonra da merkez bankasına bağlı ayrı bir birime devredildiği görülmektedir. Ancak, son yıllarda DİBS'lerin saklanması merkez bankaları veya onlara bağlı birimlerin bünyesinden çıkarılarak tüm menkul kıymetlere yönelik hizmet veren merkezi saklama kuruluşlarına devredildiği örneklerin sayısı giderek artmaktadır.

Ülkemizde de 1980'li yılların ortalarından başlayarak günümüze kadarki süreçte DİBS'ler kamu finansmanının en önemli unsurlarından biri haline gelmiştir.

Hazine ve TCMB tarafından oluşturulan düzenlemeler çerçevesinde ihraç edilen ve gerek İMKB’de gerekse borsadışı piyasada işlem gören DİBS’ler TCMB bünyesinde saklanmakta ve izlenmektedir. Takasbank ise İMKB’deki işlemler ile ilgili olarak TCMB sisteminin bir katılımcısı sıfatıyla saklama hizmeti vermektedir. Ülkemizde DİBS işlemlerine ilişkin temel sorunlar yeterli hukuki ve teknik altyapı oluşturulmadan fiilen kaydi sisteme geçilmesi, kurumlar arasındaki yetki paylaşımının belirsizliği, DİBS’lerin diğer yatırım araçları için geliştirilen güvence mekanizmaları kapsamında olmaması ve özellikle de gerek müşterilerin gerekse denetleyici kurumların müşterilerin banka veya aracı kurumdan aldığı DİBS’lere ilişkin bilgileri kontrol edebilecekleri üçüncü bir tarafın olmamasıdır.

DİBS işlemlerinin güvenliği açısından mevcut ve muhtemel sorunların giderilebilmesi için öncelikle yurtdışı uygulamalarında henüz çok yaygın bir biçimde görülmemekle birlikte bazı ülkelerde benimsenmiş olduğu ve ülkemiz koşulları dikkate alındığında, mevcut durumda Takasbank’ta hisse senetleri içi uygulanan müşteri ismine saklama ve izleme sistemine benzer bir yapının DİBS’ler için de kurulması gerektiği düşünülmektedir. Bu bağlamda, SPK tarafından karar verilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakları kayden izleyecek MKK bünyesinde DİBS’lerin de kaydileştirilerek saklanması ve izlenmesi yerinde olacaktır. Bu geçiş, yurtdışı uygulamalarında tüm menkul kıymetlerin tek bir merkezi saklamacı bünyesinde kaydileştirilerek saklanması ve merkez bankalarının DİBS’ler için merkezi saklamacı işlevini bu kuruluşlara devretmesi eğilimine paralellik gösterecektir.

# İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR CETVELİ .....	I
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ .....	IV
<b>GİRİŞ</b> .....	1
<b>BİRİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>DİBS PİYASALARINA İLİŞKİN DÜZENLEME YAKLAŞIMI</b> .....	2
1.1. Kavramsal Çerçeve ve Piyasa Yapısı .....	2
1.2. DİBS Piyasalarını Düzenleme ve Denetleme Yetkisi .....	5
1.3. Yatırımcıları Koruma Perspektifi .....	6
1.3.1. Saklama Sisteminin Sağladığı Koruma .....	6
1.3.2. Güvence Fonları Aracılığıyla Koruma .....	7
<b>İKİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>SAKLAMA YÖNTEMİ OLARAK KAYDİLEŞTİRME</b> .....	8
2.1. Saklama Yöntemlerindeki Gelişmeler .....	8
2.1.1. Hareketsizleştirme ve Global Sertifika (Toplu Senet) Kullanılması .....	9
2.1.2. Kaydileştirme (Dematerializasyon) .....	9
2.2. Kaydi Sisteme Geçişte Sorunlar .....	11
2.2.1. Hukuki Sorunlar .....	11
2.2.2. Yatırımcıların Kaydi Sisteme İntibakı .....	12
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b>	
<b>SAKLAMA SİSTEMİNİN YAPILANDIRILMASI VE DÜNYA UYGULAMALARI</b> 13	
3.1. Temel Konular .....	13
3.2. İşlemlerin Saklama Sistemine Yansıtılması .....	14
3.3. Merkezilik ve Basamaklama .....	15
3.4. Entegre ve Uzmanlaşmış Saklama Sistemleri .....	16
3.5. Merkezi Saklamacının Organizasyonu .....	18
3.6. Merkezi Saklamacıda Üyeliğin Sınırlandırılması .....	19
3.7. Alt-Saklamacılar .....	21
3.8. Yurtdışında Yerleşiklerin Saklama Sistemine Entegre Edilmesi .....	23
3.9. Merkezi Saklamacının ve Alt-Saklamacının Aldığı Ücretler .....	24
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM</b>	
<b>ÜLKEMİZDE DİBS'LERİN SAKLANMASINA İLİŞKİN MEVCUT SİSTEM, SORUNLAR VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ</b> .....	25
4.1. DİBS Piyasalarının Düzenlenmesi .....	25
4.2. Birinci ve İkinci El DİBS Piyasalarının İşleyişi .....	26
4.3. DİBS'lerin Saklanmasına İlişkin Mevcut Sistem .....	29
4.4. DİBS'lerin Saklanmasına İlişkin Sorunlar .....	31
4.4.1. Mevcut Saklama Sistemindeki Eksiklikler .....	31
4.4.2. Bankaların Saklama Faaliyetlerinin Denetimi .....	33
4.4.3. DİBS'lerin Güvence Kapsamında Olmaması .....	33
4.5. Mevcut Sistemdeki Sorunların Giderilmesine Yönelik Öneriler .....	34
4.5.1. DİBS'lerde Müşteri İsmine Saklama ve İzleme Sistemine Geçilmesi .....	34
4.5.2. DİBS'lerin MKK Bünyesinde Kaydileştirilmesi .....	36
4.5.3. DİBS'lerin Güvence Kapsamına Alınması ve Kurumlar Arası Koordinasyon ...	38
<b>BEŞİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ</b> .....	38
<b>KAYNAKÇA</b> .....	1
EK/1: ABD'de DİBS Piyasaları ile Aracıların Düzenlenmesi ve Denetlenmesi .....	1
EK/2: <b>DİBS'LERİN SAKLANMASINA İLİŞKİN ÜLKE ÖRNEKLERİ</b> .....	3

1. ABD.....	3
2. ALMANYA.....	8
3. ARJANTİN.....	10
4. AVUSTRALYA.....	11
5. ÇEK CUMHURİYETİ.....	12
6. DANİMARKA.....	12
7. HİNDİSTAN.....	14
8. İNGİLTERE.....	16
9. İSPANYA.....	17
10. İSVEÇ.....	19
11. İSVİÇRE.....	20
12. İTALYA.....	20
13. JAPONYA.....	22
14. KORE.....	24
15. MACARİSTAN.....	25
16. NORVEÇ.....	26
17. POLONYA.....	26
18. SİNGAPUR.....	27
19. TAYLAND.....	27
20. YENİ ZELANDA.....	27
21. YUNANİSTAN.....	28
EK/3: Ülkemizde İkinci El DİBS İşlemleri.....	29
EK/4: Bazı Ülkelerde İç Borçlanma Piyasalarının İhraççı Bazında Dağılımı.....	30
EK/5: Avrupa’da Borsalar ile Takas ve Saklama Kuruluşları Arasında Konsolidasyon Projeleri.....	31
EK/6: Ülkemizde Yıllar İtibariyle DİBS’lerin Toplam Menkul Kıymet Stoğu İçindeki Payı.....	31
EK/7: Ülkemizde Yıllar İtibariyle Kamu İç Borçlanmasının Alıcılara Göre Dağılımı.....	32

## KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
AGC	: Association of Global Custodians
AIAF	: Private Fixed Income Market
AKK	: Hungarian Government Debt Management Agency Ltd
ASX	: Australian Stock Exchange
BCRA	: Banco Central de la República Argentina
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BI	: Bank of Italy
BIS	: Bank of International Settlement
BK	: Bank of Korea
BOE	: Bank of England
BOJ	: Bank of Japan
BOT	: Bank of Thailand
BS	: Bank of Spain
CADE	: Central de Anotaciones de la Deuda Espanola
CBES	: Commercial Book-Entry System
CBF	: Clearstream Banking AG Frankfurt
CCIL	: Clearing Corporation of India Ltd
CeTO	: Central Table of Offer
CFTC	: Commodity Futures Trading Commission
CGO	: Central Gilts Office
CMO	: Central Moneymarkets Office
CNB	: Czech National Bank
CPSS	: Committee on Payment and Settlement Systems
CSD	: Central Securities Depository
CSGL	: Constituent Subsidiary Ledger
CV	: Caja de Valores SA
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DMO	: UK Debt Management Office
DNB	: Danmarks Nationalbank
DR	: Depository Participants
DRS	: Direct Registration System
DTC	: Depository Trust Corporation
DTCC	: Depository Trust and Clearing Corporation
ECB	: European Central Bank
EFT	: Elektronik Fon Transferi
EMKT	: Elektronik Menkul Kıymet Transferi
ETT	: Electronic Transfer of Title
FDIC	: Federal Deposit Insurance Corporation
FED	: Federal Reserve Board
FICC	: Fixed Income Clearing Corporation
GEMM	: Gilt-Edged Market Makers
GSA	: Government Securities Act
GSCC	: Government Securities Clearing Corporation

HCSD	: Athens Central Securities Depository SA
IBERCLEAR	: Spanish Central Securities Depository
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
ISIN	: International Securities Identification Number
KELER	: Hungarian Central Clearing House and Depository Ltd
KPPW	: Polish National Depository for Securities
KSD	: Korean Securities Depository
LATIBEX	: Latin American Securities Market
MAE	: Mercado Abierto Electronico SA
MAS	: Monetary Authority of Singapur
MBSCC	: Mortgage Backed Securities Clearing Corporation
MEPS	: MASS Electronic Payment System
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MTS	: Mercato Telematico dei Titoli di Stato
NASD	: National Association of Securities Dealers
NBP	: National Bank of Poland
NDO	: National Debt Office of Sweden
NDS	: Negotiated Dealing System
NSCC	: National Securities Clearing Corporation
NSDL	: National Securities Depository Ltd.
NYSE	: New York Stock Exchange
NZCSD	: New Zealand Central Securities Depository
NZDMO	: New Zealand Debt Management Office
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
OTC	: Over-the-Counter
PBD	: Public Bureau of Debt
PDO	: Public Debt Office of India
RBA	: Reserve Bank of Australia
RBI	: Reserve Bank of India
RBNZ	: Reserve Bank of New Zealand
SCP	: Prague Securities Centre
SEC	: Securities and Exchange Commission
SGL	: Subsidiary General Ledger
SIA	: Securities Industry Association
SIC	: Securities Information Center
SIPC	: Securities Investor Protection Corporation
SIS	: SegalInterSettle
SNB	: Swiss National Bank
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
Takasbank	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TD	: Treasury-Direct
TETS	: Takasbank Elektronik Transfer Sistemi
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TSD	: Thailand Securities and Depository Company Limited

USRs	:	Uncertificated Securities Regulations
VP	:	Danish Securities Centre
VPC	:	Swedish CSD and Clearing Organization
VPS	:	Norwegian Central Securities Depository
YKF	:	Yatırımcıları Koruma Fonu



## TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ

### **Şekiller:**

<b>Şekil 1:</b> Őlkemizde DİBS Piyasalarının İŞleyişi.....	27
<b>Şekil 2:</b> Őlkemizde DİBS'lere İlişkin Mevcut Saklama Sistemi.....	29
<b>Şekil 3:</b> Avrupa'da Borsalar ile Takas ve Saklama Kuruluşları Arasında Konsolidasyon Projeleri (Ek/5).....	31

### **Tablolar :**

<b>Tablo 1:</b> Őlkemizde İkinci El DİBS İŞlemleri (Ek/3).....	29
<b>Tablo 2:</b> Bazı Őlkelerde İç Borçlanma Piyasalarının İhraçcı Bazında Dağılımı (Ek/4).....	30
<b>Tablo 3:</b> Őlkemizde Yıllar İtibariyle DİBS'lerin Toplam Menkul Kıymet Stoğu İçindeki Payı (Ek/6).....	31
<b>Tablo 4:</b> Őlkemizde Yıllar İtibariyle Kamu İç Borçlanmasının Alıcılara Göre Dağılımı (Ek/7).....	32

## GİRİŞ

“Kamu maliyesinin parasal yönü” olarak tanımlanan devlet hazinelerinin (Türk.1998:186), son 50 yılda kamu harcamalarının artışı nedeniyle oluşan bütçe açıklarının finansmanı yanında merkez bankasınca yürütülen para politikasını tamamlayan bir maliye politikası aracı olarak büyük meblağlarda borçlanmaları yadsınamaz hale gelmiştir. Devlet hazineleri, kamu gelir ve giderleri arasında hem miktar hem de zaman itibarıyla ortaya çıkan uyumsuzluğun denkleştirilmesi sorununu büyük ölçüde iç borçlanma sayesinde çözmektedir. İç borçlanma ise anapara ve faiz ödemeleri bizzat hazinenin garantisi altında olan menkul kıymetlerin ihracı yoluyla yapılmakta ve devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) piyasaları geliştirilmeye çalışılmaktadır. Sözkonusu piyasaların gelişmesi ise istikrarlı ve kredibl bir siyasi yapı, sağlam maliye ve para politikaları, uygun vergisel ve hukuki düzenlemeler ve mali araçların serbest rekabet şartları altında faaliyet gösterdiği bir liberal mali sistem (WB&IMF.2001:5) yanında, gelişmiş bir takas ve saklama altyapısına da bağlı bulunmaktadır.

Etkin ve güvenilir bir saklama sistemi tüm menkul kıymetler için önem taşımakla birlikte, DİBS’ler için özel önemi haizdir. Zira sözkonusu menkul kıymetler genellikle yüksek meblağlar şeklinde alım satıma konu olmakta, bu nedenle takas ve saklama risklerinin zayıf bir şekilde yönetilmesi durumunda mali sistem açısından bu işlemlerden kaynaklanabilecek önemli sistemik riskler bulunmaktadır. Özellikle sabit getirili menkul kıymet işlemlerinde yatırımcılar maliyet ve riske çok daha fazla hassasiyet göstermekte, bu nedenle etkin bir takas ve saklama altyapısı bunları asgariye indirmek açısından önemli görülmektedir (Akamatsu. 2003).

Diğer taraftan, iç borçların yatırımcı tabanına dağılımının belirlenmesi ve buna uygun borçlanma politikalarının benimsenmesi için gerekli istatistiki bilgilerin güvenilir ve gerçek zamanlı olarak elde edilmesi büyük ölçüde kullanılan kayıt<sup>1</sup> ve saklama sistemine bağlıdır. Devletin ihraççı konumunda olması nedeniyle yatırımcıların korunmasının özel bir anlam ifade ettiği DİBS piyasalarında, gerek işlem hacimlerinin büyüklüğü gerekse de borçlanmayı sağlamak için çok sayıda ve

---

<sup>1</sup> Kayıt (*registration*), DİBS’lerin finansal kuruluşlar ve hatta bazı yatırımcılar bazında piyasadaki dağılımı konusunda genellikle iç borç yönetim birimi veya merkez bankası tarafından tutulan hesap sistemi olarak ifade edilebilir.

türde finansal kuruluşun kullanılması zorunluluğu karşısında hem hak sahipliğinin güvenli bir şekilde izlenmesini ve ilgili faiz ve anapara ödemelerinin yapılmasını hem de piyasada yapılan alım satım işlemlerinin etkin gözetimini sağlayacak bir saklama altyapısının kurulması şarttır.

Bu çalışmanın amacı devlet hazineleri tarafından ihraç edilen ve ikincil piyasalarda alım-satıma konu olan DİBS'lerin saklanması ve bunlara ilişkin hak sahipliğinin izlenmesine ilişkin olarak, yurtdışı uygulamalarının da incelenerek ülkemizdeki sistemin değerlendirilmesi, varolan sorunların çözümüne ve mevcut risklerin azaltılmasına yönelik öneriler getirilmesidir. Birinci bölümde DİBS'lerin tabi tutulduğu düzenleme rejimi üzerinde durulmakta, ikinci bölümde bir saklama yöntemi ya da fiziki saklamanın alternatifi olarak kaydi sisteme geçiş tartışılmakta, üçüncü bölümde DİBS'lerin saklanmasına ilişkin yurtdışı uygulamaları değerlendirilmekte<sup>2</sup>, dördüncü bölümde ise ülkemizde DİBS'lerin saklanmasına ilişkin mevcut sistemde varolan risk ve sorunlara ilişkin tespitlerde bulunulmakta, bu doğrultuda sözkonusu risklerin giderilebilmesi ve DİBS işlemlerinin daha güvenli bir biçimde yapılabilmesi için alınması gereken önlemlere yer verilmektedir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **DİBS PİYASALARINA İLİŞKİN DÜZENLEME YAKLAŞIMI**

#### **1.1. Kavramsal Çerçeve ve Piyasa Yapısı**

Kamunun borçlanma ihtiyacının<sup>3</sup> karşılanması için Devlet hazinesi tarafından kullanılan başlıca araç o ülkenin para birimi cinsinden ihraç edilen borçlanma senetleridir. Sözkonusu menkul kıymetler ülkemizde Hazine Müsteşarlığı tarafından 1 yıldan kısa vadeli ve iskontolu olarak ihraç edilen hazine bonoları ile 1 yıldan uzun

---

<sup>2</sup> Bu kapsamda 21 ülkede DİBS'lerin saklanmasına ilişkin temel yapıyı özetleyen bilgilere Ek 2'de yer verilmiştir. Sözkonusu örnekler mümkün olduğu kadar DİBS piyasaları gelişmiş ülkeler yanında özellikle son yıllarda kaydi sistemi benimseyen ülkeleri de kapsayacak şekilde belirlenmiştir. Bu çerçevede 30'dan fazla ülkenin ilgili kuruluşlarına hazırlanan soru anketi gönderilmiş, ancak bu soru anketi az sayıda ülke tarafından cevaplandırılmıştır. Bu nedenle sözkonusu çalışma büyük ölçüde BIS, ECB gibi kuruluşların ödeme ve takas sistemlerine ilişkin yayınları ile CPSS-IOSCO ve AGC tarafından hazırlanan anketlere ilgili kuruluşlarca verilen cevaplara dayanmaktadır.

<sup>3</sup> Kamunun borçlanma ihtiyacı, kamu kesiminin bir yıl içinde gelirleri ile giderleri arasında oluşan fark olup genellikle Gayri Safi Milli Hasılaya oran şeklinde tanımlanan "Kamu Kesimi Borçlanma Gereği" kavramı ile ifade edilmektedir.

vadeli olarak iskontolu veya dönemsel faiz ödemeli şekilde ihraç edilen devlet tahvillerinden oluşmakta olup, DİBS olarak adlandırılmaktadır.<sup>4</sup>

Birçok ülkede, hazine bonoları genellikle “*treasury bills*” veya “*cash management bills*” olarak adlandırılırken, devlet tahvilleri orta ve uzun vadeli olmalarına göre “*notes*” ve “*bonds*” olarak karşımıza çıkmaktadır. OECD ülkelerinde devlet hazineleri tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerini (Bröker.1993:53-54) dört gruba ayırmıştır: (1) genellikle bir mali yıl içerisinde, dönemsel gelir gider uyumsuzluğu nedeniyle doğan finansman ihtiyaçlarının karşılanması suretiyle nakit yönetiminin kolaylaştırılması, iç borç geri ödemelerinin yapılabilmesi ve merkez bankasının likidite ve kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin politikalarını desteklemek için çıkarılan 1 yıldan kısa vadeli “*treasury bills*”, (2) vadesi 1 ile 10 yıl arasında değişen orta vadeli “*government notes*”, (3) vadesi 10 yıldan fazla olan, uzun vadeli “*government bonds*”, (4) kurumsal yatırımcılar veya riske duyarlı bireysel hanehalklarına satılan, ancak ikincil piyasada alım-satıma konu olmayan borçlanma araçları (“*non-marketable government debt instruments*”).<sup>5</sup>

DİBS Piyasaları alım satıma konu diğer menkul kıymetlerde olduğu gibi birincil ve ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Birincil piyasa, DİBS’lerin ilk defa devlet hazinesi veya devlet hazinesi adına bir kamu borç yönetim birimi<sup>6</sup> tarafından genellikle merkez bankaları aracılığıyla çeşitli satış yöntemleri kullanılarak ihraç edildiği ve devlet hazinesine ihtiyaç duyduğu fonları sağlayan piyasadır. İkincil piyasalar ise, daha önce ihraç edilen DİBS’lerin menkul kıymet borsaları bünyesinde veya tezgahüstü piyasalarda (OTC) kesin alım-satım<sup>7</sup> veya repo-ters repo işlemlerine konu olduğu piyasalardır. Merkez bankaları tarafından para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla bir para politikası aracı olarak

---

<sup>4</sup> Ülkemizde ihraç edilen DİBS’ler iskontolu senetler, enflasyona endeksli senetler, sabit faizli-kuponlu devlet tahvilleri ve değişken faizli devlet tahvilleri şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bütçe finansmanında kullanılan DİBS’ler dışında, ihraç edilen özel tertip tahviller de bulunmaktadır. Bunlar yasal yükümlülükler nedeniyle çıkarılan, Hazineye herhangi bir nakit girişi olmadan mahsup yoluyla finansman sağlayan, dolayısıyla kuruluşlar ile Hazine arasında bir borç alacak ilişkisi doğuran, nakit dışı senetlerdir. Nakit dışı senetler piyasada çok fazla işlem görmemektedir (DPT.2001:86-89).

<sup>5</sup> Bu çalışmada, bir ülkenin devlet hazinesi veya onu temsil eden kuruluş tarafından iç borçlanma amacıyla çıkarılan ve ikincil piyasada alım-satıma konu olabilen menkul kıymetleri ifade etmek üzere ortak olarak DİBS terimi kullanılacaktır.

<sup>6</sup> Birçok ülkede borç yönetimi faaliyetleri Maliye-Ekonomi Bakanlığı tarafından yerine getirilmekle birlikte, son yıllarda iç borç yönetimi için ilgili bakanlık veya merkez bankası bünyesinde *Debt Management Office* veya *Public Debt Office* şeklinde ayrı bir birim kuran çok sayıda ülke bulunmaktadır.

<sup>7</sup> Bu kapsamda kuponlu devlet tahvilleri için tahvil ve kuponun ayrı ayrı işlem görmesi (STRIP-*Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*) de sözkonusu olabilmektedir.

kullanılan açık piyasa işlemleri kapsamında DİBS kullanılarak gerçekleştirilen alım-satım işlemleri ile repo-ters repo işlemleri de ikincil piyasa işlemleridir. DİBS piyasaları gelişmiş çoğu ülkede menkul kıymet borsalarında yapılan ikinci el DİBS işlemleri toplam DİBS işlem hacminin önemli bir kısmını oluşturmamakta, alım-satım daha çok OTC piyasalarda gerçekleşmektedir.<sup>8</sup>

Son yıllarda özellikle Rusya ve Asya krizlerinden sonra uzun dönemli kalkınmanın sağlanması ve finansal krizlerin önlenmesi için bankacılık yoluyla finansmana bağımlılığın azaltılmasına ve uzun vadeli finansman stratejilerine ihtiyaç duyulduğu, bunun için özellikle yerli tahvil piyasalarının geliştirilmesinin önemi vurgulanmaya başlamıştır. Bankacılık kesimi yerine tahvil piyasaları yoluyla doğrudan finansman sağlanmasının (*disintermediation*) sistemik riski ve kriz ihtimalini azaltacağı savunulmaktadır (Szilagyi, Batten ve Fetherston. 2003:67). Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda borçlanma senetleri piyasasının en önemli kısmını başta DİBS'ler olmak üzere kamu sektörünün yaptığı ihraçların oluşturduğu görülmektedir.<sup>9</sup> Nitekim 1990'lı yıllarda OECD ülkelerinde merkezi hükümetlerin borçlanma ihtiyacının %70'i DİBS ihracı ile karşılanmıştır<sup>10</sup> (OECD.2002:6).

Makroekonomik politika seviyesinde, gelişmiş bir DİBS piyasasının varlığı bütçe açıklarının yerli kaynaklarla finansmanı açısından merkez bankasından fon kullanılmasına alternatif olmakta, böylece bütçe açıklarının ekonomik istikrarı bozucu bir şekilde parasal finansmanına başvurulmasını ve yabancı para cinsinden borç stoğunun artmasını engellemektedir. Aynı zamanda enflasyon hedeflerinin veya parasal hedeflerin başarılması dahil olmak üzere para politikasının nüfuz etmesi ve uygulanmasını güçlendirmekte ve piyasa bazlı dolaylı para politikası araçlarının kullanılmasını mümkün kılmaktadır (Del Valle. 2002). Dış borçlanmaya ve yabancı tahvil piyasalarına bağımlılığın azaltılmasında önemli rol oynayan bu tür piyasaların varlığı, mali şoklar karşısında kamunun tüketim ve yatırım harcamalarını sürdürmesine imkan vermekle kalmayıp, sağlam bir borç yönetimi ile desteklendiği

---

<sup>8</sup> OECD ülkelerinde genellikle DİBS'ler bir borsaya kote olmaktadır. Fakat örneğin; büyük hacimli DİBS piyasalarının olduğu ABD ve İspanya'da DİBS'ler borsada işlem görebilmesine rağmen OTC ile karşılaştırıldığında yapılan işlem hacmi önemsiz ölçüde kalmaktadır. Ek 3'de yer alan tabloda da görüldüğü üzere, 2003 yılında DİBS işlemlerinin yaklaşık %70'inin borsada gerçekleştiği ülkemiz ise buna istisnai bir örnek teşkil etmektedir.

<sup>9</sup> Ek 4'de yer alan tabloda bazı ülkelerde iç borçlanma senetleri piyasasının ihraççılar (kamu, finansal kurumlar ve şirketler) bazında dağılımı yer almaktadır.

<sup>10</sup> Merkezi hükümetlerin (devlet hazinelerinin) alım satıma konu borç stoğuna (DİBS'ler) ilişkin detaylı istatistiki bilgiler için (OECD:2002)'ye bakılabilir.

takdirde devlet hazinesinin faiz ve kur riski gibi finansal risklere maruz kalma derecesini de azaltmaktadır. Öte yandan, bütçe açıklarının likit bir DİBS piyasasının varlığı sayesinde piyasa bazlı finansmanın tercih edilmesi orta ve uzun vadede devlet hazinesinin borçlanma maliyetlerini de düşürecektir. Mikroekonomi ve piyasa mimarisi açısından ise DİBS'ler finansal ürün ve hizmetlerin çeşitlendirilmesi ve rekabetçi bir ortamın oluşturulması suretiyle tüm finansal sistemin yararlandığı hukuki ve kurumsal bir altyapı sağlamaktadır. DİBS'ler finansal varlıkların fiyatlandırılması ve risk yönetimi amacıyla geliştirilen çeşitli finansal araçlar için gerekli gösterge (*benchmark*) faiz oranlarının ve getiri eğrisinin oluşturulması, özellikle finansal kurumlarca risk yönetimi aracı ve birçok finansal işlemde teminat olarak kullanılmaları bakımından önem taşımaktadır. Ekonomideki risklerin yönetimi ve finansal istikrarın artırılması için faydalanılabilecek birçok finansal ürün; örneğin türev araçlar, repo işlemleri ve para piyasası araçları, ancak gelişmiş veya gelişen bir DİBS piyasasının varlığı halinde etkin olarak kullanılabilir<sup>11</sup> (BIS.2002:2,3,199; WB&IMF.2001:4-5).

## 1.2. DİBS Piyasalarını Düzenleme ve Denetleme Yetkisi <sup>12</sup>

DİBS piyasalarının likiditesinin, bütünlük ve etkinliğinin sağlanması para ve maliye politikalarının sağlıklı biçimde yürütülebilmesinde hayati öneme sahiptir. Bu nedenle diğer menkul kıymetlere göre DİBS'ler için özel bir statü öngörülmekte ve düzenlemede farklı yaklaşıma tabi tutuldukları görülmektedir. Bunlardan belki de en önemlisi DİBS piyasalarında gerek kayda alınmadan gerekse de ihraççının (hazine) kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden muaf tutulmasıdır. Bu yüzden DİBS'ler "istisnai menkul kıymetler" (*exempt securities*) olarak adlandırılmaktadır. Hem ihraççı hem de düzenleyici olarak Hazine bu piyasada merkezi oyuncu konumundadır. İhraççı olan Hazinesinin aynı zamanda düzenleme yetkilerine sahip konumda olması çıkar çatışmasına neden olabilmektedir. Her ne kadar yatırımcıların korunması düzenleme amaçları arasında yer alsada, özellikle kamu sektörünün

---

<sup>11</sup> Şüphesiz DİBS piyasalarının büyütülmesi gerekli mekanizmalar ile tamamlanmadığı takdirde birtakım riskler de getirmektedir. Özellikle tasarruf açığının olduğu ülkelerde yüksek kamu borçlanmasının gerek yatırıma yönlendirilebilecek fonları kamu tarafından çekmesi gerekse de faiz oranlarını yükseltmesi nedeniyle özel sektörün reel yatırımlarını dışladığından (dışlama-*crowding out* etkisi) söz edilmektedir. DİBS ihracının kamuda mali ihtiyatlılığı bırakma ve başarısız maliye politikalarını gizlemede kullanılan bir araç olduğu, hatta ahlaki riziko sorununa neden olduğundan (Şahin, 2004:152) da bahsedilmektedir. Öte yandan uluslararası finansal krizlerin yayılmasına (*contagion effect*) bu piyasaların aracılık ettiğini düşünenlerin sayısı da az değildir.

<sup>12</sup> DİBS piyasalarının ve araçlarının düzenlenmesi ve denetlenmesine ilişkin olarak ABD örneği Ek/1'de yer almaktadır.

borçlanma gereğinin yüksek olması durumunda para ve maliye politikalarının amaçlarının gerçekleştirilmesi daha belirleyici rol oynayabilmektedir. Öte yandan, daha çok profesyonel katılımcılara dayalı olarak yapılandırılan bu piyasalarda ağırlıklı olarak bankalar ve kurumsal yatırımcılar işlem yapmaktadır. Çok fazla düzenleme yapılmasının maliyetleri artırması ve işlemleri başka ülkelere veya piyasalara kaydırmasından endişe edildiği için, DİBS yatırımcılarının genellikle uzmanlaşmış yatırımcılar olduğu varsayımıyla yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemelere göreceli olarak fazla gerek görülmemesine yönelik bir eğilim sözkonusu olmuştur (Odubekun. 2003).

Çoğu ülkede DİBS'ler diğer menkul kıymetlerle birlikte ikincil piyasalarda alım-satım konu olduğu için ikincil piyasa düzenlemelerine tabi olmaktadır. Düzenlemeler ve yetkili otoritelerin niteliği ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, tipik durum merkez bankası veya ekonomi bakanlığının birincil piyasayı, araçlarla ilgili otoritelerin (sermaye piyasasını ve/veya bankacılık sektörünü düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar) ise ikincil piyasayı düzenlemesi şeklinde olmaktadır. Bu ise sözkonusu düzenleyici kurumlar arasında görev ve yetkilerin açıkça belirlenmesini ve uygulamada uyum ve koordinasyonu gerekli kılmaktadır. Aksi takdirde düzenleme boşluğu veya düzenleyici arbitraj sorunu ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, özellikle borsada gerçekleşen DİBS işlemlerinin düşük olması başta borsalar olmak üzere özdüzenleyici kuruluşların düzenlemedeki rolünü sınırlandırmaktadır.

### **1.3. Yatırımcıları Koruma Perspektifi**

#### **1.3.1. Saklama Sisteminin Sağladığı Koruma**

Menkul kıymetler ve bunlara ilişkin haklar, saklama sistemi olarak adlandırılan kurumsal altyapı içerisinde izlenmektedir. Bu altyapının temel hukuki işlevi sözkonusu menkul kıymetlere ilişkin hak sahipliğinin birincil piyasada yapılan ihraç sonrasında tespit edilmesi ve ikincil piyasada gerek alım-satımlar gerekse alım satım dışı (virman ve teminat verme gibi) işlemler nedeniyle hak sahipliğinde meydana gelen değişikliklerin izlenmesidir. Saklama sisteminin temel iktisadi işlevi ise ikincil piyasada alım satım konu olan menkul kıymetlerin takasına yönelik hizmetlerinin verilebilmesi sağlamaktır. Bu açıdan saklama, takas düzenlemeleri ile yakından ilişkilidir.

Bir menkul kıymet piyasasının çalışması ve gelişmesi için sözkonusu menkul kıymetlerin takas ve saklamasına yönelik yeterli altyapının olması elzemdir. Yeterince gelişmiş bir saklama altyapısının olmaması halinde önemli ölçüde sistemik

risklerin varlığı sözkonusudur. Gelişmiş bir saklama altyapısı ise iktisadi açıdan etkin ve düşük risk içermeye, hukuki açıdan ise hak sahipliğinin ve buna ilişkin değişikliklerin kapsamlı, zamanında ve güvenilir bilgi sağlayacak şekilde izlenmesini mümkün kılma özelliklerine sahiptir.

### **1.3.2. Güvence Fonları Aracılığıyla Koruma**

Sermaye piyasalarının en önemli unsurlarından biri olan aracılar, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden işletmeler ile yatırımcılar arasındaki menkul kıymet ve para hareketine yardımcı olmakta, çeşitli konularda bilgi sunmakta ve piyasadaki işlem maliyetlerinin düşmesine katkıda bulunmaktadır. Sermaye piyasalarındaki bu işleyiş şekli, sağladığı faydalara karşın aracılık faaliyetlerinin yapısından kaynaklanan sebeplerle yatırımcıların varlıklarına yönelik riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, sistem içerisinde aracılıktan kaynaklanan, yatırımcı varlıklarına yönelik risklerin en aza indirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu durum her ne kadar ihraççı devlet hazinesi olduğu için risksiz araçlar olarak kabul edilseler de, DİBS'ler için de geçerlidir. Bu bağlamda finansal piyasalarda yatırımcı varlıklarına yönelik suistimaller nedeniyle yatırımcıların mağduriyetinin azaltılması için Avrupa Birliği ve ABD'de oluşturulan tazmin sistemlerinde DİBS'lerin de kapsam altına alındığı görülmektedir.

Avrupa Birliği (AB) düzenlemelerinde menkul kıymetler piyasasındaki yatırımcıların korunmasına yönelik bir sistemin oluşturulması ile ilgili Yatırımcı Tazmin Sistemine İlişkin AB Direktifi 1 Ocak 1996 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Direktif yatırım firmaları (yatırım hizmetleri vermek üzere yetkilendirilmiş banka ve banka dışı şirketler) tarafından verilen yatırım hizmetleri sırasında, yatırım firmalarının mali açıdan zor duruma düşmeleri sonucunda yatırımcıların uğrayacakları zararların belirli bir ölçüye kadar tazmin edilmesini amaçlamaktadır. Koruma kapsamında; “devredilebilir menkul kıymetler” ve yatırım faaliyeti kapsamında müşteriler adına elde bulundurulmuş ve müşterilere geri verilmesi gereken nakitler de yer almaktadır. Bu kapsamda kamu menkul kıymetleri ve DİBS'ler de AB Direktifinin belirlediği koruma kapsamındadır. AB üyesi ülkelerde uygulamaya konacak yatırımcı tazmin sistemlerinin, yatırımcı başına en az 20.000 Euro tutarında bir koruma sağlaması gerekmektedir. Üye ülkeler daha yüksek tutarda bir koruma sağlayan yatırımcı tazmin sistemleri geliştirebilmektedir.

ABD'de ise yatırımcı koruma sistemleri araç bazında değil, kurumlar esas alınarak geliştirilmiştir. Bu nedenle aracı kurumlar ve bankalara yönelik farklı



koruma mekanizmaları oluşturulmuştur. Aracı kurumlar için Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Şirketi (*Securities Investor Protection Corporation-SIPC*) adı altında kar amacı gütmeyen bir şirket kurulmuştur. Şirket tarafından yatırımcıların aracı kurumlar nezdindeki menkul kıymetleri ve bunlarla ilgili nakitler korunmaktadır. DİBS'ler de bu koruma kapsamına girmektedir. Yatırımcıların alacaklarının en çok 100.000 doları nakit olmak üzere, 500.000 dolarlık kısmı (kamu menkul kıymetleri dahil) SIPC tarafından korunmaktadır. ABD'de bankaların topladıkları mevduat ise Federal Mevduat Sigorta Şirketi (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*) tarafından koruma altında alınmış olup, FDIC mevduat için 100.000 dolara kadar koruma sağlamaktadır. DİBS'ler, FDIC tarafından sağlanan koruma kapsamına girmemektedir. FDIC kapsamında bankaların müşterilerine varolmayan DİBS'leri satması halinde ortaya çıkan zararlara karşılamayı sağlayacak bir düzenleme ise bulunmamaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### SAKLAMA YÖNTEMİ OLARAK KAYDİLEŞTİRME

#### 2.1. Saklama Yöntemlerindeki Gelişmeler

İlk saklama yöntemleri, ihraç edilen menkul kıymetlerin saklatana aynen iade edilmek üzere münferit olarak ve sahibi adına saklanmasına dayanmaktadır. İhraç edilen menkul kıymet adedinin milyarlarla ulaşmasıyla menkul kıymetlerin günlük hareketlerinin takip edilebilmesi güçleşmiş, menkul kıymetlerin özellikle bankalar tarafından saklanması ve yönetimi konusunda çeşitli gelişmelerin sağlanması zorunlu hale gelmiştir.

Menkul kıymet sayısındaki ve günlük hacmindeki artış münferit ve ada göre saklamadan toplu saklamaya, daha sonra toplu senet sistemlerine ve en son aşamada ise tam kaydi sisteme geçişi zorunlu kılmıştır (Özkul.2003:4). Dolayısıyla saklama altyapısındaki gelişmeler esas itibarıyla, kağıt sertifikalar ile temsil edilen menkul kıymetlerin kaydi (*book-entry*) menkul kıymetler, kaydileştirilmiş (*dematerialized*) menkul kıymetler veya menkul kıymet hesapları (*securities accounts*) şeklinde ifade edilen ve sertifikaya bağlı olmayan menkul kıymetlere dönüştürülmesine dayanmaktadır. Bu açıdan günümüzde gelişmiş bir saklama altyapısı, menkul kıymetlerin kaydi hesaplarda izlenmesiyle birlikte menkul kıymetlerin hak sahipliğine ilişkin güvenilir kayıtlar üretilmesini ve bununla ilgili risklerin asgariye

indirilmesini ifade etmektedir. Kaydi hesaplara dayalı saklama yöntemleri basılı bir sertifikanın olup olmamasına göre hareketsizleştirme (“kısmi kaydileştirme”) ve tam kaydileştirme (*dematerializasyon*)<sup>13</sup> olarak sınıflandırılabilir.<sup>14</sup>

### **2.1.1. Hareketsizleştirme ve Global Sertifika (Toplu Senet) Kullanılması**

Basılı sertifikaların hareketsizleştirilmesi (kısmi hareketsizleştirme) veya bunlar için global sertifikaların kullanılması (tam hareketsizleştirme) halinde, sertifikaların fiziksel olarak dolaşıma girmemesi ve böylece hak sahipliğinin iki tarafın kaydi menkul kıymet hesapları arasında devredilebilmesi için saklamacının kendisinin veya müşterilerinin basılı sertifikalarının merkezi bir ortamda saklanması sözkonusudur. Saklama toplulaştırılmış (*commingled*) sertifikalar veya global sertifikalar, örneğin tek bir sertifika şeklinde olabilmektedir. Kısmi hareketsizleştirme veya global sertifikaların kullanılmasına ilişkin uygulamaların tamamında hak sahipliği kaydi sistemde izlenmekle birlikte, fiziksel sertifikalar ihraç edilmekte ve hak sahipliği hukuken hala sertifikaya bağlı kalmaktadır (FLB.2003:5-6).

### **2.1.2. Kaydileştirme (Dematerializasyon)**

Hak sahipliğinin kanıtı için herhangi bir fiziksel belgenin olmadığı, hak sahipliğinin temsil edilmesinde basılı sertifikaların hükümsüz kılındığı (*voiding*) sistemdir. Kaydileştirilmiş menkul kıymetler için ihraç aşamasında hiçbir sertifika basılmamaktadır. Herhangi sertifika olmadığı için de sertifika sahipliği sorunu ortaya çıkmamakta, hak sahipliğinin izlenmesi tamamen menkul kıymet hesaplarına, bu hesapları tutan mali kurumlara verilen talimatlara ve hesap kayıtlarının doğrulanmasına dayanmaktadır.

Genel olarak tüm menkul kıymetlerin kaydileştirilmesinin çok çeşitli yararlarından bahsedilmektedir: (1) tüm piyasa aktörleri için daha düşük risk ve maliyet, (2) sertifika basım ve ihraç masrafından tasarruf, (3) personel, saklama, sigorta ve borçlanma/ödünç maliyetlerinden tasarruf, (4) ödeme ve iletişim hizmetlerinde zaman ve maliyet avantajı, (5) sıfır sahte/kayıp/çalınma riski ve maliyeti,<sup>15</sup> (6) daha kısa, etkin ve hızlı takas süreci,<sup>16</sup> (6) ikincil piyasa işlem

<sup>13</sup> Tam kaydileştirme menkul kıymetlerin fiziksel olarak basılmayıp, bunlara ilişkin işlemlerin (alım-satım, rehin, haciz vs.) bilgisayar kayıtları şeklinde elektronik ortamda gerçekleştirilmesini ifade eder.

<sup>14</sup> Menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi konusunda ayrıntılı bilgi için SPK bünyesinde yapılan çalışmalara bakılabilir: Manavgat ve Erkan (1998), Vural (1999), Özçam ve Ayyıldız (1999).

<sup>15</sup> Özellikle ABD’de kaybolan veya çalınan menkul kıymet sertifikalarının sayısının artması nedeniyle 1977’de ABD Kongresi bunlara ilişkin bir veritabanı tutmak üzere Menkul Kıymet Bilgi Merkezini (*Securities Information Center-SIC*) kurmuştur. ABD’de fiziksel sertifikalarla uğraşılmasından

miktarlarındaki artış nedeniyle takas ve saklamaya ilişkin operasyonel zorlukların azalması, (7) ihraççı-yatırımcı ilişkilerinde etkinlik, ihraççılar için yatırımcılarını tanıma ve yatırımcı ilişkilerini yönetme fırsatı, (8) olası mali kurum suistimallerini teşhis imkanı ve sistemik riski azaltma, (9) uluslararası entegrasyonu kolaylaştırma (MKK.2000b:1).

Dünya uygulamalarına bakıldığında, basılı sertifikalar şeklinde ihraç edilen menkul kıymetlerden özel bir saklama kuruluşunda kaydı tutulan menkul kıymet hesapları şeklinde izlenen menkul kıymetlere geçilmesine genellikle DİBS'lerin öncülük ettiği görülmektedir. DİBS'lerde basılı sertifikalar yerine menkul kıymet hesabı şeklinde ihraç yapılmasının tercih edilmesinin başlıca nedenleri arasında borçlanma maliyetlerinin azaltılması, likit bir piyasanın oluşturulabilmesi için alım-satımına konu olmada gecikmelerin önlenmesi, hak sahipliğini izlemede ve ilgili anapara ve faiz ödemelerini yönetmede basitlik sağlanması ve tahribat, hırsızlık, kayıp gibi sorunlara karşı korunma sayılmaktadır. Bununla birlikte, DİBS'lerin kaydi menkul kıymet hesaplarında izlenmesinin temel yararının hem birincil hem de ikincil piyasada etkin takas düzenlemelerinin yolunu açması olduğu görülmektedir<sup>17</sup>(WB&IMF.2001:247).

Bu yararların gerçekten elde edilebilmesi için, kaydileştirme ile birlikte saklama sisteminde varolan hukuki riskin artırılmaması, işlemlere taraf olanların hak ve yükümlülüklerinin açık bir şekilde belirlenmesi ve yatırımcıların hak sahipliği hususunda emin olmalarını sağlayacak yönde özellikle devirlerin nihailiği ve

---

kaynaklanan yıllık maliyetin finansal kuruluşlar için yaklaşık 185 milyon dolar olduğu hesaplanmıştır. Öte yandan 11 Eylül saldırısında Dünya Ticaret Merkezindeki kuruluşların kasalarında bulunan nominal değeri toplam 16 milyar dolar sertifika yok olduğundan yeniden çıkarılması gerekmiş, yatırımcıların olası felaket olayları nedeniyle fiziki sertifika tutma konusundaki endişeleri artmıştır.

<sup>16</sup>ABD'de *Securities Industry Association* (SIA) kaydi sistemin yaygınlaştırılmasına yönelik çabalarında, kaydileştirmenin kaybolan veya çalınan sertifika sayısı azaltması yanında özellikle takas süresinin kısaltılmasını sağladığı için yatırımcıların güvenliği açısından şart olduğunu savunmuştur. Nitekim 1934 tarihli ABD Menkul Kıymet Borsası Kanununda, menkul kıymet işlemlerinde doğru ve hızlı bir şekilde takasın yapılmasının ve mülkiyet kayıtlarının devrinin sağlanmasının yatırımcılar ile yatırımcılar hesabına hareket eden kişilerin korunması için gerekli olduğundan bahsedilmektedir (SIA.2000:3).

<sup>17</sup> Sertifikaya bağlanan menkul kıymetlerin kaydi forma dönüştürülmesine ilişkin olarak ABD Hazine Bakanlığının küçük yatırımcılara gösterdiği gerekçeler şunlardır: (1) DİBS piyasası için kaydi formun endüstri standardı olması, (2) sertifikaya bağlanan DİBS'lerin otomatik olarak vadesinde temdit edilememesi, (3) sertifikaya bağlanan DİBS'lerin sahiplerinin faiz vs ödemelerini doğrudan alamaması, (4) sertifikaya bağlanan DİBS'lerin sahiplerinin düzenli hesap özeti alamaması, (5) sertifikaya bağlanan DİBS'lerin kaydi menkul kıymetlerde olduğu kadar hızlı ve etkin bir şekilde alım satım ve takasın olamaması, (6) sertifikaya bağlanan DİBS'lerin sahiplerinin endüstrideki elektronik hizmetleri kullanamaması, (7) bazı finansal kuruluşlar hak sahibi çalıntı veya hırsızlığa karşı kendisini tazmin etmeyi kabul etmediği sürece sertifikaya bağlanan DİBS'leri kabul etmemesi (SIA.2000:5).

mislilik, teminata verilen menkul kıymetlerin hukuki niteliği, aracının iflası halinde menkul kıymet hesaplarının durumu gibi konularda yeterli hukuki düzenlemelerin olması gerekmektedir.<sup>18</sup>

## 2.2. Kaydi Sisteme Geçişte Sorunlar

### 2.2.1. Hukuki Sorunlar

Basılı sertifika şeklinde ihraç edilen DİBS'lerden kaydi menkul kıymet hesaplarına geçilmesinin getirdiği yararlar karşısında, saklama sisteminin sağlıklı olabilmesi mülkiyet hakkının elektronik kayıtlar yoluyla kurulması, ilgili kayıtların devri ile hak sahipliğin devredilmesi ve yine bloke kayıtlarının oluşturulması ile rehin haklarının (teminat vs) kurulmasına imkan verecek şekilde kaydi menkul kıymet hesaplarının hukuki dayanağının oluşturulmasına bağlıdır.

Hemen hemen tüm ülkelerde geleneksel olarak kağıda basılı sertifikalara ilişkin özel birtakım hukuki düzenlemeler yapılmış ve bunlara dayalı olarak bazı hukuki içtihatlar geliştirilmiştir. Bu düzenleme ve içtihatlar kaydi menkul kıymet hesaplarına kolaylıkla uygulanabilir değildir. Bu nedenle genellikle çoğu ülkede saklama kuruluşlarının basılı sertifikaların hareketsizleştirilmesine dayalı bir geçiş aşaması benimseyerek kaydi menkul kıymet hesaplarına benzer hesaplar yoluyla mülkiyet hakkını izlemeye başladıkları görülmüştür. DİBS'lere ilişkin haklar menkul kıymet hesaplarının sahipliğine ilişkin kayıtların değiştirilmesi yoluyla devredilmeye başlanmıştır. Bazı durumlarda hesapların karışık bir şekilde tanımlanması basılı sertifikalardaki numaralandırmayı andırır, bazen ise kaydi menkul kıymet hesapları misli miktardaki DİBS'lere genel bir hak sahipliği (*entitlement*) anlamına gelmiştir. DİBS'ler tüm vadeleri boyunca hareketsiz kalmaya başlarken, yüksek miktardaki ihraçlar için çok az basılı sertifika çıkarma uygulaması başlamış, hatta tüm ihraç için tek bir jumbo sertifika basılması yoluna gidilmiştir. Bütün bu uygulamalar basılı sertifikaların zilyetliğinin hak sahipliğine, sertifikaların teslim edilmesinin ise hak sahipliğindeki değişikliğe karene olduğu ilkesine dayalı hukuki yaklaşım çerçevesinde çalışmıştır. Pratikte çoğu yatırımcı alım-satımdaki kolaylık nedeniyle devlet hazinesi ve saklamacılar tarafından getirilen bu çözümü kabullenmiş, basılı DİBS sertifikalarına olan ihtiyaç ve talep istisnai kalmıştır.

---

<sup>18</sup> Fakat, çoğu ülkenin hukuki düzenlemeleri hala fiziksel sertifikalara dayanmakta, mülkiyet hakkı fiziksel malvarlığı hakları (*traceable property rights*) olarak tanımlanmaktadır. Halbuki bu kavramlar takasta otomasyonun geliştiği, menkul kıymetlerin hareketsizleştirilmiş veya tamamen kaydileştirilmiş formda tutulabilmesine ve kaydi olarak el değiştirmesine imkan veren merkezi saklama kuruluşlarının kurulduğu modern uygulamalar ile bağdaşmamaktadır.

Nama ve hamiline yazılı menkul kıymetler arasındaki geleneksel ayırım fiilen “tam nama yazılı” işlevi gören kaydi menkul kıymet hesapları açısından uygulanabilir olmaktan çıkmış, fakat nihai hak sahibinin doğrudan izlenmesi ile nihai hak sahibininin temsilci-aracılar (*nominee*) yoluyla dolaylı olarak izlenmesi şeklindeki ayırım önem kazanmıştır. Kaydi menkul kıymet saklama sistemi için getirilen hukuki düzenlemelerde iki tip hukuki yaklaşım benimsendiği görülmektedir.

Birinci yaklaşımda, merkezi saklama kuruluşunda hesap açan katılımcılar (aracılar) ve aracılar da hesap açan müşteriler (yatırımcılar) şeklindeki sistemin merkezinde bir merkezi saklama kuruluşu bulunmakta, merkezi saklamacının ve aracılardan hesaplarına yapılan kayıtların hukuki etki doğurduğu ve menkul kıymet hesabında ismi gözüken kişinin haklarının basılı sertifika sahibi ile aynı olduğu kabul edilmektedir. Japonya, Fransa ve Almanya’da bu yaklaşım benimsenmiştir. Örneğin 1982 yılında bir kanunla tüm menkul kıymetlerin kaydileştirilmesinin zorunlu tutulduğu Fransa’da hesap kayıtları menkul kıymet olarak düşünülmüştür.<sup>19</sup>

Diğer yaklaşımda ise kaydi sistem, taraflar arasındaki yatırımcı ve aracı şeklinde doğrudan ilişkiler silsilesi olarak varsayılmakta ve menkul kıymet hesaplarının temsil ettiği hakların menkul kıymetten farklı olduğu düşünülmektedir. Örneğin; ABD’de ihraççıya karşı hak sahibinin belirlenmesi sorununa ilişkin olarak, *Uniform Commercial Code* çerçevesinde hesap sahiplerinin kaydi hakları yatırımcının aracısına, aracının da merkezi saklamacıya karşı bir talep hakkı şeklinde “*security entitlement*” olarak değerlendirilmektedir (FLB.2003:7-8).

Ancak, ilgili hukuki düzenlemelere birkaç maddenin eklenmesi çeşitli hukuki sorunları gidermeye yetecek olmasına rağmen, sertifikasız sistemi benimseyen çoğu ülkede menkul kıymet hesapları için yeterli hukuki dayanağın oluşturulmadığı görülmektedir.

### **2.2.2. Yatırımcıların Kaydi Sisteme İntibakı**

Hukuki zorlukların ötesinde kaydi menkul kıymet hesaplarının getirilmesi sırasında başta hamiline yazılı sertifikalar olmak üzere basılı sertifikalara alışkın olan yatırımcıların isteksizliği ile karşılaşılabilir. Buna karşın, kaydi menkul kıymet hesaplarına geçişin çeşitli yöntemlerle kolaylaştırılmaya çalışıldığı görülmektedir. Çoğu ülke kaydi menkul kıymet hesaplarına geçiş sırasında aşamalı bir yaklaşım benimsemiştir. Bazı ülkelerde bu hesapların hazine bonoları türündeki menkul kıymetler veya sadece yeni ihraçlar için zorunlu tutulduğu, basılı

<sup>19</sup> “*The book entries inure to the securities*” şeklinde ifade edilmektedir.

sertifikaların ise geçiş süreci ile sınırlı olarak diğer ihraçlarda kullanılmaya devam edildiği görülmektedir. Yatırımcıların kaydi menkul kıymet hesaplarının avantajlarının farkına vararak basılı sertifikaları artık tercih etmeyecekleri beklentisiyle, kaydi menkul kıymet hesaplarının en azından geçici olarak veya bazı menkul kıymetler için sadece isteğe bağlı olarak sunulması da düşünülmüştür. Diğer bir seçenek İspanya'da 1987-1991 yılları arasında uygulanmaya çalışıldığı üzere basılı sertifikaların kaydi menkul kıymet hesaplarına veya bunların da tekrar basılı sertifikalara dönüştürülmesine imkan tanınmasıdır.

Tamamlayıcı bir yöntem, menkul kıymet hesaplarının kaydi olmakla birlikte işlem bildirimlerinin banka hesap özetleri şeklinde basılı olarak gönderilmesidir. Bazı ülkelerde hak sahipliğinin finansal kurum dışı yatırımcılara devrini öngören işlemler için, basılı bir menkul kıymeti andıran standart formatta bir belge verilmesi istenmektedir. Bu belgeler sınırlı bir hukuki değer taşımakta, devredilebilir olmamakta ve basılı bir menkul kıymetin yerine geçmemekte, ancak saklamacının kredibilitesi ve yatırımcılara güven vermesi açısından önemli rol oynayabilmektedir.

Geçiş aşamasında basılı sertifikaların ve kaydi menkul kıymet hesaplarının eşanlı olarak kullanılması da sözkonusu olabilmektedir. Kaydi menkul kıymet hesapları için geçerli bir hukuki dayanağın olmadığı ülkelerde geçici bir süre için kaydi menkul kıymet hesaplarının isteğe bağlı bir hareketsizleştirmeye dayalı olarak oluşturulduğu görülmektedir. Bu tür bir sistem yakın bir geçmişte örneğin Bangladeş ve Kenya'da hazine bonoları için uygulanmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### SAKLAMA SİSTEMİNİN YAPILANDIRILMASI VE DÜNYA UYGULAMALARI

#### 3.1. Temel Konular

DİBS'lerin saklamasına ilişkin uygulamalarda saklama sisteminin kurulması sırasında gündeme gelen temel politika konuları, merkezi saklamacı ve alt-saklamacılarla ilgili olanlar şeklinde sınıflandırılabilir. Merkezi saklamacı ile ilgili başlıca hususları menkul kıymet hesaplarının niteliği, merkezi saklamacının merkez bankası bünyesinde olup olmaması, saklama hesabı açabileceklerin (üyelerin) niteliği ve sayısı; alt-saklamacıya ilişkin temel hususları ise alt-saklamacıların gerekli olup

olmadığı, alt-saklamacıdaki işlemlerin merkezi saklamacının sisteminde ne şekilde izleneceği ve alt-saklamacıların denetlenmesi oluşturmaktadır.

### **3.2. İşlemlerin Saklama Sistemine Yansıtılması**

Saklama sisteminin hukuki ve ekonomik işlevlerinin bütünlük arzemesi nedeniyle, saklama kayıtlarındaki değişiklik talepleri çoğunlukla takas amaçlı işlemlerden kaynaklanmaktadır. Sistem tarafından kaydedilecek farklı işlem kategorilerinin tanımlanması işlemlerin kaydedilmesinin çıkış noktasını oluşturmaktadır. DİBS'ler farklı nedenlere dayalı olarak ve çeşitli hukuki formlarda el değiştirebilir. DİBS'lerdeki tüm işlemlerin izlenmesi ve kaydedilmesi çok büyük maliyetler gerektirecek ve yönetsel zorluklara neden olacaktır. Bu nedenle DİBS'lerin saklanmasına ilişkin uygulamalarda işlemlerin kaydedilmesinde basitleştirilmiş bir sınıflandırma tercih edilmektedir.

Devlet hazinesi karşı taraf durumunda olduğundan birincil piyasadaki işlemler farklı olarak ele alınmaktadır. Bu kapsamda üç temel işlem çeşidi bulunmaktadır: yeni DİBS'lerin ihraç edilerek saklama sistemine ilk kez kaydedilmesi, çıkarılmış olan DİBS'lerin itfa edilerek ilgili saklama kayıtlarının iptal edilmesi, anapara ve dönemsel faiz ödemeleri. Modern iç borç yönetimi sistemleri saklama sisteminin şeffaflığının sağlanabilmesi ve basit şekilde çalışabilmesi için bu tür işlemleri mümkün olduğu kadar çeşitlendirmemeye çalışmaktadır.

İkincil piyasa işlemlerine ilişkin olarak ise saklama sistemi DİBS'lerin bağış, miras, teminat amacı gibi ödeme olmaksızın alım-satım dışı yollarla da devrini kaydedebilecek şekilde tasarlanmaktadır. Bu durumda saklama sistemi devrin gerçekleştirilmesini karşı ödemenin yapılmasına bağlamaz. Bu tür işlemler alt-saklamacıların hesaplarının merkezi saklamacı nezdinde izlenmesine yönelik devirler, alt-saklamacılar arasındaki devirler ile ödünç işlemlerine yönelik devirleri de kapsamaktadır.

Saklama sistemlerinin temel özelliği DİBS'lerin alım-satım nedeniyle bloke edilebilmesidir. Hemen hemen gelişmiş saklama sistemleri olan tüm ülkelerde saklama sistemi menkul kıymetlerin alım-satımında blokaj imkanı sağlamaktadır. Bu, DİBS'lerin teminat olarak kullanılması imkanını kolaylaştırması açısından da önemlidir. Bir repo anlaşmasında teminat olarak kullanılan DİBS'leri bloke etmek suretiyle saklamacı, teminat verenin yükümlülüğünü ifa etmemesi (*default*) halinde sözkonusu DİBS'lerin kullanılabilir olmasını garanti altına almaktadır. Ancak saklama sistemleri DİBS'lerin bloke edilmesinin nedenlerine ilişkin her türlü bilgiyi

işlememekte, ancak özellikle yargısal ve idari otoritelerce verilen kararlar ile DİBS sahipleri tarafından verilen kararlar arasındaki ayrımı gözetmektedir. Bazı saklama sistemlerinde DİBS'lerin bloke edilmesini sağlamak amacıyla iptal edilene kadar ilgili DİBS'ler üzerindeki hak sahipliğini kanıtlayacak özel sertifikaların çıkarılması düşünülmüştür.

### **3.3. Merkezilik ve Basamaklama**

Saklama sisteminin merkezilik derecesi büyük ölçüde ilgili ülkelerin koşullarına bağlıdır. Gelişen piyasa ekonomileri için, şahsi olarak elde tutulan tüm menkul kıymetlerin (*individual holdings*) haksahipliğinin sadece tek bir kayıt kuruluşu (*single register*) nezdinde, toplanarak izlendiği bir yapı yeterli görülebilir. Bu tür saklama sistemlerinde, bireysel yatırımcılar (*retail customer*) dahil olmak üzere tüm yatırımcıların ve kurumların sahip olduğu DİBS'lerin kaydının tek saklamacıda tutulması veya çoğu uygulamada görüldüğü üzere, sadece finansal kurum şeklindeki üyelerin katılımına izin verilerek bu kurumların kendi hesapları ve müşterileri hesabına tuttıkları DİBS'lerin tek saklamacıda ayrı ayrı izlenmesi söz konusu olmaktadır. Bu ikinci durumda söz konusu kurumlar pratikte müşterileri için zımnen alt-saklamacı işlevi görmektedir.

Modern bilgisayar ve iletişim teknolojileri sayesinde tek bir saklamacıya dayalı sistemler teknik olarak mümkündür. Örneğin; İsveç tek saklamacı modeline yaklaşmaktadır. Herhangi bir yatırımcının merkezi saklamacıda bireysel hesap sahibi olma imkanı da vardır. Bu hesapların yönetimi bir bankanın aracılığını gerektirse de birçok yatırımcı bu imkanı kullanmaktadır. Danimarka da benzer bir modele sahiptir. Finlandiya ise sahip olduğu iki basamaklı saklama sistemine böyle bir imkanı sonradan eklemiştir. Tek bir saklamacıya dayalı sistemleri benimseyen diğer ülkeler ise Litvanya ve Slovenya gibi genellikle sınırlı sayıda ihracın yapıldığı ve ikincil piyasaların dar olduğu küçük ülkelerdir.

DİBS yatırımcılarının sayısı ve yaptıkları işlemler arttıkça ve tahsisli olarak ihraç edilen DİBS'ler alım-satımına konu oldukça, merkezi bir saklamacı yetersiz kalabilmekte ve alt-saklamacıların kullanılması gerekebilmektedir. Bu nedenle çoğu ülkede merkezi saklamacı ve onu tamamlayan alt-saklamacı olarak faaliyet gösteren birçok finansal kuruluş şeklinde iki basamaklı bir yapı benimsendiği görülmektedir. Bu sistemde merkezi saklamacı nezdinde sadece belirli finansal kuruluşlar adına menkul kıymet hesabı açılmasına izin verilirken, finansal kuruluş dışı yatırımcılar hatta bazı finansal kuruluşlar sadece alt-saklamacılar nezdinde doğrudan menkul



kıymet tutabilmektedir. Buna mukabil alt-saklamacılar merkezi saklamacıda toplu bir hesap (*global nominee*) tutmakta olup sözkonusu hesabın alt-saklamacıların kendi sistemlerinde müşterileri olan nihai yatırımcılar veya ara saklamacılar<sup>20</sup> için açtıkları hesapların (*counterpart accounts*) toplam tutarını vermesi gerekmektedir.

Bu basamaklı temel yapı özel faktörler veya ülkeye özgü düzenlemelere bağlı olarak bazı değişimler gösterebilmektedir. Uluslararası takas ve saklama kuruluşları olan Clearstream ve Euroclear merkezi saklamacı veya alt-saklamacı seviyesinde sisteme bağlı olabilmekte ve böylece sisteme yeni bir basamak eklenebilmektedir. Bazı ülkelerde ise alt-saklamacı kuruluşların tuttıkları müşteri hesaplarının karşılığının başka bir alt-saklamacıda izlenmesine izin verilmektedir. Bu ise üçlü veya daha fazla basamaklı bir yapıyı ortaya çıkarmaktadır. ABD'nin saklama sistemi çok-basamaklı bu tür bir sisteme en önemli örnektir. Bazı durumlarda basamaklı yapıya rağmen, alt-saklamacıda menkul kıymetleri tutulan bazı yatırımcıların hak sahipliğinin özel koşullar altında aynı zamanda merkezi saklamacıda da ayrı olarak izlendiği görülmektedir. Örneğin; Meksika'da merkezi saklamacıya doğrudan üye olamayan bazı finansal kurumlara bu imkan sağlanmaktadır. Tipik olmayan bu tür bir çözüm alt-saklamacının güvenilirliği hakkındaki yatırımcılarca duyulan endişeleri azaltma amacı taşımaktadır. Tersini de görülebilmektedir. Tek bir saklamacının olması durumunda ona doğrudan ulaşım sadece seçilmiş finansal kuruluşlara tanınabilir ve diğer yatırımcıların (bireysel hesap sahibi olabilmeleri için) merkezi saklamacıya erişimlerinin bu kurumlar yoluyla olması zorunlu tutulabilir. Örneğin; Danimarka, Slovenya ve İsveç saklama sistemleri bu prensip çerçevesinde çalışmaktadır.

#### **3.4. Entegre ve Uzmanlaşmış Saklama Sistemleri**

Basamaklılığın niteliğine bağlı olmaksızın DİBS saklama sistemi genellikle ülkedeki tek bir merkezi saklamacıyla tamamen bağlantılı bir yapıdadır. Çoğu ülkede DİBS'ler için tek bir merkezi saklamacı bulunmaktadır. İstisnai olarak Fransa'da geçmişte, Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nde ise halen hazine bonoları ve tahviller için ayrı ayrı merkezi saklamacılar olduğu görülmektedir. Merkezi saklamacının sadece DİBS'lere yönelik saklama hizmeti vermesi ile DİBS'ler için özel bir bölüm

---

<sup>20</sup> Alt saklamacı merkezi saklamacı nezdinde gerek kendisinin gerekse müşterilerinin menkul kıymetlerinin izlendiği doğrudan katılımcı (üye) kuruluşlar olarak ifade edilirse, ara saklamacı da müşterilerine saklama hizmeti veren ancak merkezi saklamacı nezdinde doğrudan saklama hesabı açmadığı için alt-saklamacılar yoluyla merkezi saklamacıya erişim sağlayan kuruluşlar şeklinde tanımlanabilir.

sağlamakla birlikte tüm menkul kıymetler için saklama hizmeti vermesi arasında yapılacak tercih stratejik bir karardır.

Hemen hemen DİBS saklama sistemlerinin tamamı başlangıçta sadece DİBS'lere özel olarak kurulmuştur. Saklama sisteminin başlangıçta DİBS'lere özel olarak kurulduğu uygulamalara örnek olarak, Amerika kıtasında Brezilya, Kanada, Kolombiya, Meksika ve ABD; Avrupa'da Belçika, Bulgaristan, Fransa, Yunanistan, İtalya, Hollanda, Polonya, Portekiz, Rusya ve İspanya verilebilir. Almanya, İsviçre ve İskandinav ülkeleri ise baştan beri entegre sistemi benimsemiştir.

DİBS'lerde uzmanlaşmış saklama sistemlerinin giderek bölgesel-yerel idareler, uluslararası finansal kuruluşlar ve özel sektör bono ihraçlarını da kapsama aldığı örnekler bulunmaktadır. ABD'deki saklama sistemine belediyeler ile bazı finansal kamu kurumlarının ihraç ettiği borçlanma senetleri de dahil edilmiştir. Bu durum Çin'deki ilgili merkezi saklamacı için de geçerlidir. İspanya'da bölgesel idarelerin ihraç ettiği borçlanma senetleri sisteme dahil edilebilmektedir.

Sistem altyapılarının ve ilgili yatırımların mükerrerliğinden kurtulmak, teminat ve diğer işlem şartlarının mükerrerliği gibi nedenlerle piyasa katılımcılarının işlemlerinin parçalanmasını azaltmak, risk yönetimi sağlarken aynı zamanda maliyetleri asgariye indirmek ve ölçek ekonomilerinden yararlanmak amacıyla (Akamatsu. 2003) son yıllarda gerek borsalar gerekse takas ve saklama hizmetleri veren kuruluşlar arasında artan bir şekilde görülen işlevsel ve kurumsal konsolidasyon olgusu<sup>21</sup>, takas ve saklama hizmetleri açısından sermaye piyasası araçları bazında da entegrasyonu getirmektedir. Nitekim, DİBS'lerin saklanması başta hisse senetleri olmak üzere diğer menkul kıymetlerin takas ve saklamasını yapan merkezi saklama kuruluşlarının bünyelerine dahil edilmesi uygulaması yaygınlaşmaktadır. Örneğin; İsveç'te VPC, Fransa'da Sicovam<sup>22</sup>, İngiltere'de CrestCo<sup>23</sup> tüm menkul kıymetler için merkezi saklamacı durumundadır.

Başlangıçta ayrı olan saklama sistemlerinin özellikle gelişmiş mali kurumlara sahip ülkelerde tek saklamacı olma eğilimine girdiği örnekler de vardır. Tüm menkul kıymetler için entegre bir saklama sistemine doğru gitme eğilimi son zamanlarda

---

<sup>21</sup> Avrupa'da borsalar ve takas-saklama kuruluşlarının konsolidasyonuna ilişkin projeler Ek/5'teki şemada gösterilmektedir.

<sup>22</sup> Sicovam, Ocak 2001 Euroclear ile birleştikten sonra Euroclear Grubunun bir iştiraki olarak Euroclear France adını almıştır.

<sup>23</sup> CrestCo, Eylül 2002'de Euroclear ile birleşerek Euroclear Grubunun bir iştiraki haline gelmiş olup, CrestCo isminin en azından tek takas mekanizmasının başlayacağı 2005 yılına kadar kullanılması öngörülmüştür.

Avrupa Para Birliğine üye ülkeler arasında ortaya çıkmıştır. Bunlardan Belçika ve İspanya hala DİBS'ler için ayrı saklama sistemlerine sahiptir. Fakat, tek bir birleşik saklama sistemine gitme eğiliminde olan AB ülkelerinin resmi kurumsal çatının ötesinde daha kat edecekleri yol bulunmaktadır. Son zamanlarda entegre bir saklama sistemine yönelen Avrupa kıtası dışındaki ülkelere Meksika örnek verilebilir. Çeşitli menkul kıymetlerin alım-satımına konu olduğu ülkelerde tek birleşik saklama sistemi ile başlanmasında, DİBS'lerin diğer menkul kıymetlerle entegre edilmesi veya etkin takas mekanizmalarının geliştirilmesi açısından Arjantin, Ekvador, Macaristan, Panama, Polonya ve Slovenya örneklerinde görüldüğü üzere genellikle zorluklarla karşılaşmıştır.

### **3.5. Merkezi Saklamacının Organizasyonu**

Birçok ülkede DİBS piyasalarına yönelik takas ve saklama sistemleri merkez bankaları tarafından işletilmektedir. Bazı merkez bankalarının kanunlarında ilgili merkez bankasının DİBS'lerin saklanması için tek yetkili kuruluş olması öngörülmektedir. DİBS'ler için etkin bir saklama sisteminin kurulması ve işletilmesi, temel piyasa katılımcılarının menkul kıymet ve nakit hesaplarının tek bir kuruluştaki, örneğin merkez bankası bünyesinde tutulduğunda göreceli olarak daha kolay ve ucuzdur. Öte yandan, merkez bankasının kendi hesabına ihraç ettiği borçlanma araçları için oluşturduğu hazır altyapıyı geliştirerek kullanması da sözkonusu olabilir. Merkezi saklamacının merkez bankası bünyesinde olmasının diğer avantajları ise bazı çıkar baskılarına karşı merkez bankalarının dayanma kabiliyetinin olması ve merkez bankasının sahip olduğu denetim yetkilerinin kullanılabilmesidir.

Bu avantajlar yanında, çoğu ülkede merkez bankaları DİBS'ler için merkezi saklama altyapısını kurmada ve işletmede önemli rol oynamaya istekli olmuştur. Zira merkez bankaları hem devlet hazinesinin bir mali ajanı olarak hem de esas itibarıyla parasal olan kaynaklarının devlet hazinesi tarafından kullanılmasına olan ihtiyacın azaltılması ve para politikası operasyonlarının etkin olarak yürütülebilmesi için önemli bir araç olan DİBS piyasalarının gelişmesini desteklemiştir.

Bir merkez bankası DİBS'lere yönelik merkezi saklamacının kurulması ve işletilmesinde etkin rol oynamayı cazip bulsa da, saklama sistemine ilişkin doğrudan sorumluluk almayı gerekli görmeyebilir. Merkezi saklamacının merkez bankası bünyesinde yer alsa bile en azından ayrı bir birim veya kuruluş olarak organize edilmesi, saklama sisteminin merkez bankasının doğrudan sorumluluğu altında olması durumu ile karşılaştırıldığında görev ve sorumlulukların daha açık olarak

tanımlanmasını (*delineation*), daha bağımsız bir resmi denetim yapılmasını ve ileri aşamada sistemin de bağımsız çalışmasını sağlamaktadır.

Bu açıdan merkezi saklamacının denetimi gündeme gelmektedir. Bunun için bir kontrol mekanizması olarak merkez bankası, devlet hazinesi ve sermaye piyasasını düzenleyici otorite ile birlikte merkezi saklamacının yönetim kurulunda yer alabilmektedir. Merkezi saklamacının yönetim kurulunda genellikle piyasa katılımcıları da yer almakla birlikte, kamu yararı yerine kendi özel çıkarlarını benimsemelerinden veya çıkar çatışmasının sözkonusu olmasından endişe edilmesi nedeniyle piyasa katılımcılarının doğrudan yönetim kuruluna katılımları yerine düzenli görüş alış-verişinde bulunulması da tercih edilebilmektedir.

Merkez bankasına bağlı bir merkezi saklamacıya alternatif yukarıda belirtilen avantajlara sahip olmasa da bağımsız ayrı bir kuruluştur. Birçok örnekte DİBS'ler için saklamacının merkez bankası bünyesinde kurulduğu ve ileri bir aşamada ayrı bir birime devredildiği görülmektedir. Fakat DİBS'lerin saklanması merkez bankaları bünyesinden çıkarılarak tüm menkul kıymetlere yönelik hizmet veren merkezi saklama kuruluşlarına devredildiği örneklerin sayısı (entegre sistem) giderek artmaktadır. Bunun için merkez bankası ile mükemmel elektronik iletişim imkanlarının kurulması gerekir. Zira saklamanın takas hizmetleriyle bağlantısı dikkate alındığında özellikle nakit takası için gerekli hesapların merkez bankasında tutulması ve saklamacıdaki menkul kıymet hesaplarının transferinin nakit transferi ile eşanlı olmasının sağlanması sözkonusudur. Aynı şekilde merkezi saklamacının piyasa katılımcıları ile etkin iletişim imkanlarının olması gerekmektedir. Son yıllarda DİBS'lerin saklanması tüm menkul kıymetler için entegre saklama hizmeti sunan merkezi saklama kuruluşlarına devredildiği bazı ülkelerde bu yaklaşımın uygunluğu kanıtlanmıştır.

### **3.6. Merkezi Saklamacıda Üyeliğin Sınırlandırılması**

Merkezi saklamacı kendi nezdinde menkul kıymet hesabı tutabilecek kuruluşların niteliğini ve sayısını belirleyebilmektedir. İki basamaklı saklama sisteminde tüm alt-saklamacılar hem kendileri hem de yatırımcılara ait DİBS'ler için merkezi saklamacı nezdinde hesap sahibi konumundadır. DİBS piyasasında aktif olarak işlem yapan diğer finansal kuruluşlar ise merkezi saklamacıda hesap sahibi olmayı istemelerine rağmen merkezi saklamacı seviyesinde katılımın sınırlandırılması nedeniyle alt-saklamacıları kullanmak zorunda kalmakta, bu da alt-saklamacıların rolünün genişlemesine neden olmaktadır. Ancak, güvenilir ve etkin

bir alt-saklamacı sisteminin kurulmasıyla ilgili zorluklar finansal aracılarn merkezi saklamacı nezdinde doğrudan katılım sağlamayı istemelerini destekleyen ek bir nedendir.

Merkezi saklamacıda menkul kıymet hesabı tutmasına izin verilip verilmemesine bağı olmaksızın bir mali kurumun merkez bankasında nakit hesabı tutmasına izin verilip verilmemesi konusu ise etkinlik ve risk açısından çeşitli hususları gündeme getirmektedir. Zira merkez bankasında nakit hesabı sahibi olabilecek kuruluşların kapsamını bankalar dışındaki özel sektör finansal kurumlarına yaymak, merkez bankasının piyasaya likidite sağlama imkanlarını genişletme anlamına gelebilir. Bu nedenle, merkez bankalarına ilişkin kanunlarda genellikle nakit hesabı açtırabilecek finansal kurumlar bankalar ve mevduat kabul etmeyen diğere parasal kuruluşlar (örneğin tasarruf bankaları, krebir birlik ve kooperatifleri) olarak sınırlandırılmakta, DİBS piyasasında aktif olsalar da bankadışı mali kurumlara örneğin sigorta şirketleri, emeklilik fonları, menkul kıymet aracı kurumları, yatırım fonu yönetimi şirketlerine ise izin verilmeyebilmektedir.

Merkezi saklamacıdaki sisteme bankaların yanısıra bankadışı özel finansal kuruluş şeklindeki katılımcılar da üye olmaktadır. Katılımcıların başında ise para politikası işlemlerinin bir parçası olarak DİBS piyasalarında alım-satım yapan merkez bankaları gelmektedir. Hazine, menkul kıymetlerin ihracı ve itfası için ismine hesap açılması dışında ikincil piyasada alım-satım işlemleri ile uğraşmasına bağı olarak da başka bir katılımcı olarak düşünölmektedir. Ayrıca bazı kamu kuruluşları önemli ölçüde DİBS tutmaları nedeniyle katılımcı olabilmektedir. Uluslararası saklama kuruluşları ise diğere bir katılımcı grubunu oluşturmaktadır. Öte yandan üyeliğe yönelik kural ve kriterler konulmakta, sermaye yeterliliği gibi şartlar aranabilmektedir. Bir kuruluşun üyeliğe kabulünde bir düzenleyici otoritenin denetimine tabi olmasına dikkat edilmektedir. Merkezi saklamacıya üye olacakları belirleme yetkisine sahip kuruluşun merkezi saklamacı veya merkezi saklamacı dışındaki bir kamu kuruluşu, örneğin ilgili bakanlık veya merkez bankası olması ülkenin yerel koşullarına bağıdır. Standart olarak kullanılan bir tedbir ise merkezi saklamacıdaki özellikle takastan kaynaklanabilecek risklerin azaltılması için katılımcıların kredibilitésinin sürekli olarak gözden geçirilmesidir.

### 3.7. Alt-Saklamacılar

Etkin ve güvenilir bir alt-saklama sisteminin kurulması çoğu ülkede merkezi saklamacının kurulmasından daha zor bir aşama olarak görülmüştür. Alt-saklamacıların olmaması durumunda devlet hazinesinin merkezi saklamacıya ulaşma imkanı olmayan yatırımcılara DİBS satma kabiliyeti kısıtlanacağından, alt-saklamacıların varlığı DİBS piyasasının gelişmesi açısından önemli görülmektedir. Bu konuda Çin iyi bir örnek teşkil etmektedir. Çin'de 1996'dan bu yana faaliyet gösteren bir merkezi saklamacı bulunmakla birlikte, alt-saklama düzenlemeleri henüz tamamlanmamıştır. Bu nedenle mali kurum dışı yatırımcılar kaydi formdaki DİBS piyasasından izole edilmiş durumdadır. Benzer durum pek çok gelişmekte olan küçük ülke için de geçerlidir.

Alt-saklamacılara izin verilmesi, merkezi saklamacının müşteri varlıklarını saklama yetkisi olmayan diğer üyelerinin seçimine göre daha sıkı resmi koşullara bağlanmaktadır. Zira alt-saklamacıların yeni riskler getirdiği ve usulsüzlük (*fraud*) potansiyelini artırdığı kabul edilmektedir. Örneğin; bir alt-saklamacı merkezi saklamacı ile eşlenik-karşı hesap (*corresponding counterpart account*) çalıştırmaksızın DİBS üreterek, gerçekte varolmayan DİBS'leri satabilir veya kendi saklama kayıtlarında tutabilir. Bu tür bir usulsüzlük, alt-saklamacının müşterilerine DİBS'leri saklamada tuttuğunu söyleyerek gerçekte tahsil ettiği müşteri nakitlerini diğer amaçlar için kullanmak suretiyle müşterilerini dolandırması ile ağırlaşabilir. Aynı şekilde alt-saklamacı saklama kayıtlarına aldığı DİBS'leri yatırımcıların bilgisi dışında elden çıkarabilir.

Tüm saklama sisteminin bütünlük ve uyum içerisinde olmasının sağlanması için alt-saklamacılar tutulan müşteri hesaplarının ilgili alt-saklamacıların merkezi saklamacıda tutulan toplu müşteri hesapları (*nominee accounts*) ile eşleştirilmesine dayalı güvenlik mekanizmaları tesis edilmekte, bunun için merkezi saklamacı ile alt-saklamacı arasında ileri teknik iletişim altyapıları kurulmaktadır. Yeni bir saklama sisteminin kurulduğu ülkelerde alt-saklamacıların faaliyeti hususunda göreceli olarak daha fazla düzenleme yapma yönünde bir yaklaşım gösterilmekte, ancak merkezi saklamacı tecrübe ve uzmanlık kazandıkça sistem gevşetilebilmektedir.

Sınırlı sayıdaki alt-saklamacı ile uğraşma merkezi saklamacının idari ve düzenleyici görevlerini basitleştirir. Fakat, çok az sayıda alt-saklamacı olmasını tercih edilmesi eşitsizlik yönünde şikayetlere neden olabileceği gibi, rekabetçi bir DİBS piyasası geliştirme amacına da ters düşebilir. Öte yandan, merkezi saklamacı

nezdinde tutulan alt-saklamacı hesaplarının sayısının sınırlandırıldığı durumlarda hesap açtıramayan kurumsal yatırımcılar bu hizmeti sağlayan diğer kurumlar yoluyla saklama hizmeti almaktadır. Büyük ticari bankalar sıklıkla daha küçük kurumlar için bu tür alt hesaplar (*subsidiary accounts*) tutmaktadır.

Alt-saklamacının iflası durumunda hesapların niteliğini belirlemek ve merkezi saklamacı nezdinde hesap sahibi sıfatıyla alt-saklamacıların yükümlülüklerini izlemek için alt-saklamacıda tutulan DİBS hesaplarının alt-saklamacının kendisine ait DİBS hesaplarından ayırt edilebilmesine yönelik temel düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir. Merkezi saklamacı ile operasyonel ilişkiler, bir bankanın alt-saklamacı faaliyetinin diğer faaliyetlerinden ayrılması, istatistiki raporlama yükümlülükleri ve rekabeti desteklemek için DİBS'lerin bir alt-saklamacıdan diğerine devir serbestisi tanınması alt-saklamacıya ilişkin başlıca düzenleme konuları arasında yer almaktadır. Sözkonusu düzenlemelere uyulmaması durumunda alt-saklama hizmetleri sunma imtiyazının iptaline kadar varan yaptırımlar uygulanabilmektedir.

Alt-saklama hizmetleri diğer finansal faaliyetler gibi denetime tabi tutulmaktadır. Ülkeden ülkeye DİBS'lerin takas ve saklanmasıyla yönelik düzenleme ve gözetimden sorumlu otorite farklılık göstermekle birlikte, çoğu ülkede bu sorumluluk merkezi saklamacının merkez bankası ile bağlantılı olarak kurulmasından dolayı merkez bankasına da düşmekte, bazı ülkelerde ise merkez bankası ve sermaye piyasasını düzenleyici otorite bu sorumluluğu paylaşmaktadır. DİBS'lerin takas ve saklanması ile uğraşan kuruluşların kullandıkları sistemlerin hesap verebilir olması ve bunlarla ilgili gelişmelerin takip edilebilmesini sağlamak için, periyodik olarak raporlama yapmalarının istendiği ve yine çeşitli denetimlere tabi tutuldukları görülmektedir. Denetim mekanizmaları, raporlama yükümlülükleri ve yerinde incelemenin yanı sıra yatırımcı şikayetlerinin iletilebilmesi imkanı da içermektedir. Örneğin; İspanya'da alt-saklamacıların denetimi merkezi saklamacı tarafından yapılmakta, belirlenen eksiklikler yatırım kararı alınması amacıyla mevduat kabul eden bankalar için merkez bankası ile, menkul kıymet şirketleri için ise sermaye piyasasını düzenleyici otorite ile paylaşılabilir.

Öte yandan bazı alternatif mekanizmaların alt-saklamacıların doğrudan yerine geçmesi bile onlara olan ihtiyaçların azaltılmasına katkıda bulunabileceği görülmektedir. Bunlardan ilki daha kapsamlı bir altyapıya sahip merkezi saklama kuruluşunun oluşturulmasıdır. Bu özellikle işlemlerin sıklığının, hesap sahiplerinin

sayısının ve ihraç edilen DİBS çeşidinin az olduğu ülkelerde en iktisadi ve pratik yaklaşımdır. Diğer taraftan bazı ülkelerde devlet hazinesi veya merkez bankasının finansal kurum dışı yatırımcılara sınırlı alt-saklama hizmetleri sunduğu görülmektedir. Buna ABD hazinesi ve Macaristan ile İspanya merkez bankaları örnek verilebilir. Bu hizmetler DİBS piyasalarına küçük yatırımcıların katılımının kolaylaştırılmasına yönelik mekanizmalar olarak tasarlanmaktadır. Bazı örneklerde bu hizmetler sadece itfaya kadar tutulabilmek veya satış için başka bir yere transfer edilebilmek üzere yeni ihraç edilen DİBS'leri alma imkanı sunmakta, bazı durumlarda ise ilgili kurum ihraç edilmiş DİBS'leri satma ve geri alma faaliyetlerinde de bulunabilmektedir. Fakat bu tür mekanizmalar devlet hazinesi ve merkez bankasının sağlayabileceği pazarlama kanalı sayısının sınırlı olması kısıtı ile karşılaşmaktadır.

Öte yandan, portföylerinde önemli oranda DİBS tutan yatırım fonlarının kurularak doğrudan merkezi saklamacı nezdinde hesap tutmalarının sağlanması da DİBS'lerle ilgili bireysel yatırım ve alım-satım açısından alt-saklamacı seviyesinde karşılaşılan takas ve saklama sorunlarının aşılması için yararlı bir alternatif sunmaktadır.

### **3.8. Yurtdışında Yerleşiklerin Saklama Sistemine Entegre Edilmesi**

Uluslararası mali kuruluşların portföyleri hariç olmak üzere, yerleşik olmayan nihai yatırımcıların doğrudan merkezi saklamacı nezdinde izlenmesine izin veren ülke sayısı çok azdır. DİBS'lere yatırım yapan yurtdışı yerleşik kişilerin çoğunun aracı olarak bir alt-saklamacı kullanması gerekmekte, bunun için yerli alt-saklamacılar yurtdışı yerleşiklerin menkul kıymet hesaplarını tutabilmektedir. İspanya'da bazı yerli alt-saklamacılar bu açıdan yerleşik olmayan finansal kurumlara hizmet sağlamada uzmanlaşmış olup Clearstream ve Euroclear yerine sözkonusu yabancı kurumlara doğrudan bağlantı kurmuşlardır. Yerli alt-saklamacılar yurtdışı yerleşik tüm nihai yatırımcılara hizmet sağlamamakta, DİBS piyasalarında aktif uluslararası aracı kuruluşlara (dealer) saklama hizmeti vermektedir. Sözkonusu aracı kuruluşlar nihai yabancı yatırımcılar için hesap tutmakta ve böylece saklama sistemi için fiilen başka bir basamak açılmış olmaktadır.

Merkezi saklamacının yurtdışı yerleşik yatırımcılara doğrudan bağlantılı olması da düşünülmektedir. Bu açıdan iyi bir çözüm Clearstream ve Euroclear gibi uluslararası kuruluşların merkezi saklamacıda katılımcı olmasına izin verilmesidir. Bu durumda bu kuruluşlar yerli alt-saklamacı statüsüne geçmektedir. Ancak



uluslararası kuruluşlar merkezi saklamacının sunduğu imkanları her zaman kabul etmeye istekli değildir. Örneğin; İspanya’da Clearstream ve Euroclear saklama sistemine farklı iki yerli alt-saklamacı yoluyla bağlanmayı tercih etmiştir.

### **3.9. Merkezi Saklamacının ve Alt-Saklamacının Aldığı Ücretler**

Saklama sisteminin merkezi niteliği nedeniyle tekelci fiyatlandırmanın önlenmesi için ücret yapısının düzenlenmesi gündeme gelmektedir. Takas ve saklama ücretlerine müdahale edilmesinin gerekçesi özellikle sabit getirili menkul kıymet işlemlerinde yatırımcıların maliyetlere daha duyarlı olduğu düşüncesine de dayandırılabilir. Sistemin sürdürme maliyetlerinin işlem bazında veya periyodik olarak alınan saklama ücretleri yoluyla karşılanması kaydıyla merkezi saklamacının kar amacı olmayan kuruluş şeklinde yapılandırılması ideal görülebilmektedir. Birincil piyasa işlemlerinde genellikle ücret ihraççı sıfatıyla sadece devlet hazinesinden alınmakta, merkez bankasının taraf olduğu işlemler de dahil olmak üzere ikinci el piyasa işlemlerinde ise ücret işlemlerin tarafları arasında paylaştırılmaktadır. Birbirini takip eden zıt yönde iki menkul kıymet transferinin sözkonusu olduğu örneğin repo işlemleri ile ödünç menkul kıymet işlemlerinde ücretin bir kez alınması genel bir uygulama haline gelmiştir. Periyodik ücretler ise açık hesap sayısı üzerinden veya genellikle tutulan DİBS hacmi üzerinden alınmaktadır. İkinci durumda tutar hesap sahibine ve/veya devlet hazinesine yüklenmektedir. Değişken ve sabit maliyetleri birlikte yansıtmak için hem her bir işlem hem de sahip olunan tutar üzerinden ücret alınması da sözkonusu olabilmektedir. Öte yandan, işlem hacminin yeterli olmadığı bazı ülkelerde merkezi saklamacının ücretlerinin DİBS işlemlerinin getirisinde önemli bir etki doğurmayacak şekilde düşük tutulması zorlaşmaktadır. Bu nedenle bu tür ülkelerde devlet hazinesi veya merkez bankasının saklamacı tarafından kendilerine sağlanan hizmetlerin gerçek fiyatını önemli oranda geçen maliyetlere katlanmaları gerekebilmektedir. Zira sözkonusu ülkelerde devlet hazinesi veya merkez bankasının saklama hizmetlerinden yararlanan diğer piyasa katılımcılarını örtülü olarak sübvansetmesi piyasanın geliştirilmesi açısından geçici bir tedbir olarak görülebilmektedir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **ÜLKEMİZDE DİBS'LERİN SAKLANMASINA İLİŞKİN MEVCUT SİSTEM, SORUNLAR VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ**

#### **4.1. DİBS Piyasalarının Düzenlenmesi**

Ülkemizde DİBS işlemleri, DİBS'lerin ihraççısı Devlet olduğundan, hem yasama hem de idari düzenlemelerde herhangi bir sermaye piyasası aracından farklı olarak algılanmıştır. Bunun temel nedeni kamu finansmanı içerisinde iç borçların öneminin giderek artması karşısında DİBS talebinin korunmasının büyük önem kazanmasıdır.<sup>24</sup> Dolayısıyla DİBS'lerin düzenlenmesine ilişkin olarak gerek yasa koyucunun gerekse idari otoritelerin yaklaşımı kamu borçlanmasının maliyetini azaltarak talebi canlı tutmak yönünde olmuş, yatırımcının korunması perspektifi ikinci planda kalmıştır. Bunun bir sonucu olarak temel amaçlarından biri yatırımcıların korunması olan Sermaye Piyasası Kanununun (SPKn) DİBS piyasasına müdahalesi son derece sınırlı tutulmuştur.

DİBS piyasasına ilişkin kurallar esas itibariyle Hazine Müsteşarlığı ve Hazine için mali aracılık hizmeti sunan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından belirlenmiştir. DİBS'lere ilişkin şartlar Hazine Müsteşarlığının ilgili olduğu Bakan tarafından belirlenmekte olup, alım satıma konu edilmesi halinde tabi olacakları sistem ise TCMB tarafından geliştirilmektedir<sup>25</sup>.

DİBS işlemlerinin düzenlenmesi konusunda sermaye piyasalarını düzenleyici otorite olan Sermaye Piyasası Kuruluna (SPK) verilmiş açık bir yetki ise bulunmamaktadır. SPKn'nun 4'üncü maddesinde DİBS ihraçlarının Kurul kaydına alınmayacağı düzenlenmiş olup DİBS'ler ihraç bakımından bu Kanuna tabi değildir. DİBS'ler ancak SPK'nın aracılık faaliyetleri ve İMKB'ne ilişkin düzenlemeleri bağlamında dolaylı olarak düzenlenmiştir. Ancak SPK'nın İMKB Tahvil ve Bono

---

<sup>24</sup> Özellikle 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren artan kamu açıklarının doğal bir sonucu olarak kamu kesiminin aşırı kaynak talebi, Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımı ve DİBS ihracı ile karşılanmıştır. Kamunun iç borç stokunun GSMH içindeki payı özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren büyümeye başlamıştır. Bunun en büyük sebebi, 1996 yılından itibaren Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarını kullanma olanaklarının derece derece azaltılması ve yeni Merkez Bankası Kanunu ile 2001 Kasımında kaldırılması paralelinde, büyüyen bütçe açıklarının büyük oranda iç borçlanmaya gidilerek finansmanının sağlanmasıdır (Aydm.2002:1,3). Bu doğrultuda Ek 6'da da görüldüğü üzere kamu menkul kıymet stoğunun toplam stok içindeki payı %90'ları geçmiştir.

<sup>25</sup> 28.03.2002 tarih ve 4749 sayılı "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun"un 6'ncı maddesi ile çıkarılacak DİBS'lerin çeşitlerine, satış yöntemlerine, faiz koşullarına, vadelerine, basım ve ödemelerine ilişkin her türlü esasları ve bunlara ilişkin diğer şartları belirlemeye Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır.

Piyasasına ilişkin düzenlemeleri DİBS'lere özgü olmayıp, bütün borçlanma araçlarını kapsamaktadır.

DİBS'lere ilişkin olarak ülkemizde yaşanan en büyük sorun düzenleme ve denetim yetkisi konusundaki belirsizlik nedeniyle ortaya çıkan boşluktur. Bu boşluk kendisini en açık bir şekilde DİBS'lerin saklanması konusunda göstermektedir. DİBS'lerin saklanmasında ortaya çıkan sorunların temel kaynağı, DİBS işlemleri ile piyasanın ve piyasa katılımcılarının düzenlenmesi konusunda Hazine Müsteşarlığı, TCMB, SPK ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) olarak dört ayrı kamu otoritesinin yetkilendirilmiş olmasıdır. Kamunun borçlanma ihtiyacının yüksekliği ve DİBS talebinin duyarlılığı DİBS'lere ilişkin temel düzenleme yaklaşımının Hazine Müsteşarlığı tarafından yönlendirilmesi sonucunu doğurmuş, bir anlamda diğer kurumlar Hazine Müsteşarlığının ihtiyaç ve talepleri doğrultusunda ve oranında bu piyasaya müdahale etmiştir.

#### **4.2. Birinci ve İkinci El DİBS Piyasalarının İşleyişi**

DİBS'lerin birinci el piyasa işlemleri borsa dışında gerçekleştiriliyor iken, ikinci el işlemleri borsa dışında gerçekleştirildiği gibi İMKB bünyesindeki Tahvil ve Bono Piyasasında da yapılmaktadır.

Hazine Müsteşarlığı, daha önce kamuya duyurduğu borçlanma programı çerçevesinde açıkladığı tarihlerde DİBS ihraç etmektedir. İhraca ilişkin işlemler Hazine Müsteşarlığı adına TCMB tarafından gerçekleştirilmektedir.<sup>26</sup> Bu konuya ilişkin olarak TCMB Kanununun 41'inci maddesinin ikinci fıkrasında TCMB'nin, her nevi DİBS'in mali servisini yapmakla görevlendirilebileceği yer almaktadır. TCMB Kanununda “mali servis” kavramı ayrıca açıklanmamakla beraber, bu kavramın ihraç ve satışa dair aracılık hizmetlerini ifade ettiği anlaşılmaktadır<sup>27</sup>.

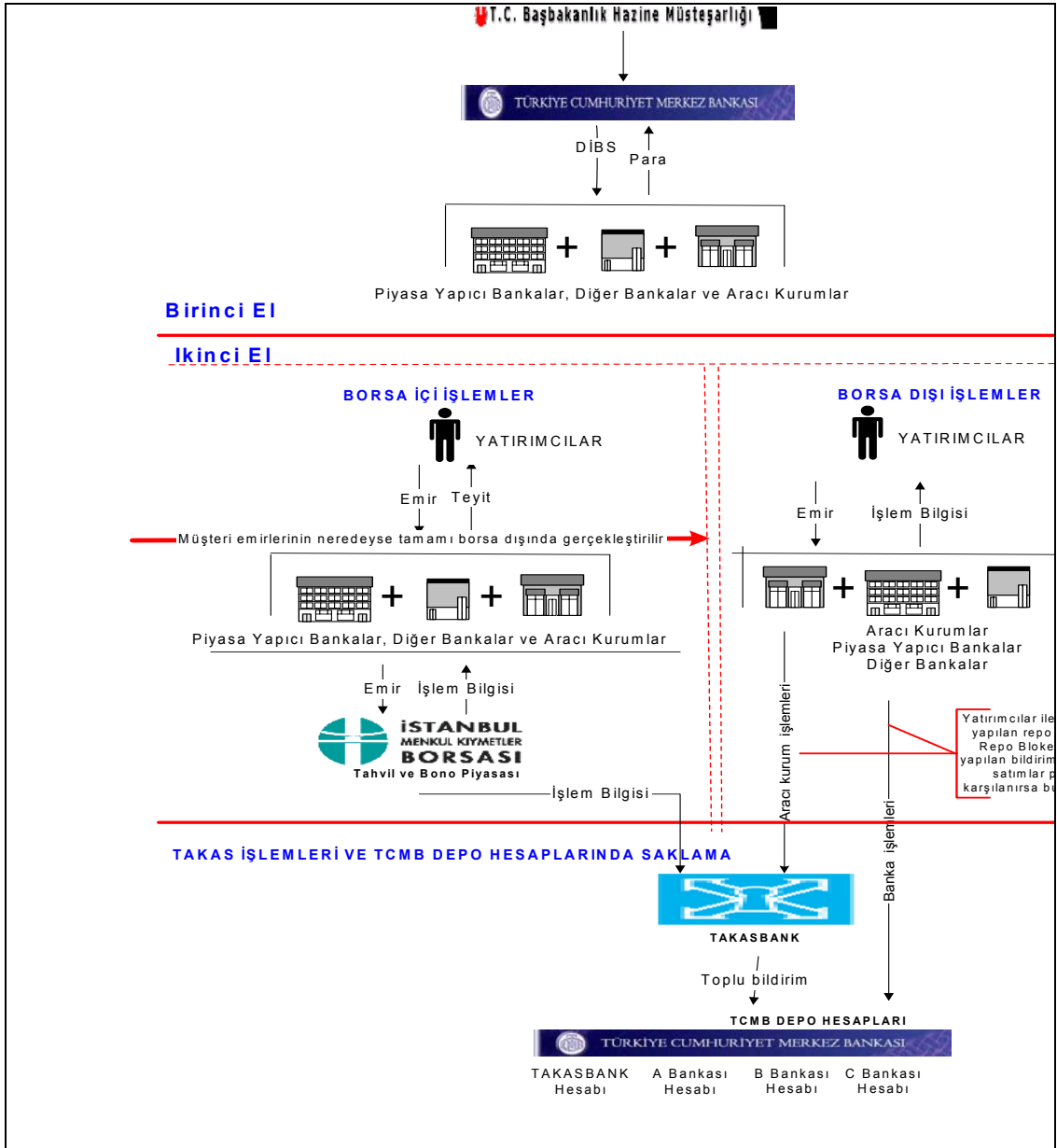
Aşağıda yer alan şemada DİBS piyasasının temel işleyişi görülmektedir.

---

<sup>26</sup> DİBS'lerin ihracında ihale yönteminin yanısıra tapping (musluk sistemi), doğrudan satış ve halka arz gibi satış yöntemleri de kullanılabilir.

<sup>27</sup> TCMB Kanununun 4'üncü maddesinin üçüncü fıkrasının (I) bendinin (f) alt bendi uyarınca TCMB'nin görevleri arasında “Türk Lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek” de yer almaktadır.

**Şekil 1. Ülkemizde DİBS Piyasalarının İşleyişi**



TCMB, her bir kamu menkul kıymeti için uluslararası menkul kıymet tanımlama kodu (ISIN- *International Securities Identification Number*) vermekte<sup>28</sup> ve piyasa yapımcılar dahil banka ve aracı kurumların alım emirlerinin gerçekleştirilmesine yönelik işlemleri yapmaktadır. DİBS'ler fiziki olarak basılmamakta, işlemler TCMB tarafından kayden yürütülmektedir. İhalede alınan

<sup>28</sup> ISIN tahsis için gerekli sistemi Takasbank kurmuş olup, TCMB ISIN kodlarını bu sisteme bağlanarak üretmektedir.

DİBS'ler Elektronik Menkul Kıymet Transfer (EMKT) sistemi<sup>29</sup> kullanılarak ihaleye katılan bankaların<sup>30</sup> depo hesaplarına<sup>31</sup> aktarılmaktadır. Bankalar Hazine'den satın aldıkları bu DİBS'leri başka bankalara satmaları halinde yine bu depo hesaplarını ve EMKT sistemini kullanarak DİBS'leri alıcı hesabına aktarmaktadır. Ancak bu sistem tam bir kaydileştirme değildir.<sup>32</sup>

Bu çerçevede, DİBS'lere ilişkin birinci el piyasa işlemleri borsa dışında ve TCMB sistemleri kullanılarak yapılmakta olup, İMKB bünyesinde bu anlamda bir işlem yürütülmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen DİBS'lerin ihraç sonrasında ikinci el işlemleri TCMB, bankalar ve aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmekte olup, söz konusu işlemler bankalar ile aracı kurumların kendi aralarında ve/veya müşterileriyle yaptıkları işlemleri ifade eden borsa dışı OTC piyasada<sup>33</sup> ve İMKB bünyesindeki Tahvil ve Bono Piyasasında yapılmaktadır. İhraç edilen DİBS'ler İMKB Kotasyon Yönetmeliğinde yer alan istisnadan yararlanarak, herhangi bir kotasyon prosedürüne tabi tutulmadan ilgili Bakanın isteği üzerine ücretsiz olarak İMKB kotuna alınmakta olup<sup>34</sup>, bu şekilde DİBS'lerin İMKB bünyesindeki ikinci el işlemleri başlamış olmaktadır. Öte yandan, İkinci el piyasada DİBS'ler kesin alım atım ve repo-ters repo işlemleri şeklinde iki tip işleme konu

---

<sup>29</sup> Elektronik Fon Transfer (EFT) Sistemi *Türk Lirası* üzerinden ödeme işlemlerinin, Elektronik Menkul Kıymet Transfer (EMKT) Sistemi ise menkul kıymet aktarımlarının bankalar arasında elektronik ortamda, gerçek zamanlı olarak yapılmasını ve gerçek zamanlı mutabakatını sağlayan sistemlerdir. Menkul kıymetlere ilişkin bilgiler EMKT sisteminde elektronik ortamda, kaydi olarak tutulmaktadır. EFT sistemi 1 Nisan 1992 tarihinde işleme açılmıştır. EMKT sistemi ise 30 Ekim 2000 tarihinde işleme alınmıştır. EFT ve EMKT Sistemlerinin sahibi olan TCMB aynı zamanda sistemlerin işletimini de yapmaktadır. Türkiye'de faaliyette bulunan bankalar, özel finans kurumları ile TCMB tarafından uygun görülen diğer kuruluşlar EFT ve EMKT sistemlerine katılımcı olabilmektedir. Aracı kurumlar TCMB sistemine üye olamamakla birlikte, İMKB'de gerçekleşen işlemlerin takasını yapan ve TCMB sisteminin bir üyesi olan Takasbank'ın geliştirmiş olduğu TETS'i (Takasbank Elektronik Transfer Sistemi) bir ara-yüz olarak kullanarak EFT-EMKT sistemlerini kullanabilmektedir.

<sup>30</sup> 2000 yılında uygulanmaya başlanan piyasa yapıcılığı çerçevesinde, halen sayısı 11 olan piyasa yapıcısı banka yanında diğer banka ve aracı kurumlar da ihalelere katılabilmektedir.

<sup>31</sup> Depo hesapları, EMKT sisteminde katılımcı banka ve özel finans kurumları adına tutulan ve kaydi menkul kıymetleri (DİBS) içeren hesaplardır. DİBS'lerden fiziki olarak basılmış olanlar EMKT deposu adı verilen ayrı bir hesapta izlenmektedir.

<sup>32</sup> Sistemde işlemler kayıtlar üzerinde kayden gerçekleştirilmekle birlikte, talep üzerine DİBS'lerin basımı ve sistem dışına çıkarılarak müşterilere teslim edilmesi de mümkündür. Sistem dışına çıkarılmayan DİBS'lerden basımı yapılmayanlar için kaydileştirme, basımı yapılan ancak kaydi olarak işlem görmesi için tutulanlar için ise hareketsizleştirme sözkonusudur.

<sup>33</sup> Borsa dışında yapılan DİBS işlemleri aracı kurum ve bankalar tarafından periyodik olarak İMKB'ye bildirilmekte ve tescil edilmektedir.

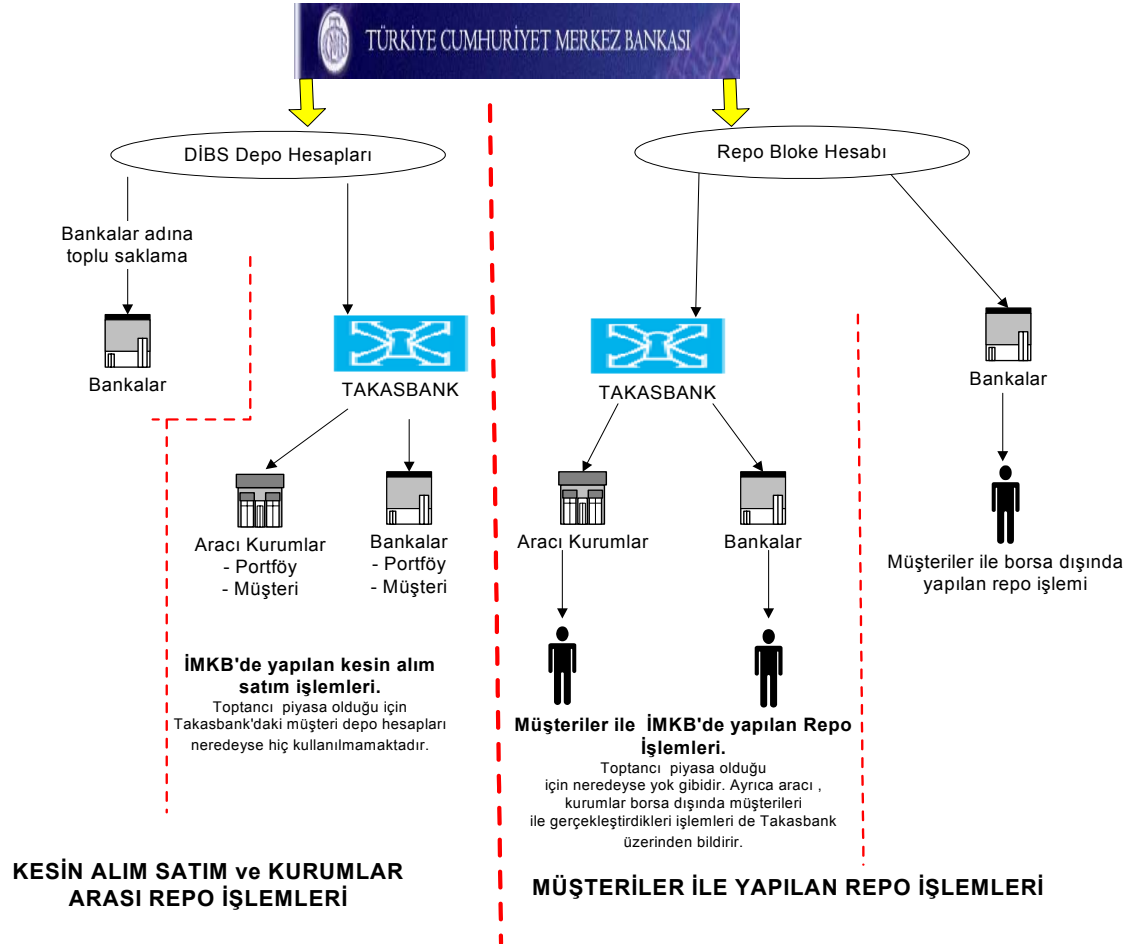
<sup>34</sup> Konuya ilişkin olarak İMKB'ye bir defa yazı yazılarak bütün DİBS'lerin İMKB'de işlem görebilmesi istenmiştir. Dolayısıyla her bir ihraç için ayrı yazışma yapılmamaktadır. Uygulamada İMKB tarafından Hazine ihaleleri takip edilmekte, ihalenin tamamlanması ile yeni ihraç edilen DİBS'ler İMKB alım satım sisteminde tanımlanmakta ve duyurulmaktadır.

olabilmektedir. DİBS'ler çoğunlukla fiziki olarak basılmadığından ve talep üzerine basımı yapılanlar da işlem görebilmesi için depo edilerek hareketsizleştirmeye tabi olduğundan gerek kesin alım satım gerekse repo-ters repo işlemlerinde herhangi bir menkul kıymet teslimi yapılmamakta, banka ve aracı kurum muhasebe sistemlerinin ürettikleri makbuz niteliğindeki belgeler verilmektedir.

### 4.3. DİBS'lerin Saklanması İlişkin Mevcut Sistem

Aşağıdaki şemada DİBS'lere ilişkin TCMB nezdindeki mevcut saklama sistemi görülmektedir.

*Şekil 2. Ülkemizde DİBS'lere İlişkin Mevcut Saklama Sistemi*



DİBS'ler için hisse senetlerinde olduğu gibi<sup>35</sup> açıkça bir merkezi saklama kuruluşu belirlenmemiştir. TCMB'nin fiilen üstlendiği bu görev, tamamlayıcı düzenlemeler yapılmadığından takas sistemleri (EFT ve EMKT) kadar geliştirilmemiştir. Bu anlamda TCMB nezdinde saklamanın nasıl yapılacağına, tutulacak hesapların niteliklerine ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bunun bir sonucu olarak müşterilere ait DİBS'lerin nasıl saklanacağı konusu da net olmayıp, mevcut hükümlerin yorumlanması suretiyle bazı temel ilkeler ortaya konulabilmektedir.

DİBS'lere ilişkin olarak gerek İMKB bünyesinde gerekse borsa dışında yapılan işlemlerde (kesin alım satım ve repo-ters repo) işleme konu DİBS'ler işlemi yapan aracı kurum veya banka adına TCMB ya da Takasbank nezdinde kaydi olarak izlenmektedir. Aracı kurumlar adına saklanan menkul kıymetler Takasbank'ın TCMB nezdindeki depo hesabında izlenmekte olup, her bir aracı kuruma ait tutarlar ancak Takasbank kayıtlarından görülebilmektedir. Bankaların depo hesapları ise doğrudan doğruya TCMB nezdinde tutulmaktadır. Dolayısıyla aracı kurum ve bankaların müşterilerine ait DİBS'ler Takasbank ve TCMB nezdindeki depo hesaplarında toplu olarak izlendiğinden, bu menkul kıymetlerin varlığının tespiti sadece banka veya aracı kurum nezdinde yapılacak yerinde incelemeler ile mümkün olabilmektedir.

TCMB mali tablolarında nazım hesaplar içerisinde gösterilen "Repo Bloke Hesabı" ile "DİBS Depo Hesapları" kesin alım satım ve repo işlemlerine konu olan DİBS'lerin toplu olarak izlendiği temel hesaplardır. Bu hesapların içeriğine bakıldığında her bir hesapta ilgili banka ve onun altında ISIN kodları ile sıralanmış DİBS'ler görülmektedir. Repo Bloke Hesabı müşteriler ile yapılan repo işlemine konu DİBS'lerin izlendiği bir hesaptır, ancak bu hesapta hangi müşteri ile ne tutarda repo yapıldığı görülememektedir. Bankaların gerek kendi portföyleri gerekse müşterileri için yaptıkları kesin alım satım işlemleri ise toplu olarak DİBS Depo Hesaplarında izlenmektedir. Bankaların müşterileri ile yaptıkları repo işlemlerine konu menkul kıymetler ise, yine TCMB nezdinde toplu olarak ayrı bir depo hesabında izlenmektedir.

---

<sup>35</sup> Kurul kaydında olup, borsada işlem gören hisse senetlerinin Takasbank nezdinde saklanması zorunludur. SPK'nın 15.12.1994 tarihli kararı ile Takasbank merkezi saklanma kuruluşu olarak kabul edilmiş ve aracı kurumlarla bankaların kendi nezdlerinde saklama yapması yasaklanmıştır.

Aracı kurumların müşterileri ile yaptıkları repo-ters repo işlemlerine konu menkul kıymetler ise, işlemin vadesi boyunca Takasbank nezdinde aracı kurumun kendi portföyünden ayrı bir hesapta toplu olarak izlenebilmektedir. Aynı imkan kesin alım satım işlemleri sonucunda müşterinin mülkiyetine geçen DİBS'ler için de geçerlidir<sup>36</sup>. Dolayısıyla, Takasbank'ta TCMB sisteminden farklı olarak kesin alım satım işlemleri sonucunda da müşterilere ait DİBS'lerin aracı kurum portföyünden ayrı bir hesapta izlenmesi sözkonusudur.

#### **4.4. DİBS'lerin Saklanması İlişkin Sorunlar**

##### **4.4.1. Mevcut Saklama Sistemindeki Eksiklikler**

DİBS'lerin saklanması ilişkin sorunların başında yeterli bir hukuki altyapı oluşturulmadan, fiilen kaydi sisteme geçilmesi gelmektedir. Bankalar arasında, menkul kıymet aktarım ve mutabakatının elektronik ortamda, kaydi ve gerçek zamanlı olarak yapılmasını ve işlemlere ilişkin gerekli belge ve raporların üretilmesini sağlayan EMKT sistemi ödeme sisteminin bir parçası olarak tasarlanmış olması nedeniyle esas itibariyle takas yükümlülüklerinin sorunsuz bir şekilde gerçekleştirilmesini amaçladığından tam olarak bir saklama sistemi değildir. Saklama bu sistemin doğal bir uzantısı olarak düşünülmüş olup, ayrıca yapılandırılmamıştır. Bunun temel nedeni TCMB'nin bankalar arası ödeme ve aktarım mekanizmasının sorunsuz çalışmasına odaklanması sonucu, asıl önemi müşteri ile banka arasındaki ilişkilerde ortaya çıkan saklama sisteminin arka planda kalmış olmasıdır. Bu durum gerekli hukuki altyapı tam oluşturulmadan, mülkiyetin geçişine ve tespitine ilişkin kurallar belirlenmeden salt operasyonel kaygılarla DİBS'lerin (ayrıca talep edilmesi durumu hariç) fiziksel basımına son verilerek fiilen kaydi sisteme geçilmesine de yol açmıştır. Ancak bu eksiklik yaşanan olaylar sonucunda yatırımcıların zor durumda kalmasının önemli nedenlerinden birisidir.

Öte yandan, aracı kurum ve bankaların gerek kendilerine gerekse müşterilerine ait DİBS'ler TCMB nezdindeki hesaplarda kurumlar itibariyle kayden izlenmekte olup, bu hesaplarda müşteri detayı bulunmamaktadır. Dolayısıyla bir banka veya aracı kurumun kendi portföyünden müşterilerine DİBS satması halinde TCMB nezdindeki depo hesaplarında herhangi bir değişiklik yapılmasına gerek

---

<sup>36</sup> Aracı kurum ve bankalar, İMKB'de çoğunlukla kendi nam ve hesaplarına işlem yapmaktadırlar. Bu anlamda toptancı bir piyasadan söz etmek mümkündür. Müşterilerine yaptıkları satışları ise borsa dışında kendi portföylerinden karşılamaktadırlar. Bu nedenle Takasbank nezdinde, müşteriler için İMKB'den alınan DİBS'lerin izlenebileceği bir depo hesabı olmakla birlikte, bu hesap neredeyse hiç kullanılmamaktadır.



kalmamakta, DİBS'lerin sahipliği ile ilgili kayıtlar bankanın kendi iç muhasebe sisteminde yapılan değişikliklerle oluşturulmaktadır. Repo işlemlerinde müşteriler ile yapılan işlemlere konu menkul kıymetler de TCMB nezdinde yine toplu olarak ayrı bir depo hesabında izlenmekte, müşterilere ilişkin kayıtlar ise aracı kurum ya da bankanın sisteminde tutulmaktadır. Dolayısıyla, aracı kurum ya da banka yaptığı işlemleri TCMB'ye bildirmedeği takdirde, TCMB sisteminin gözetimiyle izinsiz DİBS satışlarının tespiti mümkün değildir. Müşterilere ait DİBS'lerin aracı kurum ve bankalara ait olanlardan ayrı izlenmesini ya da bunların güvenliğini sağlayacak başka mekanizmalar geliştirilmeden fiziksel basıma son verilmesi kötü niyetli kurumlar tarafından önemli bir suistimal fırsatı ortaya çıkarmıştır. Kendisine ait DİBS'leri görmek isteyen müşterilere, banka tarafından bunların fiziken basılmadığını söylemek suretiyle karşılıksız yapılan işlemleri gizleyebilmek kolaylaşmıştır.

Mevcut durum itibariyle herhangi bir kamu otoritesinin aracı kurumların ve bankaların müşterileri ile yaptıkları kesin alım satım ve repo-ters repo işlemlerini müşteri detayında izleyebileceği bir sistem de bulunmamaktadır. Bu nedenle, bir aracı kurum ya da bankanın bir menkul kıymeti birden fazla kez satıp satmadığı ya da müşterilerine karşılıksız repo yapıp yapmadığı konusundaki bilgilere ancak yerinde incelemeler sonucu ulaşabilmektedir. İlgili aracı kurum ya da bankanın kayıtlarının doğru ve düzenli olmaması durumunda yerinde incelemeler alınacak sonuçlar da sınırlı olabilecektir. Böyle bir durumda kesin tespitler yapabilmek için aracı kurum ya da bankanın işlem yaptığı bütün müşterilere ulaşılması gerekmektedir.

Sistemdeki bir başka önemli risk unsuru, müşterilerin, aracı kurum ya da bankadan aldıkları DİBS'lerin gerçekten var olup olmadığı şeklinde kendi hesaplarına ilişkin bilgileri alabilecekleri üçüncü bir taraf bulunmamasıdır. TCMB nezdindeki depo hesaplarında DİBS saklamalarının toplu halde yapılması müşterinin teyit alabilmesi imkanını ortadan kaldırmaktadır. Uygulamada DİBS'lerin çoğunlukla fiziki olarak basılmaması veya talep üzerine basımı yapılanların da işlem görebilmesi için depo edilerek hareketsizleştirmeye tabi olması nedeniyle, bir müşterinin aracı kurum ya da banka ile yaptığı DİBS alım satım işlemi sonucunda sahip olduğu tek belge, banka ya da aracı kurum tarafından kendisine verilen makbuzdan ibarettir. Bu durum müşterilerin işleteceği bir otokontrol mekanizmasına

elverişli olmadığı gibi, müşterilerden kamu otoritelerine gelecek ihbar ve şikayetler için de uygun bir ortam sağlamamaktadır.

#### **4.4.2. Bankaların Saklama Faaliyetlerinin Denetimi**<sup>37</sup>

TCMB tarafından oluşturulan saklama sisteminde sadece bankaların doğrudan hesap tutmasına izin verilmekte, bankalar fiilen alt-saklamacı olarak hareket etmektedir. Ancak, alt-saklamacıda aranacak kriterler ve merkezi saklamacı ile alt-saklamacının fonksiyonlarının tam olarak belirlenmesi açısından açık bir düzenleme yapılmamıştır. Müşterilere ait DİBS'lere ilişkin kayıtların, müşterinin işlem yaptığı banka nezdinde nasıl tutulacağı ise bankanın tabi olduğu bankacılık mevzuatı kapsamında değerlendirilmektedir. Zira müşterilere ait kayıtlar muhasebe konusu olup, bu bakımdan bankalar SPKn'na tabi tutulmamıştır. Bankaların alt-saklama faaliyetlerinin denetimindeki boşluk, DİBS'ler ile ilgili işlemlerin müşteri bazında izlenememesi ile birleşince karşılıksız DİBS işlemlerinin yapılması ve bunun denetiminin güçlüğü bir sistem sorunu olarak ortaya çıkmaktadır. Bankaların alt-saklama faaliyetlerinin denetimi sorunu, bankalarca yapılan DİBS işlemlerinde önemli güvenlik açıkları oluşturmaktadır. Nitekim TCMB tarafından yapılan toplu bazda DİBS saklama ve izleme sisteminin banka nezdinde yerinde denetim yapılmadıkça karşılıksız DİBS satışının tesbitine olanak tanımaması ve denetim yetkisinin de esas itibariyle BDDK'ya ait olması nedenleriyle İmar Bankasının karşılıksız DİBS işlemleri, Bankanın izinleri BDDK tarafından kaldırılıp, yönetimi TMSF'ye geçtikten sonra ancak ortaya çıkarılabilmektedir. DİBS'lerin müşteri bazında izlenmesi mümkün olsaydı, hak sahiplerinin hesaplarını kontrol ederek karşılıksız işlemleri görmeleri ihtimali artacak, ayrıca bu çaptaki karşılıksız DİBS işlemlerinin saklama merkezine bildirilmeden yapılması olasılığı azalacaktı. Böyle bir sistem sayesinde, İmar Bankasının sahip olduğu toplam DİBS stoğu ile müşterilerine sattıkları DİBS'leri karşılaştırarak usulsüzlüğü yakalama ihtimali de artacaktı.

#### **4.4.3. DİBS'lerin Güvence Kapsamında Olmaması**

Devletin ihraç ettiği DİBS'ler ödenmeme riski olmadığından risksiz araçlar olarak kabul edilmesine karşın, saklamada tutulan yatırımcı varlıklarına karşı aracılık faaliyetlerinin yapısından kaynaklanan riskler DİBS'leri de kapsamaktadır. Ancak, aracılık faaliyetlerinin yapısından kaynaklanan risklere karşı yatırımcı varlıklarının korunması için getirilen özel güvence mekanizmalarına ülkemizde DİBS'ler dahil edilmemiştir. Mevduat Bankalar Kanunu çerçevesinde oluşturulmuş bulunan

<sup>37</sup> Ek 7'de de görüldüğü üzere DİBS'lerin birincil piyasada ağırlıklı alıcısı bankalardır.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından korunmakta, hisse senetleri ise aracı kurum veya bankadan kaynaklanan risklere karşı SPKn'da 1999 yılında yapılan değişiklikler çerçevesinde oluşturulan Yatırımcıları Koruma Fonu(YKF) ile koruma kapsamına alınmıştır. Buna göre, aracı kurum ve bankaların tasfiye ya da iflas sürecine girmesi halinde hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülükleri karşısında mevcut hiç hisse senedi bulunmasa dahi yatırımcı alacaklarının belirli bir bölümü<sup>38</sup> YKF'den karşılanabilmektedir. Bu şekilde yatırımcılara ait hisse senetlerinin aracı kurum ya da bankalar tarafından bir şekilde kötüye kullanılması halinde belirli bir düzeyde koruma sağlanmış olmaktadır.

Ancak ülkemizdeki yatırımcıların yoğun olarak ilgi gösterdiği DİBS'lerle ilgili olarak, aracı kurum ve bankaların DİBS saklama işlemlerinin müşteri bazında yapılmaması açıklandığı üzere çeşitli riskleri ortaya çıkarmasına rağmen, yatırımcıların sahip olduğu DİBS'ler için aracı kurum ya da bankadan kaynaklanan risklere karşı bir güvence uygulaması da bulunmamaktadır.<sup>39</sup>

#### **4.5. Mevcut Sistemdeki Sorunların Giderilmesine Yönelik Öneriler**

##### **4.5.1. DİBS'lerde Müşteri İsmine Saklama ve İzleme Sistemine Geçilmesi**

Takas ve saklamaya ilişkin olarak uluslararası oluşumlar tarafından geliştirilen tavsiye ve ilkelerde merkezi saklamacıya üye olan finansal kuruluşların kendilerine ait menkul kıymetlerinin müşterileri adına tuttukları menkul kıymetlerden ayrı izlenmesi yatırımcıların korunması açısından temel güvenlik mekanizması olarak düşünülmektedir. (CESR&ECB.2003:36;BIS-CPSS&IOSCO.2001:18) Yurtdışı uygulamalarında yasa veya idari düzenlemeyle, merkezi saklamacı nezdinde katılımcı olan aracılardan müşterilerine ait menkul kıymetleri ile kendilerine ait menkul kıymetleri ayrı hesaplarda izlemeleri zorunluluğunun getirildiği, bu bağlamda daha ileri bir aşama olarak ise başta

<sup>38</sup> 2004 yılı için bu tutar 36,6 milyar TL olup, her yıl yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılmaktadır.

<sup>39</sup> SPKn'da YKF'ye ilişkin düzenlemelerin yapılması sırasında DİBS'lerin tabi olduğu mevzuatın belirsizliği ve yetkilerin dağınıklığı nedeniyle piyasanın bütün katılımcıları ve yetkili kurumları ile varılacak bir mutabakat sonrasında böyle bir uygulamanın gerçekleştirilebileceğinden hareketle DİBS'ler kapsama alınamamıştır. Bu konuda özellikle karşılıksız repo işlemlerinden doğabilecek risklerin böyle bir güvence fonunu belirsiz yükümlülükler altına sokması ihtimali de önemli bir engel oluşturmuştur. Öte yandan, İmar Bankası olayında ticari mevduatın da ödenmesi dahil olmak üzere Banka hakkında tesis edilecek işlemlere yönelik olarak hazırlanan kanun tasarısında Banka bünyesinde karşılığında DİBS bulunmamasına rağmen ikincil piyasada DİBS satışı adı altında toplanan tutarlardan, makbuz karşılığı satıldığı belgelenen DİBS karşılığı tutarların mevduatların ödenmesinde izlenecek usul ve esaslara göre TMSF aracılığıyla ödenmesi öngörülmüş, fakat bu hüküm TBMM'deki görüşmeler sırasında 16.12.2003 tarih ve 5021 sayılı Kanunun kapsamından çıkarılmıştır.

İskandinav ülkeleri ve Yeni Zelanda olmak üzere bazı ülkelerde merkezi saklamacı nezdinde aracılar üzerinden nihai yatırımcı bazında hesapların tutulabilmesi anlamında müşteri ismine saklama sisteminin kurulduğu görülmektedir. Böylece, hem merkezi saklamacı nezdinde üye olan saklamacı kuruluşların müşteri hesaplarını düzgün olarak tutup tutmadıkları konusunda çapraz bir kontrol mekanizması kurulmakta hem de sözkonusu aracının iflası durumunda yatırımcıların hak sahipliğinin diğer yatırımcıların hak sahipliğinden ayrılabilmesi ve aracının alacaklılarından korunması sağlanmaktadır.

Ülkemizde öncelikle mevcut sistemde yatırımcılara ait olan DİBS'lerin aracı kurum ve bankalardan kaynaklanan risklere karşı korunması ve yatırımcı varlıklarının güvence altına alınabilmesi için DİBS'lerde de halen hisse senetleri için uygulandığı üzere müşteri bazında takip edilmesine ve saklanmasına imkan tanıyacak bir sisteme geçilmesi önem taşımaktadır.<sup>40</sup> Müşteri ismine saklama adı verilen bu sistem ile müşterilere ait hisse senetleri, aracı kurum ya da bankaya ait hisse senetlerinden ayrılmakta ve müşteriye tanınan blokaj imkanı ile bu hisse senetlerinin müşteriden habersiz satılmasını engelleme olanağı bulunmaktadır. Şüphesiz böyle bir sistemden beklenen faydaya ulaşılabilmesi için müşterilerin aktif bir şekilde hesaplarını izleme bilincinde olması gerekmektedir. Bunun için sözkonusu sistemin tanıtılması da en az kurulması kadar önem taşımaktadır. Öte yandan, DİBS'lerde müşteri ismine saklama sistemine geçilmesine yönelik çalışmalar kaydıleştirme ile yakından ilgilidir. Bu bağlamda DİBS'lerde müşteri ismine saklama sistemine geçilmesi, halihazırda fiilen uygulanan kaydi sistemin eksikliklerini gidermek için de önemli bir adım olacaktır. Ancak, halihazırda DİBS'lerin saklanması ve izlenmesi için kullanılan TCMB sisteminin kuruluş amacı ve mevcut işleyişinin bu tür bir sisteme uygun olmadığı görülmektedir.

---

<sup>40</sup> Yatırımcılara ait hisse senetlerine karşı aracı kurum ve bankalardan kaynaklanabilecek suistimalleri önleyebilmek amacıyla Takasbank'ta saklanan hisse senetleri için müşteri ismine saklama sistemine geçilmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede SPK tarafından 25.09.1997 tarihinde Takasbank'da müşteri kodlarıyla takip edilen alt hesapların Takasbank'ın yapacağı düzenleme ile isme çevrilmesine ve her bir yatırımcı için verilecek sicil numarası ile takip edilerek yatırımcının kimlik bilgilerinin tespitinin mümkün hale getirilmesine, buna ilişkin hazırlık çalışmalarının tamamlanması ile de 18.05.1999 tarihinde müşteri ismine saklama sisteminin 31.05.1999 tarihinde uygulamaya başlamasına karar verilmiştir. Bu sistemde yine Takasbank nezdinde yatırımcıların doğrudan doğruya hesap açma imkanı bulunmamakta, aracı kurum ve bankalar hesap açtırabilmektedir. Aracı kurum ve bankaların saklama hesaplarının altında çeşitli alt hesaplar bulunmaktadır. Bu alt hesaplar aracı kurum ya da bankanın kendisine ait hisse senetlerini sakladığı portföy alt hesapları ya da müşterilerine ait hisse senetlerini sakladıkları müşteri alt hesapları şeklindedir. Müşteri alt hesapları Takasbank nezdinde her bir müşterinin ismi ile izlenmek zorundadır.

#### 4.5.2. DİBS'lerin MKK Bünyesinde Kaydileştirilmesi

Takas ve saklamaya ilişkin olarak uluslararası oluşumlar tarafından geliştirilen ilkelerde menkul kıymetlerin bir merkezi saklama kuruluşu (*Central Securities Depository-CSD*) nezdinde kaydileştirilerek izlenmesi ve saklanması tavsiye edilmektedir. Birçok ülkede DİBS'ler için merkezi saklama sisteminin önce merkez bankası bünyesinde kurulduğu ve daha sonra da merkez bankasına bağlı ayrı bir birime devredildiği görülmektedir. Ancak, son yıllarda DİBS'lerin saklanması merkez bankaları veya onlara bağlı birimlerin bünyesinden çıkarılarak tüm menkul kıymetlere yönelik hizmet veren CSD'lere devredildiği örneklerin sayısı giderek artmaktadır.

15.12.1999 tarihinde yapılan değişiklikle SPKn'na 10/A maddesi eklenmiş ve bu madde çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi işlemleri düzenlenerek, sermaye piyasası araçlarının ve bunlara ilişkin hakların özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından kayden izlenmesi hükme bağlanmıştır. SPKn'nun 10/A maddesi uyarınca SPK bu madde kapsamında kaydı tutulacak hakları, bu hakların bağlı olduğu sermaye piyasası araçlarını, türleri ve ihraççıları itibariyle belirleyebilir. Bu hüküm sadece hisse senetlerinin değil, bütün sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesini öngörmekte olup, bu anlamda DİBS'leri de kapsayıp kapsamadığını ayrıca değerlendirmek gerekmektedir.

28.03.2002 tarih ve 4749 sayılı "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun"un 6'ncı maddesinde DİBS'lerin basım ve ödemelerine ilişkin her türlü esaslar ile bunlara ilişkin şartları belirlemeye Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır. Ayrıca sözkonusu maddede DİBS'lerin basımında veya kaydi olarak ihracında uygulanacak şekil ve esasların Hazine Müsteşarlığı ve TCMB arasında yapılacak bir mali servis anlaşması ile tespit edileceği hükme bağlanmıştır.

SPKn'nun 10/A maddesinin bu düzenlemeler ile birlikte değerlendirilmesi sonucunda DİBS'lerin kaydileştirilmesine ilişkin uygulamanın ilgili Bakanların onayı çerçevesinde ve ilgili kurumların koordinasyonu ile gerçekleştirilebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. SPKn'nun 10/A maddesine dayanılarak borsada işlem gören DİBS'ler ile sınırlı bir şekilde kaydileştirmeye geçilmesi mümkün görünmekle birlikte, hisse senetlerinde öngörüldüğü gibi ihraç aşamasından başlayarak sistemin oluşturulması mevcut sorunların giderilmesi bakımından daha sağlıklı bir çözüm olacaktır. Sistemin MKK bünyesinde kurulması, öncelikle DİBS'lerin mevcut fiili

kaydileştirilmesinden kaynaklanan eksiklikleri ortadan kaldıracaktır. Zira, MKK hukuki altyapısı oluşturulmuş bir kaydi saklama sistemi ve buna uygun bilgi işlem altyapısı sağlamaktadır. Bu durumda Hazine ihraççı olarak MKK sistemine üye olacak, TCMB ve Takasbank ise halihazırda olduğu gibi DİBS'lerin takasına ilişkin fonksiyonlarını yürütmek üzere sisteme katılacaktır.

SPKn'nun 10/A maddesi çerçevesinde hukuki altyapı çalışmaları tamamlanan MKK tarafından teknik altyapının oluşturulmasına yönelik çalışmalara başlanmıştır. Kaydileştirme sonucunda sermaye piyasası araçları üzerindeki mülkiyet hakkı ve diğer aynı hakların bilgisayar kayıtları üzerinden takip edileceği sistemde yatırımcının kimlik bilgilerinin MKK nezdinde bulunması öngörüldüğünden kaydileştirme uygulamaları belirli ölçüde müşteri ismine saklamayı da beraberinde getirecektir. MKK tarafından kurulmakta olan bu altyapı DİBS'lerin de sağlıklı bir şekilde ve kolayca müşteri ismine saklanmasına imkan sağlayabilecektir.

Öngörülen sistem sadece daha etkin ve güvenli bir saklama altyapısı sağlamakla kalmayacak, aynı zamanda tüm katılımcılara, özellikle de yatırımcılara hesaplarını kontrol edebilmeleri açısından önemli katma değeri olan hizmetler sunabilecektir. Bu kapsamda MKK tarafından, yatırımcıyı aktif bilgilendirme (e-posta, SMS yoluyla elektronik olarak ya da posta yoluyla periyodik hesap ekstresi gönderilmesi şeklinde), yatırımcının sesli yanıt ve internet üzerinden portföyüne ilişkin teyit alması ve sorgulama yapması, haftanın her günü 24 saat açık bilgilendirme sistemi, yatırımcının isteğine bağlı olarak DİBS portföylerini sesli yanıt ve internet üzerinden bloke etme ve çözme imkanı ve istendiği taktirde hesap hareketlerinin yatırımcının onayına bağlanması gibi etkili koruma ve bilgilendirme mekanizmaları oluşturulması sözkonusu olabilecektir.

Öte yandan tasarlanan sistemde, MKK'nın pasif kalarak yatırımcının kendi hesabını kontrol etmesini beklememesi, aktif olarak yatırımcıyı bilgilendirmesi ve ilgili kurumlarca etkin gözetim yapılmasına da imkan vermesi öngörülmektedir. Bu bağlamda, kurumların ve sistemin müşteri bazında hareketlerinin anlık takibine dayalı bir yazılım aracılığıyla gözetim yapılması; SPK, BDDK, TCMB'ye açık veri bankaları sunulması; on-line ve off-line gözetime elverişli bir altyapı oluşturulması gibi imkanlar sağlanabilecektir.

MKK nezdinde gerek Hazineye gerekse banka ve aracı kurumlara ait bütün hesapların karşılaştırılması suretiyle belirli bir andaki DİBS varlığı ve bunun

kimlerin elinde bulunduğu anında görülebilecek ve bu şekilde banka ve aracı kurumların suistimalleri hakkında en kısa zamanda tespit yapmak mümkün olacaktır.

Ayrıca, bu sistemde hem toplam DİBS stoğunun hem de bunların kurumlara ve hak sahiplerine dağılımının sistematik olarak izlenmesi mümkün olacak, bu da iç borçların yönetimi açısından faydalı veriler oluşturulmasını sağlayacaktır.

#### **4.5.3. DİBS'lerin Güvence Kapsamına Alınması ve Kurumlar Arası**

##### **Koordinasyon**

Saklama sisteminden kaynaklanan risklerin hafifletilmesi ve DİBS yatırımcılarının korunmasına yönelik bir diğer önlem olarak, yatırımcıların karşılaşılabilecekleri mağduriyetleri azaltmak üzere; AB düzenlemelerine paralel şekilde YKF'nin kapsamının genişletilmesi ya da yeni bir güvence fonu oluşturulması yararlı olacaktır. Herhalükarda bu fonun kaynaklarını oluşturmak üzere aracı kurum ve bankalardan yeni ödentiler alınması gerekecektir. Ayrıca, yurtdışı uygulamalarına paralel olarak merkezi saklamacı olan kuruluşun kendi sisteminden kaynaklanabilecek çeşitli riskler için sigorta yaptırması da düşünülebilir.

İmar Bankası olayında olduğu gibi, çok sofistike bilgisayar programları ile muhasebe hileleri yapılması ve özellikle çift kayıt tutulması halinde, izinsiz işlemlerin gizlenmesinin müşteri ismine saklama ve izleme ile de tümüyle önüne geçilmesi mümkün olmayabilir. Bu tür büyük boyutlu mali suçların ortaya çıkarılması kurumun periyodik olarak yerinde denetimi ya da ihbar veya şikayetler üzerine yapılacak denetimler ile mümkündür. Öte yandan DİBS işlemlerinin büyük bölümünün bankalar tarafından yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda bankaların mali güçlüğe düşmesi halinde alınan önlemlere ilişkin düzenlemeler ile güvence fonuna ilişkin yapılacak düzenlemelerin birlikte ele alınması ve özellikle bankaların sermaye piyasası faaliyetlerinin denetimi açısından ilgili düzenleyici kuruluşların yakın işbirliği ve koordinasyon içinde çalışmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Aksi takdirde sistemde ortaya çıkabilecek boşluklar yeni suistimallere yol açabilecektir.

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

### **GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ**

DİBS'ler bütçe açıklarının finansmanında merkez bankasından fon kullanılmasına alternatif olmakta, böylece bütçe açıklarının ekonomik istikrarı bozucu bir şekilde merkez bankasınca parasal finansmanına başvurulması yerine

piyasa bazlı finansmanını sağlamaktadır. Gelişmiş bir DİBS piyasasının varlığı para politikasının etkinliği desteklemekte, öte yandan tüm finansal sistemin yararlandığı hukuki ve kurumsal bir altyapı sağlamaktadır. Finansal sistemde bu kadar önemli bir rolü olan bu piyasaların düzenlenmesinde ise geleneksel olarak Devlet hazinelerinin borçlanma ihtiyacının karşılanması saiki belirleyici olmuş, ikincil piyasalara ilişkin altyapının oluşturulması ve bireysel yatırımcıların ihtiyaçları gibi konular ikinci planda kalmıştır.

Her ne kadar ihraççı tarafında devlet hazinesi olduğu için DİBS'ler risksiz araçlar olarak kabul edilseler de, finansal sistem içerisinde aracılıktan kaynaklanan yatırımcı varlıklarına yönelik risklerin en aza indirilmesinin gelişmiş bir saklama altyapısı oluşturulmasına bağlı olması ve yatırımcı varlıkları üzerinde suistimal yapan aracı kuruluşların iflası durumunda yatırımcıların mağdur olmaması için tazmin sistemleri oluşturulması gereği DİBS'ler için de geçerlidir.

Gerek devlet hazinelerinin mali ajanı olmaları gerekse de yürüttükleri para politikasının etkinliği ile yakından ilgili olması nedeniyle çoğu ülkede DİBS'lere ilişkin takas ve saklama altyapısının merkez bankaları tarafından kendi bünyelerinde veya kendilerine bağlı bir birimde ve genellikle sadece DİBS'lere özel olarak kurulduğu görülmektedir. Ancak son yıllarda, risk yönetimi sağlarken aynı zamanda maliyetleri asgariye indirmek ve ölçek ekonomilerinden yararlanmak amacıyla gerek borsalar gerekse takas ve saklama hizmetleri veren kuruluşlar arasında artan bir şekilde görülen işlevsel ve kurumsal konsolidasyon olgusu, takas ve saklama hizmetleri açısından sermaye piyasası araçları bazında da entegrasyonu getirmekte, DİBS'lerin saklanması da merkez bankaları bünyesinden başta hisse senetleri olmak üzere diğer menkul kıymetlerin takas ve saklamasını yapan merkezi saklama kuruluşlarının bünyelerine dahil edilmesi uygulaması yaygınlaşmaktadır.

Öte yandan, yurtdışı uygulamalarına bakıldığında tüm ülkelerde yasalar veya idari düzenlemelerle, merkezi saklamacı nezdinde katılımcı olan aracılardan müşterilere ait menkul kıymetleri ile kendilerine ait menkul kıymetleri ayrı hesaplarda izlenmeleri zorunluluğunun getirildiği görülmektedir. İskandinav ülkeleri başta olmak üzere bazı ülkelerde ise daha ileri bir aşama olarak aracılardan nihai yatırımcı bazında hesapların tutulabilmesi anlamında müşteri ismine saklama sisteminin kurulmuş olduğu görülmektedir. Böylece, hem merkezi saklamacı nezdinde üye olan saklamacı kuruluşların müşteri hesaplarını düzgün olarak tutup tutmadıkları konusundan çapraz bir kontrol mekanizması oluşturulmakta hem de



sözkonusu aracının iflası durumunda yatırımcıların hak sahipliğinin diğer yatırımcıların hak sahipliğinden ayrılabilmesi ve aracının alacaklılarından korunması sağlanmaktadır.

Ülkemizde TCMB tarafından DİBS'lere yönelik olarak oluşturulan saklama sisteminde görülen en önemli sorunlar yeterli hukuki ve teknik altyapı oluşturulmadan fiilen kaydi sisteme geçilmesi, DİBS işlemlerinde ağırlığı olan bankaların sermaye piyasası faaliyetlerinin denetlenmesi, kurumlar arasındaki yetki paylaşımı sorunu, DİBS'lerin diğer yatırım araçları için geliştirilen güvence mekanizmaları kapsamında olmaması ve en önemlisi de gerek müşterilerin gerekse de denetleyici kurumların müşterilerin banka veya aracı kurumdan aldığı DİBS'lere ilişkin bilgileri kontrol edebilecekleri üçüncü bir tarafın olmamasıdır. Bütün bu sorunlara paralel olarak karşılıksız DİBS satışının yaşandığı İmar Bankası olayı bu sorunların realize olduğu bir örnek olarak ortaya çıkmıştır.

DİBS'lerin saklanmasına ilişkin mevcut sistemden doğan sorunların giderilebilmesi ve DİBS işlemlerinin daha güvenli biçimde yapılabilmesi için, DİBS'ler için de halen Takasbank'ta hisse senetleri için uygulanan müşteri bazında saklama sistemine benzer bir sistemin oluşturulması gerekli görünmektedir. Ancak mevcut TCMB sisteminin yapısı buna elverişli olmadığı ve halihazırda MKK bünyesinde buna elverişli bir sistem altyapısının müşterilere katma değerli başkaca hizmetler verilebilmesini de mümkün kılacak şekilde kurulmakta olduğu düşünüldüğünde, DİBS'lerin de ihraç aşamasından başlayarak MKK bünyesinde kaydileştirilerek müşteri ismine saklanması ve izlenmesinin sağlanması yerinde olacaktır. Öte yandan hisse senetleri ve mevduatta olduğu gibi DİBS'ler için de ya TMSF ya da YKF bünyesinde AB düzenlemeleri ile uyumlu ayrı bir güvence fonunun kurulması özellikle yatırımcıların karşılaşılabilecekleri mağduriyetleri azaltmada yararlı olacaktır. Kısa vadede müşteri ismine saklama ve izleme sistemi ile DİBS'lerin de aracılardan kaynaklanabilecek risklere karşı bir güvence fonu altına alınmasının saklama sistemine ve aracılığa ilişkin maliyetleri artıracığı düşünülse de, ülkemiz koşulları göz önünde bulundurulduğunda uzun vadede Hazinesinin yüksek borç döngüsünü çevirebilmek için bireysel yatırımcı tabanını da koruması ve İmar Bankası olayına sürekli atıfta bulunulması suretiyle sistemik riskin devam ettiğine yönelik bir algılama olmasının önlenmesi açısından gerekli olduğu düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

### Makale, Rapor ve Kitaplar

AYDIN, Faruk

2002 Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:13

BANK of JAPAN

2002 “The Role of the Bank of Japan in Payment and Settlement Systems” Bank of Japan Quarterly Bulletin November 2002 S.1-14

BELTRAMO, Susana ve Stefano AGNOLI

1999 “Italy Reacts to Euro with Dematerialization” International Financial Law Review Cilt 18 No 3 S.40

BIANCO, Robert

2001 The Euro-Area Government Securities Markets: Recent Developments and Implications for Market Functioning Paper prepared for BIS Autumn Central Bank Economist’s Meeting, October 2001

BIS (Bank for International Settlements)

2001 The Changing Shape of Fixed Income Markets: A Collection of Studies by Central Bank Economists BIS Papers No:5 Basel: BIS Press and Library Services

BIS

2002 The Development of Bond Markets in Emerging Economies BIS Papers No:11, Basel: BIS Press and Communications

BIS CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems)

2003 CPSS Red Book: Payment and Settlement Systems in Selected Countries Basel: BIS Press and Communications

BIS CPSS

2000 Payment Systems in Turkey Basel

BIS CPSS ve IOSCO

2001 Recommendations for Securities Settlement Systems Consultative Report Basel

BRÖKER, Günther

1993 Government Securities and Debt Management in the 1990s OECD Publications Paris

BUNDESBANK

2000 The Market for German Federal Securities

BURNHAM, James

1990 "The Government Securities Act of 1986: A Case Study of the Demand for Regulation" Regulation Cilt 13 No 2 S.78-84

CESR (Committee of European Securities Regulators) ve ECB (European Central Bank)

2003 Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in Europe  
Consultative Report

CCANB (Comptroller of the Currency Administrator of National Banks)

2002 Custody Services Comptroller's Handbook

DANMARKS NATIONALBANK

2003 Danish Government Borrowing and Debt Kopenhag

DT&SEC&FRS (Department of Treasury, Securities and Exchange Commission, Board of Governors of the Federal Reserve System)

1998 Joint Study of the Regulatory System for Government Securities

DPT

2001 Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu  
Ankara

EFMLG (European Financial Markets Lawyers Group)

2003 Harmonisation of the Legal Framework for Rights Evidenced By Book-Entries in Respect of Certain Financial Instruments in the European Union  
European Central Bank

EMEAP (Executives' Meetings of East Asia Pacific Central Banks and Monetary Authorities)

2002 EMEAP Red Book: Payment Systems in EMEAP Countries

ENDO, Tadashi

2002 Developing Efficient Market Infrastructure and Secondary Market of Government Bonds 3<sup>rd</sup> Workshop on Developing Government Bond Markets in Middle East&North Africa. June 17-18 2002 Tunisia

EUROMONEY

1992 "Selected Domestic Bond Markets: United States" Euromoney January 1992 S.39-44

EUROMONEY

1995 "Clearing and Custody: Italy" Euromoney Cilt 1995 S.26-28

EUROMONEY

1999 “Custody and Settlement:Poland” Euromoney December 1995 S.17-20

ECB

2001 Blue Book: Payment and Securities Settlement Systems in the European Union Frankfurt

ECB

2002 Blue Book: Payment and Securities Settlement Systems in Accession Countries Frankfurt

FINANCIAL LAW BOARD

2003 Interim Note on Legal Rules Relating to Book-Entry Securities Settlements ([www.flb.gr.jp/publication06-e.pdf](http://www.flb.gr.jp/publication06-e.pdf))

FISHMAN, Lester

1987 “Buying US Treasury Securities” The National Public Accountant Cilt 32 No 1 S.36-37

FITCH, Thomas

1985 “Is Regulation the Answer” United States Banker Cilt 96 No 11 S.48-52

G-20

2002 Innovation and Structural Change in the US Treasury Securities Market  
Case Study: United States

GROUP OF THIRTY

2003 Global Clearing and settlement: A Plan of Action Washington DC

GUADAMILLAS, Mario ve Robert KEPPLER

... Securities Clearance and Settlement Systems:A Guide to Best Practices  
Policy Research Working Paper

HALL, John ve Başk.

2000 The Future of Clearing and Settlement in Australia A Discussion Paper

IOSCO

1997 Towards A Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets

KENTOURIS, Chris

2000a “Denmark and Sweden’s Depositories Link for Bonds” Security Industry News Cilt 12 No 9 S.7

2000b “Ireland Taps Euroclear as Government Bond Depository” Securities Industry News Cilt 12 No 14 S.7

2000c “Spain to Consolidate Settlement Systems” Securities Industry News  
Cilt 12 No 38 S.16

KENTOURIS, Chris

2001a “Austraclear Takes Over Government Bond Settlement” Securities Industry News Cilt 13 No 35 S. 14

2001b “Japan to Dematerialize Debt for Shorter Settlement” Securities Industry News Cilt 13 No 45 S.10

KENTOURIS, Chris

2002a “Bank of Japan to Dematerialize Debt Instruments” Securities Industry News Cilt 14 No 26 S.9

2002b “Japan’s Depository Set to Match Government Bonds” Securities Industry News Cilt 14 No 31 S.13

KIM, Yun-Hwan

2001a Government Bond Market Development in Asia Asia Development Bank Manila

2001b Developing Treasury Securities Markets in Asia

HILLERY, Paula ve Stephen THOMPSON

2000 “Federal Reserve Banks as Fiscal Agents and Depositories of the United States” Federal Reserve Bulletin Cilt 86 No 4 S.251-259

MANAVGAT, Çağlar ve Nurhan ERKAN

1998 Kaydi Değer Sisteminin Başlıca Ülke Uygulamaları, SPK Proje Raporu

MAS (Monetary Authority of Singapore)

2002 A Guide to Singapore Government Securities Singapore

MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.)

2003a Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Takas ve Saklanması İstanbul

2003b Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesine Doğru: Danışma ve Görüş Raporu İstanbul

MURRAY, Alan

1985 “Treasury Proposes Bill to Regulate Government Bonds” Wall Street Journal December 11 S.1

MURRAY, Simon ve Başk.

1996 “The Role of Central Depositories in Global Investment” Global Investor No 91 S.39-40

NAGAN, Peter ve Kenneth KAUFMAN

1985 “Treasury Seeks to Block Broad Government Securities Legislation”  
ABA Banking Journal Cilt 77 No 10 S.36-38

OECD

2001 Central Government Debt Statistical Yearbook:1980-2000

ÖZÇAM, Ferhat ve Musa AYYILDIZ

1999a Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi ve MKK, SPK Araştırma Raporu

1999b Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesine İlişkin İsviçre Uygulamaları, SPK Araştırma Raporu

ÖZKUL, Levent

2003 Kaydileştirme ve Merkezi Kayıt Kuruluşu, SPK Eğitim Raporu

SEC (Securities and Exchange Commission)

2002 “Intragency White Paper on Structural Change in the Settlement of Government Securities: Issues and Options” SEC Concept Release

SIA (Securities Industry Association)

2000 Securities Dematerialization White Paper

STEVENS, E.J.

1987 “Seeking Safety” Economic Commentary Federal Reserve Bank of Cleveland April 15

SZILAGYI, Peter, Jonathan BATTEN ve Thomas FETHERSTON

2003 “Disintermediation and the Development of Bond Markets in Emerging Europe” International Journal of the Economics of Business Cilt 10 No 1 S.67-82

ŞAHİN, Mehmet

2004 “Kamu Borçlanması, Ahlaki Riziko ve Politik Yozlaşma” Vergi Dünyası No 271 S.152-161

TRAIRATVORAKUL, Prasarn

2001 Improvement of Clearing and Settlement for Sound Development of Bond Market: Thailand the Third Asia Development Forum ADBI Workshop 13-14 June

UK HM TREASURY

2002a Modernising the arrangements for registration and transfer of British Government Stock Consultation Document London

2002b Proposed Model for the Re-engineering of GILTS Registration A Discussion Document

VP (Danish Securities Centre)

2003 Market Practice in Denmark: A General Description of the Danish Securities Market

VURAL, Aslı

1999 Türk Hukuk Sistemi Çerçevesinde Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi SPK Yeterlik Etüdü

WORLD BANK

2003 Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets in Turkey World Bank Country Study

WORLD BANK ve CEMLA (Centre for Latin American Monetary Studies)

2000 Payment and Securities Clearance and Settlement Systems in Argentina

WORLD BANK ve IMF

2001 Developing Government Bond Markets: A Handbook Washington

WORLD BANK ve IMF

2003 Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies Washington D.C. : IMF Multimedia Services Division

## **Sunumlar**

AKAMATSU, Noritaka

2003 “Clearance and Settlement for Government Securities” June 17-19 Johannesburg

DEL VALLE, Clement

2002 “Developing Government Securities Market: Framework and Challenges Faced” BOK-World Bank Workshop Seoul

FRIEDMAN, Felice

2003 “Regulating the Fixed Income Market in the United States” OECD-World Bank Bond Market Forum 2-3 June 2003

GARCIA, Jaime and Legaz PONCE

1999 “Spain: The Experience of Developing a Government Securities Market”

ODEBEKUN, Francis

2003 “The Regulatory and Supervisory Framework for Government Securities Markets” June 17-19 Johannesburg

SPANISH TREASURY

2002 “Workshop on Developing Government Bond Markets: the Spanish Case” June 2002 Tunisia

### **Anketler**

Association of Global Custodians Questionnaires

CPSS-IOSCO (Committee on Payment and Settlement Systems-International Organization of Securities Commissions) Disclosure Frameworks

Compliance to the ISSA Recommendations

### **Internet Web Sayfaları**

[www.akk.hu](http://www.akk.hu)

[www.asx.com.au](http://www.asx.com.au)

[www.bancoval.es](http://www.bancoval.es)

[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

[www.bcb.gov.tr](http://www.bcb.gov.tr)

[www.bde.es](http://www.bde.es)

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

[www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp)

[www.bpd.treas.gov](http://www.bpd.treas.gov)

[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)

[www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

[www.bwpv.de](http://www.bwpv.de)

[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

[www.cds.ca](http://www.cds.ca)

[www.clearstream.com](http://www.clearstream.com)

[www.crestco.co.uk](http://www.crestco.co.uk)

[www.csd.ase.gr](http://www.csd.ase.gr)

[www.dmo.gov.uk](http://www.dmo.gov.uk)

[www.dtcc.com](http://www.dtcc.com)

[www.ecseonline.com/RGSM](http://www.ecseonline.com/RGSM)

[www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

[www.ficc.com](http://www.ficc.com)



[www.globalcustody.net](http://www.globalcustody.net)  
[www.group.sisclear.com](http://www.group.sisclear.com)  
[www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)  
[www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)  
[www.iberclear.com](http://www.iberclear.com)  
[www.insiderreports.com](http://www.insiderreports.com) (“*Buying Treasury Securities, Department of Treasury*”)  
[www.klse.com.my](http://www.klse.com.my)  
[www.ksd.or.kr](http://www.ksd.or.kr)  
[www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)  
[www.mineco.es](http://www.mineco.es)  
[www.mkk.com.tr](http://www.mkk.com.tr)  
[www.montetitoli.it](http://www.montetitoli.it)  
[www.mtsgroup.org](http://www.mtsgroup.org)  
[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)  
[www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org)  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)  
[www.nsdl.co.in](http://www.nsdl.co.in)  
[www.ny.frb.org](http://www.ny.frb.org)  
[www.publicdebt.treas.gov](http://www.publicdebt.treas.gov)  
[www.rba.gov.au](http://www.rba.gov.au)  
[www.rbi.org](http://www.rbi.org)  
[www.rbnz.govt.nz](http://www.rbnz.govt.nz)  
[www.scp.cz](http://www.scp.cz)  
[www.sec.gov](http://www.sec.gov)  
[www.sec.sisclear.com](http://www.sec.sisclear.com)  
[www.sgs.gov.sg](http://www.sgs.gov.sg)  
[www.sgx.com](http://www.sgx.com)  
[www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx)  
[www.sia.com](http://www.sia.com)  
[www.sipc.org](http://www.sipc.org)  
[www.thomasmurray.com](http://www.thomasmurray.com)  
[www.treasurydirect.gov](http://www.treasurydirect.gov)  
[www.vp.dk](http://www.vp.dk)  
[www.vpc.se](http://www.vpc.se)  
[www.vps.no](http://www.vps.no)

## **EK/1: ABD’de DİBS Piyasaları ile Araçların Düzenlenmesi ve Denetlenmesi**

ABD DİBS piyasası dünyadaki en büyük ve en likit menkul kıymet piyasası olarak kabul edilmektedir. ABD’de bu piyasanın likiditesi, bütünlüğü ve etkinliği Hazine Bakanlığının mümkün olan minimum maliyetle borçlanması ve Merkez Bankası (federal rezerv) sisteminin açık piyasa işlemleri yoluyla para politikasını etkin olarak yürütmesi için son derece önemli görülmüş, bu çerçevede 1933 tarihli Menkul Kıymet Kanununda DİBS’ler hisse senetleri ile özel sektör bonolarından ayrı tutularak temel hükümlerden muaf kılınmıştır. DİBS’lerin ihraççısı ve garantörü sıfatıyla ABD Hazinesi ve onun mali ajanı olan Merkez Bankası sistemi piyasada çeşitli yetkilere sahip olmuş, diğer federal kurumlar ise (SEC, CFTC, bankacılık düzenleme otoriteleri) düzenledikleri kuruluşlar veya araçlar dolayısıyla piyasada rol oynamıştır. Fakat uzun yıllar boyunca ABD DİBS piyasasının ayırt edici özelliği önemli sayıdaki aracının resmi kamu denetiminden muaf tutulmasıdır<sup>1</sup>. Sadece DİBS işlemleri ile uğraşan araçların (DİBS araçları) düzenlemeye tabi olmaması suretiyle aracı tabanının geniş tutulması ABD Hazinesinin en düşük maliyetle borçlanmasına yardımcı olmuştur (Burnham.1990).

1985 yılına gelindiğinde DİBS piyasasının hızlı bir şekilde büyümesi ve faiz oranlarının düştüğü bir ortamda getiriye aç yatırımcıların dikkatsizce davranmaları çeşitli usulsüzlüklere zemin hazırlamıştır<sup>2</sup>. Kamuoyunda görülen tepkiler üzerine yatırımcıların korunması ve böylece dürüst, adil ve likit bir piyasanın sağlanması amacıyla Kongrede hazırlanan yasa tasarısına ABD Hazinesi borçlanma maliyetlerini artıracaklarını düşünerek karşı çıkmış ve hak sahipliğine yönelik kayıt sisteminde kendisi tarafından gerekli değişikliklerin yapılmasının yeterli olacağını savunmuş, bir yandan da tasarının yasalaşması durumunda temel yetkili otorite olarak görevlendirilmesini sağlamaya çalışmıştır. Temsilciler Meclisinde temel düzenleme yetkilerinin FED’e (*Federal Reserve Board*) verilmesi, ancak *Government Securities Rulemaking Board* adıyla özdüzenleyici bir kuruluşun kurulması da gündeme gelmiştir (Burnham.1990; Nagan&Kaufman.1985:36).

---

<sup>1</sup> ABD’de düzenlemeye tabi olmayan DİBS aracı sayısının 1985 yılı itibariyle 200 ile 300 arasında olduğu tahmin edilmektedir.

<sup>2</sup> ESM *Government Securities* ve Bevill, Bresler&Schulman şirketlerinin batması yatırımcıların sırasıyla 300 ve 235 milyon dolar tutarında zarara uğramasına neden olmuş, ESM’nin batması *Ohio Home State Savings Bank*’ın da iflasını getirmiştir.

1986 yılında hazırlanan tasarı *Government Securities Act* (GSA) adıyla yasalaşmıştır. GSA ile DİBS piyasalarındaki tüm aracılar<sup>3</sup> ilk kez federal seviyede düzenleme altına alınmış, daha önce düzenlemeye tabi olmayan DİBS araçlarının asgari sermaye yükümlülükleri, mali sorumluluk standartları ve müşteri koruma mekanizmalarına ilişkin kurallara uymaları gerekmiştir. GSA Hazineye, DİBS araçları tarafından yapılan DİBS işlemleri ile DİBS'lerin saklamacı kuruluşlarda saklanması konusunda düzenleme yapma yetki ve sorumluluğu vermiştir.<sup>4</sup> Bu çerçevede Hazine DİBS araçlarına yönelik olarak finansal yükümlülük (asgari sermaye şartı), müşterilerin menkul kıymetlerinin ve nakitlerinin korunması, kayıt tutma, risk değerlendirme ve büyük pozisyon kaydı tutarak raporlama, finansal raporlama ve denetime ilişkin birçok düzenleme yapmıştır. Hazinesinin düzenlemeleri arasında DİBS araçları olmayan saklamacı kuruluşların DİBS'leri saklamada tutmasına ilişkin kurallar da yer almaktadır. GSA'nın verdiği yetkiler çerçevesinde NASD, bankacılık düzenleme kuruluşları<sup>5</sup> ve SEC de DİBS işlemlerine ilişkin olarak birçok düzenleme yapmıştır. Bu kapsamda çıkarılan başlıca kurallar yatırım tavsiyelerinde “uygunluk” ilkesi, aracı temsilcilerine sınav şartı (NASD), DİBS'lerin yatırımcılara pazarlanması (bankacılık düzenleme kuruluşları) ve müşteri hesaplarının koruma kapsamında olmaması durumunda<sup>6</sup> yatırımcıların aydınlatılması zorunluluğu (SEC) gibi konulara yöneliktir (TD&SEC&FRS.1998).

ABD'de DİBS'lere ilişkin birincil ve ikinci el piyasa işlemleri, repo işlemleri ve vadeli işlemlerin izlenmesi hususunda ilgili kurumların faaliyetlerinin koordinasyonu için 1982'de New York Merkez Bankası, Hazine, SEC ve CFTC katılımı ile bir çalışma grubu oluşturulmuştur. DİBS piyasalarının günlük gözetimi ve başta SEC olmak üzere diğer kurumların inceleme yapmaları için gerekli bilgilerin sağlanması görevi, New York Merkez Bankası nezdindeki çalışma grubu personeline verilmiştir.

---

<sup>3</sup> ABD'de DİBS piyasasında aracılık yapanlar; muaf olmayan menkul kıymetler yanında DİBS işlemi de yapan ve SEC'ye kayıtlı olan aracılar, başta ticari bankalar olmak üzere diğer finansal kuruluşlar, sadece DİBS işlemi yapan kayda ve düzenlemeye tabi olmayan aracılar şeklinde sınıflandırılabilir (Stevens.1987).

<sup>4</sup> GSA ile Hazineye verilen yetkilerin 1991'de sona ermesi öngörülmüş olmakla birlikte, 1993'te GSA'da yapılan değişiklik ile Hazineye daha kapsamlı düzenleme yetkileri verilerek sürekli hale dönüştürülmüştür.

<sup>5</sup> *Federal Reserve Board, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation*

<sup>6</sup> 1934 tarihli Borsa Kanununun 15'nci bölümü çerçevesinde DİBS aracısı olarak kayıtlı tüm aracılar (“15C aracıları”) SIPC üyeliğinden hariç tutulmuştur.

## EK/2: DİBS'LERİN SAKLANMASINA İLİŞKİN ÜLKE ÖRNEKLERİ

### 1. ABD

2002 Yılı sonu itibariyle 3,2 trilyon dolarlık DİBS stoğunun bulunduğu ABD'de günlük 400 milyar dolarlık işlem hacmiyle DİBS piyasası dünyadaki en büyük finansal piyasalardan birisini oluşturmaktadır. DİBS'ler yabancı kurumsal yatırımcıların alım-satımına imkan verebilmek için NYSE'ye (*New York Stock Exchange*) kote iseler de, işlemlerin çok büyük bir kısmı OTC piyasalarda gerçekleşmektedir.

DİBS'ler yatırım fonları ile birlikte, ABD'de sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine öncülük etmiştir. DİBS piyasasında kaydileştirilmenin ve sertifikasız hak sahipliğinin yaygınlaşmasına ilişkin bazı tarihler şöyledir:

1968	Hazinenin DİBS'lerin kaydi formda veya basılı sertifikalar şeklinde nama veya hamiline yazılı olarak ihracına ilişkin bir sirküler çıkararak bazı DİBS'lerin kaydi formda tutulmasına yönelik ilk düzenlemeyi yapması
1979	Tüm yeni hazine bonusu ihraçlarının sadece kaydi formda yapılmaya başlanması
1986	-Tüm yeni devlet tahvillerinin kaydi formda ihraç edilmeye başlanması -DİBS'lerin kaydi formda olmak üzere bireysel yatırımcılarca doğrudan satın alınıp tutulabilmesi için Treasury-Direct programının kurulması
2017	Hazine tarafından açıklandığı üzere piyasada sertifikaya bağlanan DİBS kalmaması

1916'dan bu yana federal rezerv sistemi eyalet merkez bankaları DİBS'lerin ihracında ve saklanmasında Hazinenin mali ajanlığını yürütmüş<sup>7</sup>, uzun yıllar boyunca nama ve hamiline yazılı devlet tahvilleri ile hamiline yazılı hazine bonoları<sup>8</sup> ihraç edilmiştir. Gerek anapara ve itfa ödemelerinde gerekse de alım-satımlar nedeniyle fiziki sertifikaların taşınması sırasındaki kayıplar, kupon kesme işlemleri, büyük kasalar ve sigortaya ilişkin maliyetler sorun oluşturmuştur. DİBS'lerin

<sup>7</sup> Federal rezerv bankalarının, Hazine de dahil olmak üzere kamu kuruluşlarına mali ajanlık kapsamında verdikleri hizmetler bağlamında katlandıkları maliyetler için tazmin edilmelerine yönelik olarak 1992'de bir yasa çıkarılmıştır. Örneğin; bu kapsamda 1999'da Hazineden toplam 145 milyon dolarlık ödeme talep edilmiştir.

<sup>8</sup> Hazine bonoları hızlı bir şekilde transfer edilemeyen kısa vadeli bir senet olarak talep göremeyeceği için nama yazılı olarak çıkarılmamıştır. Zira, nama yazılı DİBS'ler ancak bir federal rezerv bankasına sertifikanın teslim edilmesi ve yeniden yeni malik adına çıkarılması suretiyle devredilebilmekteydi.

saklanması ile ilgili gelişmelerin ilk basamağı 1920'lerde CPD sistemi olarak adlandırılan ve DİBS'lerin farklı bölgelerdeki bankalar arasında telgraf ile transfer edilmeye başlamasıdır. Bu sistem, DİBS gönderen bankanın kendisine en yakın yerel merkez bankası ofisine sertifikalarını teslim etmesi, bu ofisin ise hesabına DİBS gönderilen bankanın bulunduğu yere en yakın ofise telgraf çekilmesi ve sözkonusu ofisçe yeniden fiziki sertifika çıkarılması esasına dayanmaktaydı. 1960'ların ortalarına gelindiğinde özellikle hamiline yazılı devlet tahvillerinin fiziken saklanması ile ilgili maliyetlerin büyümesi piyasa katılımcılarını, hak sahipliğinin kurulması ve devredilmesinde daha iyi yollar aramaya sevk etmiştir. Fiziki teslimattaki zorluklar, 1965'te *Government Securities Clearing Arrangement* adı verilen ve günüçi transferlerin kaydi hesaplarda izlenmesi ve gün sonunda netleştirmeye dayalı fiziki teslimat yapılması şeklindeki sistemin kurulmasına neden olmuştur. 1963'te San Francisco eyaleti merkez bankasında 7,5 milyar dolarlık DİBS'in kaybedilmesi sonrasında Federal Rezerv Sistemi Güvernörler Kurulu; kayıp ve çalınma riskinin azaltılması, kuponların kesilmesi ve fiziki sertifikaların taşınmasına ilişkin maliyetlerin düşürülmesi, sınırlı kasa imkanlarından doğan sıkıntıların giderilmesi amacıyla eyalet merkez bankalarında tutulan DİBS'lerin kaydi forma dönüştürülmesini benimsemiştir. Kaydi sistem ilk kez 1968'de Hazinesinin yaptığı düzenleme ile bankaların alım-satım amaçlı olmayıp merkez bankalarında saklanan, merkez bankalarından alınan kredilerin veya ihale, vergi gibi kamusal işlemler için teminat olarak kullanılan DİBS'ler ile sınırlı olmak üzere kullanılmaya başlanmıştır. Zamanla eyalet merkez bankalarında tutulan DİBS'lerin tamamı amacına bakılmaksızın kaydileştirme kapsamına alınmıştır. 1970 yılının sonunda Federal Rezerv kaydi sistemi, toplam 248 milyar dolar olan DİBS stoğunun 121 milyar dolarını izler hale gelmiştir. Ancak bankaların alım-satım amaçlı olan DİBS'leri ile müşterilerine ait olanlar kaydi sistem dışında kalmıştır. Menkul kıymetlerin saklanması ile ilgili sigorta hizmeti veren *Continental Insurance Company* adlı şirketin hamiline yazılı DİBS'lere ilişkin olarak ard arda gelen kayıplar sonrasında 1971'de sigorta kapsamını daraltacağını açıklaması, Federal Rezerv ve Hazinesinin kaydi sistemi yaygınlaştırma eğilimini hızlandırmıştır. Kaydi sistemin bankaların müşterileri için tuttıkları tüm DİBS'leri kapsayacak şekilde genişlemesi Mart 1975'te tamamlanmıştır. 1970'lerde mevcut DİBS'ler giderek kaydi forma dönüştürülürken, Hazine ilk ihraçlarda da fiziksel basım yapılmamasını düşünmeye başlamıştır. 1979'da artık tüm yeni hazine bonusu ihraçları kaydi formda

yapılmaya başlanmış, 1982'den itibaren de hamiline yazılı sertika şeklinde devlet tahvili ihracı bırakılmıştır. DİBS'lerin kaydileştirilmesinde nihai aşama olarak Ağustos 1986'da Hazine, nama yazılı sertifika şeklinde devlet tahvili ihraç edilmeyeceğini ve yeni bir kaydi saklama sistemi olarak Treasury-Direct'i kurduğunu açıklamıştır.

Günümüzde eski ihraçlardan kaldığı için DİBS stoğunun %0.14'ü hamiline yazılı, %02'si ise nama<sup>9</sup> yazılı sertifikalar oluşturmaktadır. Nama ve hamiline yazılı olarak sertifikaya bağlanan DİSB'lerin toplam tutarı sadece 5,2 milyar dolar olup bu toplam DİBS stoğunun %0,16'sına tekabül etmektedir. DİBS stoğunun %99,84'ü ise kaydileştirilmiş durumda olup, saklanması ve izlenmesi için iki sistem kullanılmaktadır.

#### Commercial Book-Entry System

*TRADES* olarak da adlandırılan *Commercial Book-Entry System (CBES)*, 1998'de federal rezerv merkez bankalarının kullandıkları kaydi sistemleri tek bir sisteme dönüştürmeleri ile kurulmuştur. Sistem daha çok bankalar ve kurumsal yatırımcıların ihtiyaçlarına göre ve ikincil piyasada alım-satım amacına göre tasarlanmıştır. Sistemin saklama ve transfer-takas işlevi olmak üzere iki bileşeni bulunmaktadır. Saklama işlevinde, Hazine'nin mali ajanı olarak saklamacı kuruluşlar bazında DİBS'lerin kaydi menkul kıymet hesapları tutulmakta ve bu hesaplara ilgili itfa ve faiz ödemeleri yapılmaktadır. Takas işlevi ise menkul kıymet hak sahipliğinin ve ilgili fonların devrini sağlayan *Fedwire* sistemi<sup>10</sup> üzerinden sağlanmaktadır.

CBES'e sadece saklamacı kuruluşlar üye olabilmekte, sisteme üye olamayan kuruluşlar ve bireysel yatırımcılar ise saklamacı kuruluşlar nezdinde tutulan hesaplar yoluyla dolaylı olarak sistemden faydalanmaktadır. Yatırımcıların ödediği ücretler ise müşterisi oldukları saklamacı kuruluşlar tarafından belirlenmektedir. Hazine bu sistemde DİBS'lerin haksahipliğine ilişkin kayıt tutmamaktadır. Federal rezerv merkez bankaları tarafından işletilen sistemde yatırımcıların bir mali kurum veya DİBS aracı yoluyla aldığı DİBS'ler, sistemde saklamacı kuruluşların hesabına ihraç

---

<sup>9</sup> ABD'de Hazine tarafından ihraç edilen, ancak alım-satıma konu olamayan tasarruf tahvilleri (*saving bonds*) da nama yazılı olarak basılı sertifika şeklinde çıkarılmaktadır. Ancak, Hazine sözkonusu kamu borçlanma araçlarını da kaydileştirmeyi planlamaktadır.

<sup>10</sup> Fedwire, federal rezerv sistemi tarafından işletilen menkul kıymet ve fon transfer sistemi olup federal rezerv merkez bankaları ve üyeleri olan finansal kuruluşlar, Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasında bağlantı sağlamaktadır. Menkul kıymet transferleri, Fedwire üzerinden yapılan işlemlerin yaklaşık %28'ini oluşturmaktadır.

edilen DİBS'ler olarak kaydedilmektedir. Dolayısıyla saklamacı kuruluşlar bazında kaydi hesaplarda izlenen DİBS'lerin gerçek sahipleri (nihai yatırımcı) bu sistemde ayırt edilememekte, nihai haksahipliği yatırımcılar için aracı veya saklamacı işlevi gören bankalar ve aracı kurumlar gibi mali kuruluşlar tarafından tutulan kayıtlar üzerinden izlenmektedir.<sup>11</sup>

Toplam DİBS stoğunun yaklaşık %97,2'si bu şekilde CBES'te izlenmektedir.

#### Treasury-Direct Sistemi

Hazine özellikle bazı DİBS araçlarının iflası ile birlikte, kendisi ile doğrudan ilişki kurmayı tercih edebilecek küçük yatırımcıların ihtiyaçlarına uygun özel bir kaydi saklama sistemi oluşturma ihtiyacı hissetmiştir. Bu tip yatırımcıların tuttuğu DİBS oranı düşük olmasına karşın, genellikle vadeye kadar tutuldukları için CBES'in saklamacı kuruluşlara sağladığı takasa dayalı sistem yerine, saklama tipi hesap kaydi esasına dayalı *Treasury-Direct* (TD) sistemi oluşturulmuştur. Yeni DİBS ihraçlarının tamamında kaydileştirmeye geçildiği 1986'da, Hazine TD sistemini ilk başta devlet tahvillerine yönelik olarak kullanıma açmış, 1987'de hazine bonoları da kapsama alınmıştır. Kamu Borçlanma Bürosu (*Public Bureau of Debt-PBD*) tarafından işletilen sistemde ABD Hazinesinin birincil piyasada yaptığı sayısı yıllık 150'den fazla olan ihraçta, yatırımcılara doğrudan ihalelere katılma imkanı tanınmakta, yatırımcıların rekabetçi veya rekabetçi olmayan teklifler yoluyla aldığı DİBS'ler bu sistem altında doğrudan kendi adlarına açılmış hesaplarda tutulmaktadır. Bu şekilde yatırımcılar ve Hazine doğrudan ilişki içine girmekte, Hazinesinin tuttuğu hesaplarda doğrudan bireysel yatırımcılar görünmektedir.<sup>12</sup>

Sistemi kullanabilmeleri için yatırımcıların federal merkez bankalarına veya PBD'ye başvurarak TD hesabı açtırması gerekmekte, yatırımcıların kayıt bilgilerinin farklı olmaması durumunda TD'de tutulacak tüm DİBS'ler için tek bir hesap kullanılmaktadır. TD sisteminde yatırımcılar ihtiyaçlarına göre bireysel hesap yanında müşterek ve ortak hesap adı altında çeşitli türde hesap açtırabilmektedir. Sisteme posta yanında internet ve telefon ile de ulaşılabilmektedir. Öte yandan, 1995

---

<sup>11</sup> Haksahipliğinin bu şekilde izlendiği basamaklı sistemlere *Indirect Holding Sytem, Street Name Registration* gibi adlar verilmektedir.

<sup>12</sup> Yatırımcıların haksahipliğinin ihraççılar tarafından doğrudan izlendiği basamaksız sistemlere ise *Indirect Holding Sytem, Direct Registration* gibi adlar verilmektedir. Örneğin; yine ABD'de *Depository Trust Corporation* tarafından işletilen DRS (*Direct Registration Sytem*) sistemi ile, hisse senetlerinin ihraççının veya transfer ajansının (*transfer agent*) kayıtlarında müşteri bazında saklanması ve transfer ajansı ile aracı kuruluş arasında elektronik olarak transferi sağlanmaktadır.

yılından itibaren sistemde nominal değeri 100 bin doları aşan tutarda DİBS içeren hesaplardan her yıl yeniden belirlenmek üzere 25 dolar yıllık bakım ücreti alınmasına başlanmıştır.

Yatırımcılara DİBS ihraç edilip hesaplarına geçtiğinde, temdit edildiğinde veya hesaplarında herhangi bir değişiklik olduğunda (faiz ödemeleri hariç) hesap özeti gönderilmektedir. Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcının hesap açtırırken seçtiği finansal kurum nezdindeki hesabına otomatik olarak yatırılmaktadır. TD’de tutulan DİBS’ler teminat olarak verilemediği gibi sistem yoluyla doğrudan ikinci elde satışa da konu edilememektedir. DİBS’lerin teminata verilmesi veya satılmak istenmesi durumunda önce sahip olunan DİBS’lerin diğer bir alternatif sistem olan CBES’e aktarılması gerekmektedir.

1999 yılı sonu itibariyle 700.000 aktif hesapta toplam 85 milyar dolar tutarında DİBS’in tutulduğu TD sistemi toplam DİBS stoğunun %2,6’sını izler hale gelmiştir.

ABD’de ikinci el piyasalarda gerçekleştirilen işlemlere ilişkin merkezi takas ve saklama hizmetleri “*Depository Trust&Clearing Corporation-DTCC*”<sup>13</sup> tarafından yürütülmektedir. DİBS’ler ve ipotekli menkul kıymetler ile ilgili takas ve saklama hizmetleri de bu şirketin iştirakleri arasında bulunan *Fixed Income Clearing Corporation* (FICC) tarafından yerine getirilmektedir. FICC 2003 yılı Ocak ayı içerisinde *Government Securities Clearing Corporation* (GSCC) ve *Mortgage Backed Securities Clearing Corporation* (MBSCC) şirketlerinin aynı çatı altında birleşmesi sonucunda oluşmuştur. Her iki şirket de faaliyetlerini FICC çatısı altında ayrı birer birim olarak sürdürmektedir. GSCC’ye üye 104 finansal kuruluş bulunmakta olup, kamu menkul kıymetleri piyasasında işlem yapan 400’den fazla kuruluş GSCC hizmetlerinden üye kuruluşlar aracılığı ile yararlanmaktadır.

Yapılan işlemlerde kayıtlar üye bazında tutulmakta, müşterilere ait kayıtlar ise üyeler nezdinde bulunmaktadır. Öte yandan zorunlu olmamasına karşın üyeler tarafından müşteri varlıklarının ayrı bir hesapta izlenmesi yönünde bir talep gelmesi

---

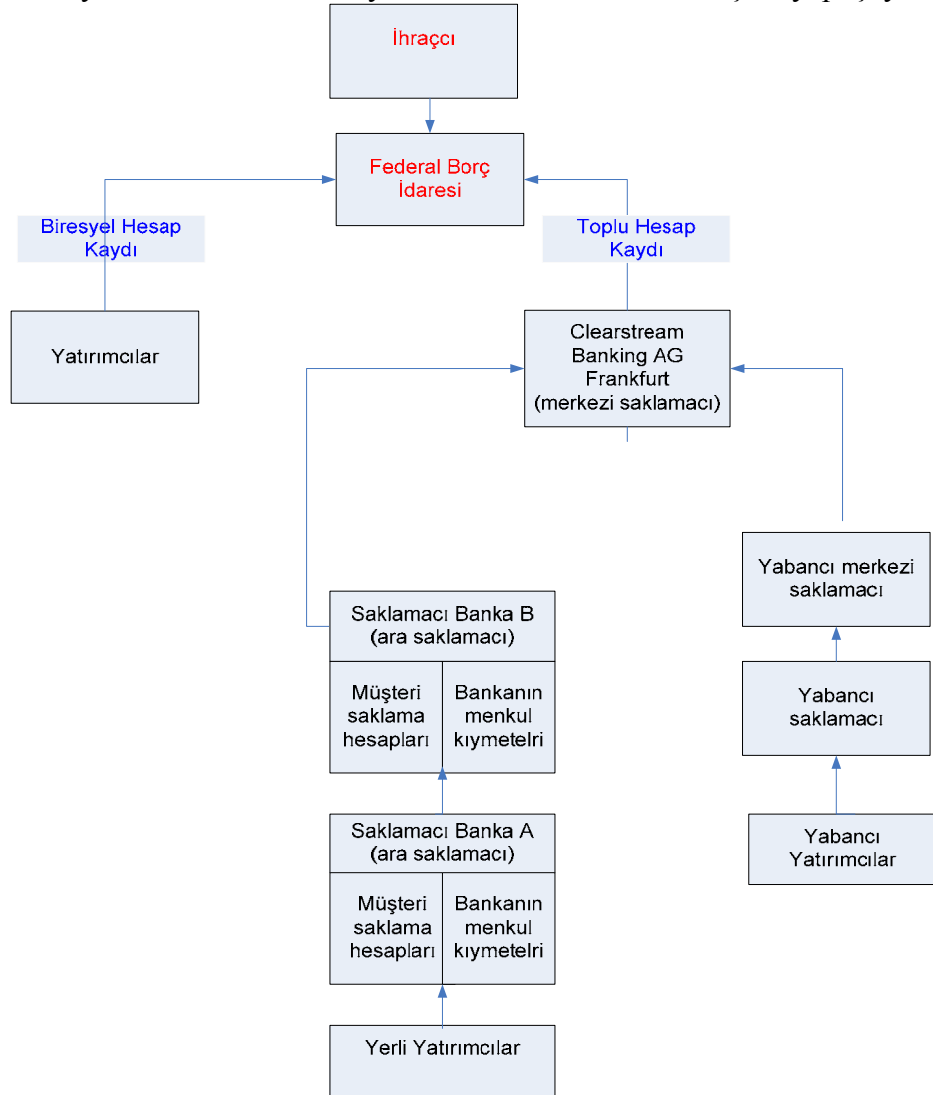
<sup>13</sup> DTCC; merkezi saklama kuruluşu *Depository Trust Corporation* (DTC) ile ABD’deki en büyük takas kuruluşu olan *National Securities Clearing Corporation*’ın (NSCC) 1999 yılı sonunda bir holding çatısı altında birleşmesi sonucunda oluşmuştur. Bunun sonucunda DTC ve NSCC bu şirketin bağlı şirketleri haline gelmiştir. DTCC’nin ortakları büyük bankalar, aracı kuruluşlar, yatırım fonları ve finansal hizmetler sektörü içerisinde yer alan diğer şirketlerdir. Ayrıca, özdüzenleyici kuruluş statüsünde olan *National Association of Securities and Dealers* (NASD) ve NYSE de ortaklar arasında bulunmaktadır. Şirketin yönetim kurulu 21 üyeden oluşmaktadır. 21 üye içerisinde bir NASD bir de NYSE temsilcisi bulunmaktadır.



halinde, FICC üyelerine farklı hesap açma imkanı da sunmaktadır. Burada amaçlanan üyelerin hesaplarını ayırma ve ayrı ayrı izleme konusundaki isteklerini kolaylaştırmaktır. Açılan bu hesaplarla ilgili bilgiler de üyeler tarafından tutulmakta, FICC'ın hesapların içeriği konusunda herhangi bir bilgisi veya sorumluluğu bulunmamaktadır. Üyelerin alt hesap açma imkanlarının bulunmasına rağmen bunun zorunlu olmaması, hesapların içeriği hakkındaki bilgilerin FICC tarafından bilinmemesi, yatırımcıların menkul kıymetlerini kontrol edebilme imkanına sahip olmamaları sebebiyle sistem müşteri ismine saklama sisteminden farklılık göstermektedir.

## 2. ALMANYA

Almanya'da kamu menkul kıymetlerinin saklanması ilişkin yapı şöyledir:



Federal devletin mali ajanı olarak Almanya Merkez Bankası (*Bundesbank*) DİBS'lerin ihracı ve takasında çeşitli hizmetler vermektedir. Fiziki sertifika olmaksızın ihraç edilen DİBS'ler Federal Borç (Menkul Kıymetler) İdaresi tarafından tutulan ve yapılan kayıtların gizli tutulduğu federal borç kütüğünde bulunan toplu veya bireysel hesaplara işlenmektedir. Toplu kayıta DİBS'ler (*collective debt register claims*) *Clearstream Banking AG Frankfurt* (CBF) hesabında izlenmekte, CBF nezdinde ise katılımcılar tarafından toplu saklamada tutulmaktadır. Yatırımcılar bir aracıda saklanması yerine menkul kıymetlerinin herhangi bir ücret ödemeksizin federal borç kütüğünde kendi isimlerine açılan bireysel hesaplarda (*individual debt register account*) izlenmesini isteyebilirler. Menkul kıymetleri bu sistemde izlenen yatırımcılar menkul kıymetlerinin vadesi dolduğunda yatırımın yenilenmesi için talimat verebilmektedir. Sistem bünyesinde menkul kıymetlerin satılması imkanının tanınması için ise çalışmalar bulunmaktadır. Federal borç kütüğünde CBF<sup>14</sup> ve kurumsal yatırımcılar yanında bireysel yatırımcılar da kayıtlı olup, 1999 yılı sonu itibariyle 1,1 milyon hesap bulunmaktadır.

DİBS'ler Almanya'daki menkul kıymet borsalarında, Eurex borsasındaki elektronik alım satım sisteminde (EurexBond<sup>15</sup>), Almanya ve yurtdışındaki OTC piyasalarda ve 1998'den beri XETRA alım-satım sisteminde işlem görmektedir. Borsalardaki ve OTC piyasalardaki DİBS işlemlerin takasını büyük ölçüde CBF yapmaktadır.

Menkul kıymetlerin saklanmasına dayanak oluşturan 1937 tarihli "Güvenli Saklama Kanunu" (*Safe Custody Act*) menkul kıymetlerini finansal kuruluşlara yatıran yatırımcıları korumakta ve özellikle finansal kuruluşların mali zorluk içine girmesi durumunda yatırımcıların menkul kıymetlerine ilişkin haksahipliğinin devamını sağlamaktadır. Finansal kuruluşlara saklama için yatırılan menkul kıymetler ya kural olduğu üzere toplu saklamada ya da talep halinde bireysel saklamaya alınmaktadır. Toplu saklamada aynı türden menkul kıymetlerin tamamı tek bir grup olarak izlendiği için yatırımcılar ilgili menkul kıymetlere sahiplik açısından ortak sayılmakta, sadece fiziki sertifika çıkarılması durumunda mümkün olabilen münferit saklamada ise yatırımcı menkul kıymetlerin tek sahibi olarak

---

<sup>14</sup> CBF, 2000 yılında *Deutsche Borse Clearing AG* ile *Cedel International*'ın birleşmesi sonucunda kurulan *Clearstream International SA*'nın %100 iştirakidir.

<sup>15</sup> Ekim 2000'de Eurex Frankfurt AG ve başlıca finansal kuruluşların teşebbüsü ile Deutsche Borse grubu bünyesinde kurulan piyasada, Bundesbank ve 2001'den bu yana borç yönetimini yürüten Alman Borç İdaresi de işlem yapmaktadır.

izlenmektedir. Ancak DİBS'ler için tüm vade boyunca fiziki sertifika çıkarılmaması öngörüldüğünden DİBS'ler münferit saklamada tutulamamaktadır. Maliyet etkinliği ve netleştirme açısından sağladığı yararlar nedeniyle günümüzde sadece toplu saklama kullanılmaktadır. Finansal kuruluşların müşterilerinin menkul kıymetlerini toplu veya münferit saklama esasına göre üçüncü bir kuruluş nezdinde saklayabilmelerine imkan tanınması ise CBF bünyesinde toplu saklamayı sağlamıştır.

CBF toplu saklamada tutulan (kaydi) menkul kıymetler için merkezi saklamacıdır. Menkul kıymet işlemleri yapan tüm finansal kuruluşların ve bankaların CBF'de saklama hesapları tutulmaktadır. CBF'nin saklama sisteminde, katılımcıların müşteri varlıklarını kendi varlıklarından ayırmaları mümkündür. Bu ise tek bir katılımcı hesabı altında alt-hesap açılması veya birden fazla katılımcı hesabı açılması suretiyle yapılabilmekte olup müşteri ismine saklama sözkonusu değildir. CBF'de DİBS'lerin rehnine ilişkin kayıtlar *Xemac* adı verilen sistem yoluyla yapılmaktadır.

### 3. ARJANTİN

DİBS ihracı ve birincil piyasanın düzenlenmesi yetkisine sahip Ekonomi Bakanlığı adına Arjantin Merkez Bankası (BCRA) tarafından düzenlenen ihalelerle ihraç edilen DİBS'ler çoğunlukla *Mercado Abierto Electronico SA* (MAE) isimli OTC piyasada işlem görmektedir. İşlemlerin takası talep edilmesi halinde teslim-şartlı-ödeme imkanının olduğu *Securities Clearing and Settlement Service* (CRYL) isimli şirket tarafından, aksi taktirde CV bünyesinde yapılmaktadır.<sup>16</sup>

*Caja de Valores SA* (CV) MAE'de işlem gören devlet tahvilleri dahil tüm menkul kıymetler için merkezi saklama kuruluşudur. Saklamadaki tüm menkul kıymetlerin 2000 yılı itibarıyla yaklaşık %6'sı fiziki sertifikaya bağlanmıştır. CV katılımcıların menkul kıymetleri için basamaklı bir saklama sistemi kullanmaktadır. Bu sistemde hesaplar katılımcı kuruluşların ismine açılmakta, katılımcılar ise nihai yatırımcılar bazında alt-hesaplar tutmaktadır.

---

<sup>16</sup> Tüm OTC piyasalardaki işlemlerin netleştirmesini yapmak için *Argenclear* isimli kuruluş kurulmuştur.

#### 4. AVUSTRALYA

DİBS'lerin<sup>17</sup> hamiline yazılı fiziki sertifikalar şeklinde ihracı 1985'te bırakılmış olup, tüm DİBS'ler kaydi formda ihraç edilmektedir. Ancak, eski ihraçlardan kalma bir kısım stok için talep halinde fiziki sertifika çıkarılabilmektedir. DİBS'lere ilişkin haksahipliğinin kaydının ve devrinin nasıl olacağını belirleyen *Commonwealth Inscribed Stock Act* ve bu kapsamda yapılan altdüzenlemelerde DİBS'lerin haksahipliğinin yetkilendirilmiş bir kayıt sisteminde tescil edilmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede RBA tarafından işletilen *Registry of Inscribed Stock* kütüğü hukuki haksahipliğini belirlemektedir.

DİBS'ler OTC piyasalarda işlem görmektedir. Yakın bir zamana kadar Avustralya Merkez Bankası (*Reserve Bank of Australia-RBA*) tarafından sahip olunan RITS sistemi DİBS işlemlerini, *SFE Corporation Limited* şirketinin sahip olduğu *Austraclear Ltd* şirketi tarafından işletilen Austraclear sistemi ise diğer borçlanma senetlerinin netleştirilmesi, takası ve izlemesini yapmıştır.<sup>18</sup> Şubat 2002'de DİBS'lerin takas ve saklaması RITS sisteminden Austraclear sistemine<sup>19</sup> geçmiştir. Böylece Austraclear sistemi tüm borçlanma araçları için merkezi takas ve saklama sistemi olmuştur.

Sistemde menkul kıymetler katılımcı(üye) bazında tutulmakta olup, yatırımcıların (müşteriler) haksahipliği sadece ilgili üye tarafından izlenmektedir. Üyelik koşullarını yerine getirmeleri şartıyla kişilere de sisteme üye olma imkanı tanınmıştır. Üye dışındakilerin sisteme doğrudan erişim imkanı ise bulunmamaktadır. Austraclear bünyesinde usulsüzlük durumlarında mağduriyeti önlemeye yönelik herhangi bir garanti fonu veya sigorta mekanizması da getirilmemiştir.

RBA ise DİBS'lerle ilgili kayıt (*registry*) hizmetleri vermeye devam etmektedir. Katılımcılar tarafından Austraclear sisteminde tutulan DİBS'lerin hukuki haksahipliği<sup>20</sup> RBA'nın yönettiği Sidney'deki kütükte Austraclear ismine kaydedilmektedir. Dolayısıyla, Austraclear sistemindeki iki üye arasında menkul kıymet devri sözkonusu olduğunda bu kütükte herhangi bir değişiklik olmamaktadır.

<sup>17</sup> *Commonwealth Government Securities* adıyla anılmaktadır.

<sup>18</sup> Avustralya Menkul Kıymet Borsasında (ASX) yapılan hisse senedi işlemlerinin takas ve kayıt hizmetleri ASX'in sahip olduğu ASTC şirketi tarafından işletilen CHESS sistemi ile yapılmaktadır.

<sup>19</sup> Austraclear sistemi, *SFE Corporation Ltd* adlı şirketin sahip olduğu *Austraclear Limited* adlı şirket tarafından işletilmektedir. *SFE Corporation Ltd* bünyesinde aynı zamanda *Sydney Futures Exchange* ve *SFE Clearing Corporation Pty Ltd* de bulunmaktadır.

<sup>20</sup> Austraclear sisteminde tutulan kayıtlar, tüm hak ve imtiyazları içerdiği kabul edilmekle birlikte hukuki haksahipliği yerine lehtar (*beneficiary*) haksahipliğini göstermektedir.

Küçük yatırımcılar DİBS'lerini kendi isimlerine bu kütükte tutabilmektedir. Ancak, son yıllarda bu kütükteki hesap sayısı önemli ölçüde azalmıştır.<sup>21</sup> Öte yandan, ihalelerde taleplerin gönderilmesi hala RITS sistemi üzerinden yapılmakta, ancak alınan menkul kıymetlerin hesaplara geçilmesi Austraclear sisteminde yapılmaktadır. RBA da açık piyasa işlemleri için Austraclear sistemini kullanmaktadır.

## 5. ÇEK CUMHURİYETİ

1992'de başlatılan DİBS ihracı, Maliye Bakanlığı tarafından Çek Cumhuriyeti Merkez Bankasının (*Czech National Bank-CNB*) düzenlediği ihalelerle gerçekleştirilmektedir. Devlet tahvilleri talep üzerine resen kote edilmeleri suretiyle Prag Borsasında ve RM-SYTEM isimli elektronik OTC piyasada, hazine bonoları ise CNB'nin işlettiği SBI sisteminde işlem görmektedir.

Maliye Bakanlığının 1993'te kurduğu *Prague Securities Centre (SCP)* 1992 tarihli *Securities Act* uyarınca kaydıleştirilmiş hisse senetleri ve 1 yıldan uzun vadeli sabit getirili menkul kıymetler için merkezi saklama kuruluşudur. SCP'de menkul kıymetlerin haksahipliği nihai yatırımcı bazında açılan hesaplarda tutulmaktadır. SCP'de tutulan hesaplardaki kayıtlar haksahipliği için kurucu unsur sayılmaktadır.

CNB'nin işlettiği SKD sistemi ise hazine bonoları dahil kaydıleştirilmiş tüm bir yıldan kısa vadeli sabit getirili menkul kıymetlerin ihraç, kayıt ve takas işlemlerini yürütmektedir.<sup>22</sup> Bireysel yatırımcılar da sisteme üye olarak hesap tutabilmekle birlikte, hesaplarına ancak sisteme doğrudan erişimi olan banka ve aracı kurum şeklindeki üyeler vasıtasıyla ulaşabilmektedir. Üyelik için resmi bir sınırlama olmamasına karşın, aidatların yüksek tutulması suretiyle küçük yatırımcıların doğrudan üye olması engellenmektedir.

## 6. DANİMARKA

1991'de Danimarka Merkez Bankası (*Danmarks Nationalbank-DNB*) Maliye Bakanlığı ile yapılan anlaşma çerçevesinde borç yönetimi işlevlerini yürütmektedir. Son zamanlarda DİBS'lerin elektronik alım-satım sistemlerinde işlem görmesine yönelik önemli gelişmeler olmuştur. DİBS'ler 2003 yılı sonunda toptancı

<sup>21</sup> Bunun nedeni önce 1985'de DİBS'lerin basımının, daha sonra 1988'de tasarruf tahvillerinin sona ermesi hane halklarının talebini azaltmış, kurulan RITS sistemi ise kurumlar açısından kayıt işlevini daha etkin olarak yerine getirmiştir.

<sup>22</sup> Bu işlevler Mayıs 1995-Haziran 2002 döneminde yine CNB'nin kurduğu TKD sistemi tarafından yerine getirilmiştir.

piyasalar olan MTS Alım-Satım Platformu<sup>23</sup> ile uluslararası alım-satım platformları *TradeWeb* ve *BondVision*'da işlem görmeye başlamıştır. İhraç edilen DİBS'lerin tamamı Kopenhag Borsasına kote olup Aralık 2003'te Kopenhag Borsasında küçük yatırımcılara yönelik olarak bankaların kotasyon vermesi şeklinde perakendeci (*retail*) bir piyasa olarak çalışan elektronik alım-satım sistemi açılmıştır. DNB, halen devlet tahvillerini MTS Alım-Satım Platformunda<sup>24</sup>, hazine bonolarını ise Kopenhag Borsasında ihraç etmektedir.

1983 yılından bu yana DİBS'ler VP Danimarka'daki tüm menkul kıymetler için merkezi saklama kuruluşu olan *Danish Securities Centre* (VP) tarafından kaydedilmektedir. VP'nin faaliyetlerinin yasal dayanağını önce 1980 tarihli *Danish Securities Centre Act* ve daha sonra çıkarılan 1995 tarihli *Danish Securities Trading Act* oluşturmuştur. Bu kanun merkezi saklama kuruluşu olma faaliyetini düzenlemiş olup VP için yasal çerçeveyi belirlemiştir. VP fiziki sertifikaya bağlanan menkul kıymetler için hizmet vermemekte olup, VP sistemindeki tüm menkul kıymetler kaydileştirilmiştir. Kaydileştirilmiş menkul kıymetlerin sahiplerini korumak için menkul kıymetlerin kaydedilmesindeki hatalardan doğan zararlardan belirli limit ölçüsünde VP'nin ve yatırımcı hesabına kayıt yapabilen ilgili üyelerin sorumlu olacağı düzenlenmiştir.<sup>25</sup>

İkincil piyasalardaki işlemlere ilişkin olarak VP kendi işlettiği menkul kıymet transfer sistemi ile takas yapmakta, ancak nakit takası DNB'deki hesaplar yoluyla gerçekleştirilmektedir. DİBS'lerin ihracında mali ajan olan DNB de sahip olduğu menkul kıymetleri de VP'de tutmaktadır.

VP'nin saklama sisteminde üç tip katılımcı bulunmaktadır: “hesap yöneticileri” (*account controllers*), “temel müşteriler” (*major clients*) ve yabancı saklamacılar (*foreign depositories*). Hesap yöneticileri kendileri veya üçüncü kişiler için hesap tutabilmekte iken, diğer katılımcılar sadece kendi isimlerine hesap tutabilmekte, bu nedenle örneğin müşteriler için tek havuz hesabı açabilmekte ve bir hesap yöneticisi yoluyla işlem yapmaktadırlar. Hesap yöneticileri VP nezdindeki kayıtlarda değişiklik yapma hakkına, “temel müşteriler” ise kendi hesaplarına ilişkin olarak VP den doğrudan bilgi alma ve VP sistemi yoluyla ilgili hesap yöneticilerine

---

<sup>23</sup> MTSDenmark isminde ayrı bir bölüm açılmıştır.

<sup>24</sup> Devlet tahvilleri, çeşitli yöntemlerle ile piyasa yapımcılarına satılmak suretiyle ihraç edilmektedir.

<sup>25</sup> Bunun için oluşturulan garanti fonunun asgari tutarı 1 milyar Danimarka kronu olarak belirlenmiştir. Katılımcılar, asgari 100.000 Danimarka kronu olmak üzere işlem hacimlerine bağlı olarak katkı payı ödemektedirler.

satış bildirimini gönderme hakkına sahiptir. Yabancı saklamacı olan katılımcıların yabancı bir ülkede merkezi saklama kuruluşu olması gerekmektedir. Bu kapsamda Euroclear ve Clearstream VP sisteminde katılımcı statüsündedir.

*Danish Securities Act* uyarınca kural olarak hesap yöneticilerinin kendi varlıklarını müşteri varlıklarından ayırmaları gerekmektedir.<sup>26</sup> Bu ayırım kural olarak birden fazla hesap yoluyla gerçekleştirilmekle birlikte, tek bir havuz hesabı açılması yoluyla da olabilir. VP’de nihai yatırımcılara (*beneficial owner*) ait yaklaşık 2,8 milyon hesap bulunmakta olup, VP nezdindeki hesaplarda ismi gözüken yatırımcının sadece hesap sahibi olduğu ve katılımcı olma hakkı taşımadığı kabul edilmektedir.

## 7. HİNDİSTAN

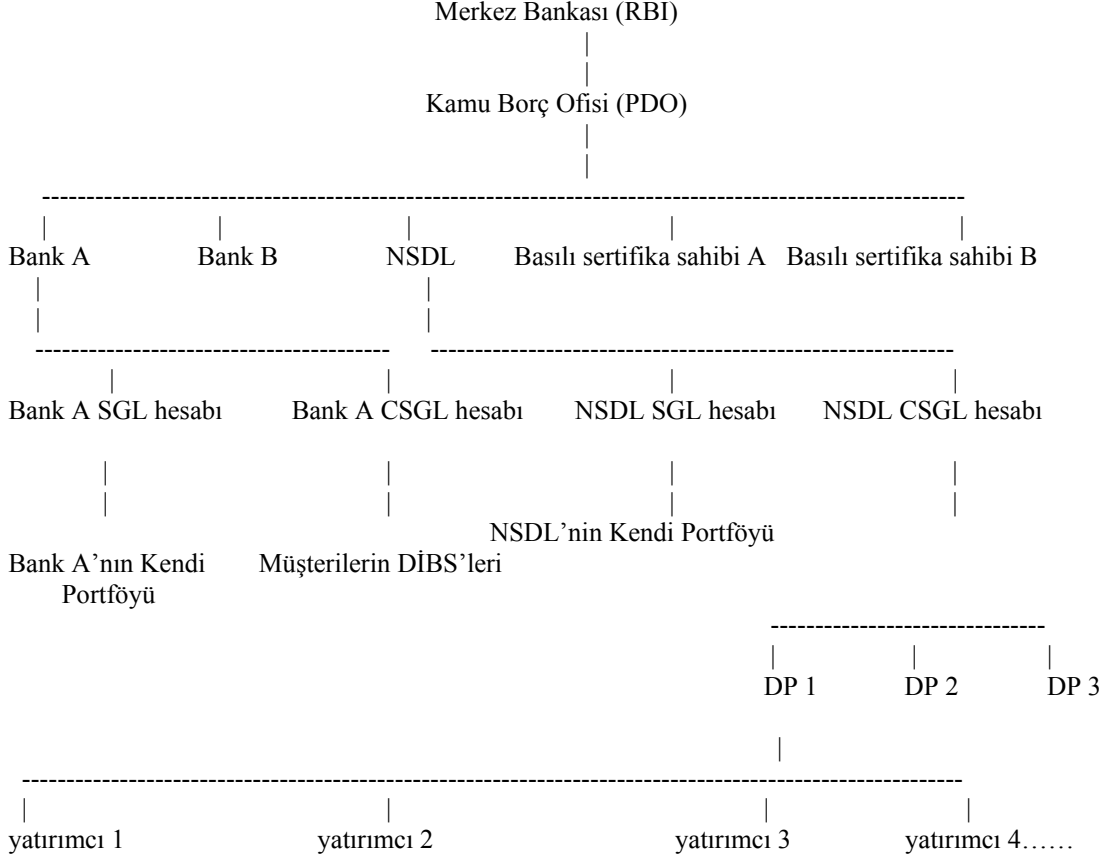
Borç yönetimini de yapan Hindistan Merkez Bankasının (*Reserve Bank of India-RBI*) düzenlediği ihraçlarda finansal kuruluşlar tarafından alınan DİBS’ler RBI bünyesindeki Kamu Borç Ofisinde (PDO) izlenmektedir. PDO’nun sisteminde SGL (*Subsidiary General Ledger*) ve CSGL(*Constituent Subsidiary Ledger*) şeklinde iki tür hesap bulunmaktadır. SGL hesabında bankaların, piyasa yapımcılarının ve saklama kuruluşunun DİBS’leri tutulurken, CSGL hesabında bu kuruluşların müşterilerine ait DİBS’ler izlenmektedir. PDO, kendilerine talepleri üzerine fiziki sertifika verilenler hariç nihai yatırımcıların kaydını tutmamaktadır. 2002 sonu itibariyle DİBS stoğunun %14’ü kaydileştirilmemiş durumdadır.

Özellikle hisse senetlerinin kaydileştirilmesi için 1996’da kurulmuş merkezi saklama kuruluşu olan NSDL’nin (*National Securities Depository Ltd.*) kaydileştirmedeki başarısı karşısında, DİBS’lerin kaydileştirilmesi için NSDL’nin PDO nezdinde CSGL hesabı tutması sağlanmıştır. Bu şekilde NSDL, PDO nezdindeki CSGL hesabında tutulan kaydileştirilmiş DİBS’lerin kaydını kendi sisteminde *Depository Participants* (DRs) denilen katılımcılar üzerinden bireysel yatırımcılar bazında izlemektedir. Bireysel yatırımcılar NSDL’ye katılımcılar üzerinden ulaşmaktadır. NSDL, CSGL hesabındaki toplam DİBS miktarına ilişkin bilgiyi almakta ve katılımcılar yoluyla bireysel yatırımcılara hesaplarındaki DİBS miktarına ilişkin hesap özeti çıkarmaktadır.

---

<sup>26</sup> Ancak istisnai durumlarda *Financial Supervisory Authority*’nin onayı ile ayırım yapılmaması sözkonusu olabilir.

Hindistan’da DİBS Saklama sisteminin yapısı aşağıdaki şemada yer almaktadır:



2001 sonu itibariyle DİBS stoğunun %63'ü bankalara ait bulunmaktadır. Bireysel yatırımcı tabanının genişletilmesi için portföyünün tamamını DİBS'lere yatırabilen yatırım fonları oluşturulmuştur. İkincil piyasa işlemlerinin %90'mı DİBS işlemleri oluşturmaktadır. DİBS'ler Bombay Menkul Kıymet Borsası ve Hindistan Ulusal Menkul Kıymet Borsası üyeleri arasında ilgili borsaya bildirilmek üzere borsa dışında gerçekleştirilmektedir. Takas işlemleri RBI ile 2002 yılında kurulan *Clearing Corporation of India Ltd (CCIL)* tarafından yapılmaktadır.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Tüm repo işlemleri ile 200 milyon Hindistan rupisi üzerindeki kesin alım satım işlemlerinin takasını CCIL, bu miktarın üzerindeki işlemlerin takasını ise RBI yapmaktadır. Birincil ve ikincil piyasa işlemleri ile takas ve kayıt sistemlerinin entegre edilmesi amacıyla PDO tarafından *Negotiated Dealing Sytem (NDS)* geliştirilmiştir.



## 8. İNGİLTERE

Nisan 1998'e kadar İngiltere Merkez Bankası (*Bank of England-BOE*) borç yönetiminde devletin ajanı işlevini görmüş, 1997'de BOE'ye faiz oranlarını belirleme yetkisi verilmesini müteakip para politikası ile borç yönetimi arasındaki potansiyel çıkar çatışması<sup>28</sup> nedeniyle borç yönetimi Hazine Bakanlığı bünyesinde kurulan Borç Yönetim Ofisine (DMO) devredilmiştir. DİBS'lerin ihracı DMO tarafından düzenlenmekte, DİBS stoğunun büyük kısmı, tamamı Londra Borsasına üye olan ve *gilt-edged market makers* (GEMMs) denilen piyasa yapıcısı finansal kuruluşların oluşturduğu telefon ve veri ekranına dayalı OTC piyasada işlem görmektedir.<sup>29</sup>

İngiltere'de menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi 1989 tarihli Şirketler Yasası kapsamında çıkarılan USRs (*Uncertificated Securities Regulations*) çerçevesinde mümkün olmuştur. Bu kapsamda, 1996'da faaliyete başlayan CrestCo Ltd<sup>30</sup> İngiltere'de menkul kıymetlerin sertifikasız formda tutulup transfer edilebileceği tek merkezi takas ve saklama kuruluşu olarak belirlenmiştir.

Haziran 2000'de yapılan USRs değişikliğiyle devlet tahvili stoğunun<sup>31</sup> da Crest'e aktarılmasına imkan tanınmış, Temmuz 2000'de devlet tahvili stoğu Merkezi Gilts Ofisinin (*Central Gilts Office-CGO*) kapatılmasıyla Crest'e aktarılmıştır. BOE tarafından işletilen ve hareketsizleştirmeye dayalı olarak hazine bonoları yanında finansman bonusu, banka bonoları gibi kısa vadeli borçlanma araçları için saklama ve takas hizmetleri veren Merkezi Parapiyasaları Ofisi (*Central Moneymarkets Office-CMO*) sistemi de Eylül 1999'da CrestCo'ya geçmiş, bu çerçevede hazine bonoları Eylül 2003'te kaydileştirilmiştir. 2003 yılı sonu itibariyle DİBS stoğunun %93'ü devlet tahvili ve %7'si hazine bonosundan oluşmakta olup, devlet tahvillerinin %98'i Crest'te kaydileştirilmiş olarak tutulmaktadır. Sertifikaya bağlı DİBS'lerin hak sahipliğine ilişkin kayıt ve işlemlerin yapılması ise BOE'de kalmıştır. BOE, DİBS'ler için takas hizmeti vermemekle birlikte, DİBS'lerin

---

<sup>28</sup> Borç yönetiminin temel amaçlarından biri minimum faiz oranları ile borçlanmayı sağlamaktır. Oysa amacı fiyat istikrarını sağlamak olan para politikası, Merkez Bankasının başka bir faktöre bağımlı olmaksızın faiz oranlarını serbestçe ayarlayabilmesini gerektirir.

<sup>29</sup> Devlet tahvilleri Londra Borsasına kotedir. Ayrıca, DMO yeni bir elektronik alım-satım sisteminin kurulmasını planlamaktadır.

<sup>30</sup> Eylül 2002'de CRESTCo Euroclear ile birleşerek Euroclear Grubunun bir iştiraki haline gelmiştir. Crest isminin en azından tek takas mekanizmasının başlayacağı 2005 yılına kadar kullanılması öngörülmüştür.

<sup>31</sup> GILTS olarak adlandırılmaktadır.

kaydının tutulmasına ilişkin bazı işlevlerini korumakta ve müşterileri için CREST ve CMO sistemlerinde takas bankası olarak hareket etmektedir.

2001’de USRs değişiklikleri ile ETT (*Electronic Transfer of Title*) sisteminin getirilmesi DİBS’ler açısından takas ve kayıt arasındaki zaman açığını kaldırmış, fakat iki farklı kayıt rejiminin oluşmasına neden olmuştur. Zira sertifikasız DİBS sahipliğine ilişkin hukuki hak sahipliğinin izlenmesi CrestCo tarafından işletilen ve kaydileştirilmiş menkul kıymetlerin izlenmesi ve takasını kolaylaştıran bir işletim sistemi (OP) tarafından yönetilmekte, ancak BOE’nin de bu işlemlere ilişkin tüm kayıtları tutması gerekmektedir. Mevcut sistemde OS ve BOE tarafından sertifikasız DİBS’ler için mükerrer işlem yapılmaktadır. Bu çerçevede DMO, DİBS’lerin izlenmesi ve takasını kolaylaştırmak ve kağıda dayalı işlemleri tamamen kaldırmak için bir proje tasarlamıştır.<sup>32</sup>

Hukuki düzenleme bulunmamasına karşın Crest sisteminde müşteri varlıklarının ayrılması mümkün bulunmaktadır. Bu ayrı katılımcı hesaplarının açılması veya tek bir katılımcı hesabı altında alt-hesap açılması şeklinde olabilmektedir. Crest sisteminde finansal kuruluşlar yanında bireysel yatırımcılar da katılımcı olabilmektedir. Kişiler kendi isimlerine hesap açtırabilmekle birlikte ancak sponsor olarak adlandırılan bir üye yoluyla Crest ile iletişim kurabilmektedir. Bu tür hesaplara *sponsored membership accounts* denilmektedir. Bunun dışında, finansal kuruluşlar da (doğrudan üyeler) sistemdeki katılımcı hesapları altında alt-hesap olarak kuruluş, yatırımcı veya fon bazında ayırım yapabilmektedir.

## 9. İSPANYA

1980’lerde artan bütçe açıklarının finansmanının sağlanabilmesi için Hazinesinin mali ajanı olan İspanya Merkez Bankası (*Bank of Spain-BS*) tarafından 1987’de, DİBS’lerin kaydi formda ihraç edildiği ve işlem gördüğü Kaydi Kamu Borç Piyasası (*Book-Entry Public Debt Market*) kurulmuştur. Böylece DİBS’lerde kaydileştirmeye geçilmiştir. İspanya Menkul Kıymet Piyasası Kanunu, bu piyasada işlem gören menkul kıymetlerin kaydının ve işlemlerin takasının CADE (*the Central de Anotaciones de la Deuda Espanola*) sistemi tarafından yapılmasını öngörmüştür.

---

<sup>32</sup> “Proposed Model for the Re-engineering of GILTS Registration” A Discussion Document by HM Treasury

DİBS'ler aynı zamanda Madrid borsası ile SENAF, EuroMTS, MTSEspana ve BrokerTec elektronik alım-satım platformlarında da işlem görmektedir. Öte yandan İspanya Hazinesi de internet üzerinden işlem yapma imkanı sunmaktadır.

2000 yılında hisse senetleri için merkezi saklamacı olan SCLV<sup>33</sup> ile BS tarafından kurulan IBERCLEAR, SCLV ve CADE sistemlerini devralarak Nisan 2003'te tek merkezi saklama kuruluşu olmuştur. Tüm menkul kıymetler için merkezi saklama kuruluşu olan IBERCLEAR DİBS'ler dahil tüm sabit getirili menkul kıymetlerin merkezi kaydı, takası ve saklanmasına yönelik olarak daha önce BS tarafından kurulan ve kendisine aktarılan CADE platformu ile bu platform çerçevesinde DİBS'lerin işlem gördüğü Kaydi Kamu Borç Piyasasını işletmektedir.

Piyasa üyeleri, sadece kendi portföyü için menkul kıymet hesabı açmaya yetkili üyeler ile müşterileri veya üçüncü kişilerin portföyleri için hesap açmaya yetkili üyeler şeklinde ayrılmıştır. Sadece kendi hesabına DİBS işlemi ve saklaması yapabilen üyeler "*account holders*" olarak adlandırılmakta olup, çeşitli mali kuruluşlara bu tip katılımcı olma hakkı tanınmıştır. Üçüncü kişiler veya müşteriler hesabına DİBS işlemi ve saklaması yapabilen üyeler ise "*management institutions*" olarak isimlendirilmekte olup, bu tip üyelik belirli şartları taşıyan menkul kıymet araçları, bankalar ve kredi kooperatifleri ile sınırlandırılmıştır. Hem kendi hesabına hem de müşterileri hesabına DİBS tutabilenler ise "*full capacity management institutions*" olarak adlandırılmaktadır.

İspanya Menkul Kıymet Piyasası Kanunu uyarınca, CADE sisteminde katılımcıların kendi menkul kıymetlerini üçüncü tarafların veya müşterilerin menkul kıymetlerinden ayırması zorunlu tutulmuştur. Bunun için katılımcıların kendilerine ve müşterilerine ait menkul kıymetler farklı iki menkul kıymet hesabında tutulmaktadır. Her bir katılımcının müşterilerine ait varlıklar için tek bir havuz hesabı bulunmakta olup, merkezi kayıta alt-hesap açılmaksızın bunların müşterilere dağılımı katılımcıların tuttuğu kayıtlarda izlenmektedir.

CADE platformu ve piyasa katılımcıları BS'nin de denetiminde olup, özellikle para politikası işlemleri için sistemde BS de hesap sahibi durumundadır. BS portföylerinin doğrudan BS'de tutulan bir menkul kıymet hesabında izlenmesini isteyen İspanya'da yerleşik bireysel yatırımcılar veya kuruluşlara 1990'dan bu yana

---

<sup>33</sup> SCLV İspanyadaki menkul kıymet borsaları, AIAF (*Private Fixed Income Market*) ve Latibex (*Latin American Securities Market*) Piyasalarında işlem gören menkul kıymetlere yönelik takas ve saklama hizmeti vermiştir.

hizmet vermekte ve böylece *management institution* işlevi de görmektedir. Bu tür hesaplar bireysel veya müşterek hesap şeklinde açılabilir. Ancak, BS doğrudan hesaplar için satış hizmeti vermemekte, yatırımcının satış yapabilmesi için portföyünü transfer ettirmesi gerekmektedir.

Katılımcıların BE’de nakit hesapları bulunmaktadır. IBERCLEAR, CADE platformuna kayıtlı tüm menkul kıymetlerle ilgili anapara ve faiz ödemelerini katılımcıların nakit hesaplarına geçmekte, itfada ilgili menkul kıymetleri katılımcıların menkul kıymet hesaplarından düşmektedir.

CADE’ye kayıtlı tüm DİBS’ler kaydıleştirilmiş olmakla birlikte, bloke koyma işlemlerinde IBERCLEAR tarafından ilgili tarafa verilmek üzere sadece bu amaçla kullanılabilen bir sertifika çıkarılmaktadır.

## 10. İSVEÇ

İsveç Ulusal Borç Ofisi (*National Debt Office-NDO*) borç yönetiminden sorumlu kuruluştur. Mayıs 2001’de OM Grubunun bir iştiraki olan *Stokholmbörsen* gösterge niteliğindeki DİBS’ler için elektronik alım-satım sistemi kurmuştur. NDO tarafından gerçekleştirilen DİBS ihraçları doğrudan bu sistem üzerinden yapılmakta ve merkezi takas ve saklama kuruluşu olan VPC AB’de (*Swedish CSD and Clearing Organization*) tutulmaktadır. İsveç Merkez Bankası (Riksbank) da menkul kıymetlerinin tutulması ve para politikası çerçevesinde yaptığı menkul kıymet işlemlerinin takası için VPC sistemini kullanmaktadır. VPC AB itfa ve faiz ödemelerine ilişkin işlemleri de yapmaktadır. Nakit takası için Riksbank tarafından işletilen RIX sistemi kullanılmaktadır.

Finansal Araç Hesapları Kanunu (*Financial Instruments Accounts Act*) çerçevesinde tüm menkul kıymetler VPC sisteminde kaydıleştirilmiştir. VPC sisteminin temel özelliği müşteri varlıklarının detaylı olarak ayrılmış olmasıdır. Yatırımcılar menkul kıymetlerini iki şekilde tutulabilmektedir. Birincisi yatırımcıların menkul kıymetlerinin VPC’nin yetkilendirdiği, banka veya aracı kurum olan bir *nominee* ismine açılan hesaplarda (*nominee account*) izlenmesidir. Bu durumda *nominee* müşteri detayına ilişkin bilgileri kendi saklama kayıtlarında tutar ve VPC tarafından istendiği takdirde raporlar. İkinci bir seçenek olarak, yatırımcılar menkul kıymetlerini VPC sisteminde kendi isimlerine açılan hesaplarda da (*owner account*) tutulabilmektedir. VPC’de saklanan herhangi bir menkul kıymetin sahibi VPC nezdinde şahsi hesap açtırma hakkına sahiptir. Bu türden 3,5 milyon

yatırımcının sahip olduğu 3,8 milyon hesap bulunmaktadır. Ancak bu tür hesaplarla ilgili işlemler de yatırımcının hesap temsilcisi (*account operator*)<sup>34</sup> olan banka veya aracı kurum tarafından gerçekleştirilmektedir. Tek hesap için ücret alınmamakta olup, her bir hesap için transfer bildirim ve yıllık hesap özeti gönderilmesi gibi hizmetler verilmektedir.

## 11. İSVİÇRE

İsviçre Merkez Bankası (*Swiss National Bank-SNB*) DİBS'lerin ihracı ve saklamasını düzenlemeye yetkili otorite olup, DİBS'lerin şekline ve diğer özelliklerine ilişkin kararları vermektedir. Bir banka olan *SegaInterSettle* (SIS), borsalarda ve OTC piyasalarda işlem gören tüm menkul kıymetler için merkezi saklama kuruluşu olup, aynı zamanda takas hizmetleri de vermektedir. 100 yıldan fazla bir süredir fiziksel formda ihraç edilen ve İsviçre Menkul Kıymet Borsasında işlem gören “*straight bond*” adı verilen devlet tahvilleri de SIS bünyesindeki kasalarda saklanmaktadır. Sadece finansal kuruluşlar SIS'e katılımcı olup, menkul kıymetler nihai müşteri detayı bazında izlenmemektedir. Yatırımcıların varlıklarını kontrol etmek için doğrudan SIS ile iletişim kurmaları mümkün değildir. SNB de para politikası çerçevesinde SIS'in sistemini kullanmaktadır.

## 12. İTALYA

İtalya'da takas ve saklama sistemleri uzun yıllar boyunca parçalı yapı göstermiş, merkezi saklama hizmetleri menkul kıymet takas sistemlerinin yönetiminden ayrı tutulmuştur. İtalya Merkez Bankası (*Bank of Italy-BI*) tarafından 1978'de özel şirket olarak kurulan Monte Titoli 1986'dan beri tüm özel menkul kıymetler için merkezi saklama kuruluşu iken, DİBS'lerin merkezi saklaması BI tarafından yapılmıştır. Kaydileştirme tüm DİBS'ler için zorunlu tutulmuştur. 1998'de Finansal Aracılık Kanunu (*Consolidated Law on Financial Intermediation-CLFI*) BI'ya para politikasının yönetimi ile ilgili piyasaların gözetimi yetkisini verirken, aynı zamanda takas ve saklama sistemlerinin yeniden organize edilmesi ve özelleştirilmesini sağlamıştır. Bu çerçevede BI'nın Monte Titoli'deki hisseleri Aralık 2000'de satılmış, daha sonra Monte Titoli *Borsa Italiana* Grubunun bir parçası

---

<sup>34</sup> Hesap açılması-kapatılması, menkul kıymet alım ve satımlarının kaydedilmesi, hesaplararası virman, hesap bilgilerinin değiştirilmesi, portföydeki değişiklikler hakkında bilgi verilmesi vb işlemleri yapmaktadırlar.

olmuş, Ağustos 2000’de Monte Titoli bir kararname ile DİBS’lerin saklanması ile yetkilendirilmiş, Ekonomi ve Finans (Hazine) Bakanlığı ile arasında yapılan anlaşma koşulları çerçevesinde DİBS’lerin saklanması BI’dan fiilen devralınması ise 2000 yılı sonunda gerçekleşmiştir. Böylece Monte Titoli tüm menkul kıymetler ve DİBS’ler için tek merkezi saklama kuruluşu olmuştur.

DİBS’ler çoğunlukla ekran-bazlı toptancı bir piyasa olarak MTSSpA isimli şirket<sup>35</sup> tarafından işletilen MTS İtalya’da<sup>36</sup> işlem görmektedir. DİBS’lerin işlem gördüğü toptancı piyasalar sermaye piyasasını düzenleyici ve denetleyici otorite olan Consob’un yetki alanı dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda MTS üzerinde BI’nın denetim yetkisi bulunmakta olup, piyasa düzenlemeleri BI ve Consob’un görüşü alınarak Hazine Bakanlığı tarafından onaylanmaktadır. Öte yandan, DİBS’lerin işlem görmesi için 1994’te İtalya Borsası tarafından toptancı bir tahvil piyasası olarak MOT, 2001 yılında ise MTSSpA tarafından BondVision kurulmuş olup, DİBS’ler aynı zamanda EuroMTS’de<sup>37</sup> de işlem görmektedir. Hem MTS piyasalarında hem de borsada gerçekleştirilen işlemlerin netleştirilmesini ve takasını yapan ve BI tarafından işletilen LDT sistemi yerine geçmek üzere Monte Titoli Ekspres II adıyla yeni bir sistem oluşturma projesini Aralık 2003’te tamamlamıştır.

Türev araçlar dışındaki tüm kaydılaştırılmış finansal araçların izlenmesi için Monte Titoli’nin kullanılması gerekmektedir. Monte Titoli’de katılımcıların kendi varlıklarını müşterilerinin varlıklarından ayırmaları kanunen zorunlu tutulmuş olup, bu ayırım müşteri varlıklarının Monte Titoli nezdinde tek bir havuz hesabında izlenmesi suretiyle yapılabilmektedir. Saklamada birden fazla müşteri hesabı açılması mümkün olmamakla birlikte, katılımcılara müşterileri için yaptıkları takas işlemlerini ayırabilmek için birden fazla müşteri hesabı açma imkanı tanınmıştır.

---

<sup>35</sup> Sabit getirili menkul kıymetlerin alım satımı için kullanılan elektronik işlem platformu olan “telematico”yu işleten şirkettir. 1988’de kurulmuş olup 1997 yılındaki özelleştirme sonrasında hızla büyümüştür. MTS Grubunda yer alan başlıca piyasalar şunlardır: EuroMTS, EurocreditMTS, MTS Italy, MTS France, MTS Belgium, MTS Amsterdam, MTS Portugal, MTS Espana, MTS German Market.

<sup>36</sup> Piyasada, piyasa yapımcıları ve diğer araçlar şeklindeki finansal kuruluşlar tarafından DİBS’lerin kesin alım satım ve repo-ters repo işlemleri yapılmaktadır.

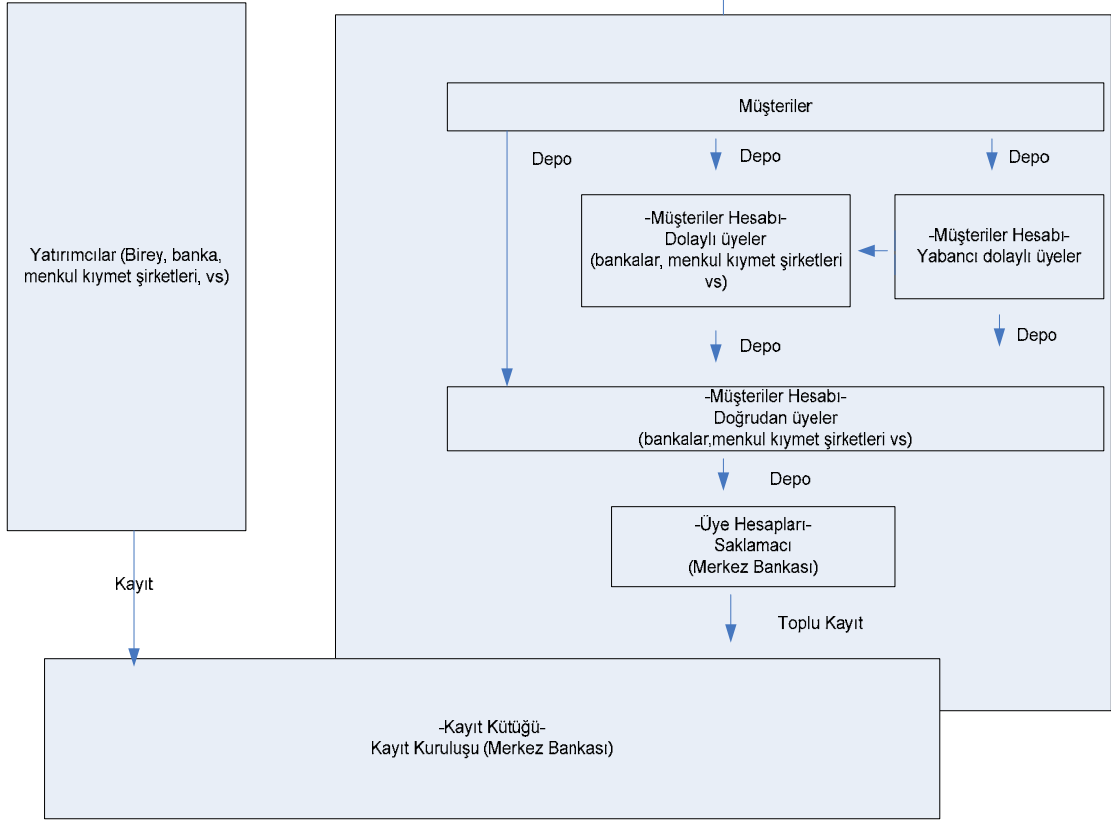
<sup>37</sup> EuroMTS Ltd tarafından işletilen ve Avrupa gösterge niteliğindeki devlet tahvillerinin işlem gördüğü toptancı bir piyasadır.

### 13. JAPONYA

Japonya’da DİBS’lerin saklanmasına ilişkin yapı şöyledir:

JGB Registration System

JGB Book-Entry System



2001 yılı sonu itibariyle DİBS (JGBs) stoğu 3,5 trilyon dolar, yıllık OTC piyasa işlem hacmi ise 31,8 trilyon dolardır. Fiziki sertifikaların dolaşımı olmadan DİBS’lerin takasını ve izlemesini yapan iki sistem bulunmaktadır: *JGB Registration System* ve *JGB Book-Entry System*. Her iki sistem de Japonya Merkez Bankası (*Bank of Japan-BOJ*) tarafından işletilmektedir.

*JGB Registration System:* Devlet Tahvillerine İlişkin Kanun uyarınca DİBS’ler için kayıt kuruluşu olan BOJ tarafından 1906’da kurulmuştur. Bu sistemde DİBS’ler fiziki sertifika olmaksızın devredilmekte olup, hak sahipliğine ilişkin devirler BOJ’da tutulan kayıtlarda izlenmektedir. Katılımcılar finansal kuruluşlar ile sınırlandırılmamış olup herhangi bir DİBS yatırımcısı sistemi doğrudan kullanabilmekte ve BOJ, yatırımcı ismi bazında kayıt tutmaktadır. Fakat son yıllarda

katılımcılar DİBS portföylerini özellikle vergi reformları<sup>38</sup> nedeniyle diğer sisteme aktarmaktadır.

*JGB Book-Entry System*: 1980 yılında DİBS'lerin işlem hacmindeki hızlı büyüme karşısında yine BOJ tarafından geliştirilmiş olup doğrudan katılımcılar, dolaylı katılımcılar ve yabancı dolaylı katılımcılar şeklindeki finansal kuruluşlar (esas itibarıyla bankalar ve menkul kıymet şirketleri), müşteriler ve merkezi saklamacıyı (BOJ) içeren basamaklı bir sistemdir. Merkezi saklamacı olarak BOJ'da finansal kuruluşların hem kendilerinin hem de DİBS yatırımcısı olan müşterilerinin menkul kıymetleri izlenmektedir.<sup>39</sup> Borçlanma Menkul Kıymetlerinin Kaydi Devrine İlişkin Kanun (*Law Concerning Book-Entry Transfer of Corporate and Other Debt Securities*) uyarınca müşterilerin menkul kıymetleri için ayrı hesap kullanılması zorunlu tutulmuştur. Ancak her bir dolaylı katılımcının müşterilerinin menkul kıymetleri tek bir havuz hesabında toplu olarak izlenmekte olup, müşteri detayına ilişkin kayıtlar sözkonusu katılımcı tarafından tutulmaktadır. Ağustos 2003 itibarıyla bu sistemde izlenen devlet tahvili oranı %99,6'dır.<sup>40</sup>

Her iki kayıt sistemi için de DİBS'lerin finansal kuruluşlar arasında kaydi takasının yapılması için 1990'da BOJ tarafından geliştirilen ve 1994'de BOJ-NET Fon Transfer Sistemi ile bağlantısı kurulan BOJ-NET JGB Hizmetleri adıyla *online* bir sistem kullanılmaktadır. Kayıt sistemindeki katılımcıların tamamının doğrudan ulaşım imkanının olmadığı sözkonusu sistem, DİBS'lerin ihracı ve itfası işlemleri ile anapara ve faiz ödemelerine yönelik hizmet vermekte olup, BOJ'un açık piyasa işlemlerinde de kullanılmaktadır.

Menkul Kıymet Takas Sistemleri Reformu kapsamında Haziran 2003'de yürürlüğe giren Borçlanma Menkul Kıymetlerinin Kaydi Devrine İlişkin Kanun, DİBS'lerin kaydileştirilmesi ve çok-basamaklı sistemlerde izlenmesi açısından hukuki altyapı sağlamıştır.<sup>41</sup> Mevcut sistemde talep edilmesi mümkün olmasına rağmen fiziksel sertifikaların çok nadir kullanılması karşısında, yeni sistemde *JGB Registration System*'da tutulan DİBS'ler için istisnai olmak üzere tüm vade boyunca fiziki sertifika kullanılmaması ve fiziki sertifika talep edilememesi öngörülmüştür.

---

<sup>38</sup> Faiz ödemelerine ilişkin vergi istisnası sadece yetkili finansal kuruluşlar tarafından tutulan kaydi DİBS'lere tanınmıştır.

<sup>39</sup> Sadece dolaylı katılımcı şeklindeki finansal kuruluşlar müşteri hesabı açmaya yetkilidir.

<sup>40</sup> Hazine bonoları sadece bu sistemde (*JGB Book-Entry System*) tutulabilmekte olup, ilk sistemde saklanan devlet tahvillerinin (fiziki sertifikaya bağlanan DİBS) oranı % 0,3'tür.

<sup>41</sup> Bu kanun kaydileştirilmiş finansman bonolarının saklanmasında basamaksız yapı (araçların olmadığı doğrudan kayıt sistemi) öngörülmüştür.



Sözkonusu kanun ile müşteri hesabı tutan katılımcıların (*account-keeping institutions*) iflası durumunda bireysel yatırımcıların belirli bir miktarla sınırlı olarak tazmin edilmeleri için transfer kuruluşu (merkezi saklamacı) ve müşteri hesabı tutan katılımcıların katkılarıyla özel bir yatırımcı koruma fonu oluşturulması öngörülmüştür. Ocak 2003'te ilgili bakanlıkların kararı ile bu kanun uyarınca kaydi transfer kuruluşu olarak belirlenen BOJ, mevcut sistemdeki hareketsizleştirme yerine sözkonusu kanun çerçevesinde DİBS'lerin tamamen kaydileştirilmesine dayalı olarak çalışmak üzere *JGB Book-Entry System*'i yenilemiştir.

BOJ, BOJ-NET JGB hizmetlerinde verilen *online* talimatlar için aldığı ücret dışında sistemin kullanılmasına ilişkin olarak katılımcılardan herhangi bir ücret almamaktadır.

#### 14. KORE

DİBS'ler kaydileştirilmiş olup, Kore Menkul Kıymet Borsasına kote olmasına karşın işlemlerin büyük kısmı kurulan toptancı bir piyasa ile OTC piyasalarda gerçekleşmektedir. *Korean Securities Depository* (KSD) hem borsa hem de OTC işlemleri için merkezi takas ve saklama kuruluşudur. Kore Merkez Bankası (*Bank of Korea-BK*) Hazinenin ajanı olarak ihaleleri yapmakta ve DİBS'lere yönelik kayıt sistemi (*government bond registration book*) tutmaktadır. Bu çerçevede BK finansal kuruluşlar bazında DİBS'lerin hak sahipliğinin izlenmesi için ayrıntılı bir bilgi sistemi işletmektedir. İhraç edilen DİBS'ler bu kayıt sisteminde KSD ismine kaydedilmekte, daha sonra BK'nın gönderdiği bilgiler çerçevesinde menkul kıymetler KSD tarafından kendi üyelerinin hesabına geçilmektedir. Ödemeler BK'nın *Book-Wire* transfer sistemi ile yapılmaktadır. Menkul Kıymet ve Borsa Kanunu'nun *New Issue Blanket Deposit* (NIBD) isimli düzenlemesi, yatırımcılara ait DİBS'lerin BK'nın kayıt sisteminde KSD ismine izlenebilmesini sağlamıştır. Bu çerçevede, KSD sistemindeki transferler sonucunda oluşan nihai haksahipliği bilgisi BK'nın kayıt sistemine gönderilmemektedir.

KSD'nin sisteminde menkul kıymetler katılımcı bazında izlenmekle birlikte, müşterilerin menkul kıymetleri katılımcıların kendi sistemlerinde müşteri bazında tuttukları kayıtlar (*customer account book*) çerçevesinde ayrı bir hesapta tutulmaktadır.

## 15. MACARİSTAN

Macaristan'da Borç Yönetim Ajansı (AKK) tarafından piyasa yapıcıları arasında oluşturulan OTC piyasada ihraç edilen DİBS'ler Budapeşte Borsasına kote olmakla birlikte daha çok OTC piyasalarda işlem görmektedir.

DİBS'ler için merkezi saklama kuruluşu, diğer menkul kıymetlerin de takas ve saklamasını yapan KELER'dir (*Central Clearing House and Depository Ltd.*)<sup>42</sup> KELER katılımcılarının kimler olabileceği, DİBS'ler dışında halka arz edilecek menkul kıymetlerin kaydileştirilmesini öngören *Capital Market Act* ile belirlenmiştir. Bu çerçevede, DİBS'ler geçmişte tek bir global sertifika çıkarılması ve hak sahipliğinin kaydi menkul kıymet hesaplarında izlenmesi (tam hareketsizleştirme) suretiyle ihraç edilmeye başlanmış, fakat fiziki sertifikaya geleneksel olarak bağlı olan bireysel yatırımcıların ihraç sonrasında KELER'den talepleri halinde nominal değerinin %2'si tutarında bir ücret ödemeleri şartıyla fiziki sertifika verilmiştir. Son yıllarda ise tam kaydileştirmeye geçilmesi için çalışılmaktadır.<sup>43</sup> Bu kapsamda Nisan 1999'dan bu yana yeni DİBS tertiplerinin ihracı kaydileştirilmiş formda yapılmakta olup, vadesi 20 yıla kadar varan çıkarılmış mevcut devlet tahvillerinin de kaydileştirilmiş forma dönüştürülmesi öngörülmüştür.

DİBS'lerin hukuki niteliği, özellikleri, ilgili hak ve yükümlülükler kanun hükmünde kararname ile, kaydileştirilmiş menkul kıymetlere ilişkin hesapların tutulması ise hükümet kararnamesi ile düzenlenmiş olup, KELER'de katılımcıların kendi menkul kıymetleri ile yatırımcılarının menkul kıymetleri için farklı hesap açmaları gerekmektedir. KELER'de katılımcıların saklama hesaplarının kural olarak sınırsız sayıda alt-hesaba bölünebilmesi müşteri grupları veya müşteri ismi bazında izlemeyi mümkün kılmaktadır.

---

<sup>42</sup> 1993'de kurulmuş olup Macaristan Merkez Bankası (NBH) %50 oranında ortaktır.

<sup>43</sup> Ancak davranış kalıpları dikkate alınarak başlangıçta bireysel yatırımcıların fiziki sertifika talep etme hakkının korunması düşünülmüştür.

## 16. NORVEÇ

1986'da faaliyetlerine başlayan VPS ASA (*Norwegian Central Securities Depository*), DİBS'ler dahil tüm menkul kıymetler için Norveç'te tek merkezi takas ve saklama kuruluşudur.<sup>44</sup> Yatırım fonları hariç yerli finansal araçların VPS sisteminde tutulması zorunlu olup, tüm menkul kıymetler kaydileştirilmiştir. VPS sistemindeki hesaplara yapılan kayıtlar hak sahipliğine esas teşkil etmektedir.

VPC sisteminde müşteri varlıklarının ayrılması zorunlu tutulmuştur. Bunun için ayrı katılımcı hesabı açılarak yatırımcılara ait menkul kıymetler tek bir havuz hesabında izlenebileceği gibi, ayrı nihai yatırımcı hesapları da tanımlanması mümkündür. Bunun için yatırımcıların hesap temsilcisi (*account operator*) kullanması gerekmektedir. Yatırımcılar tarafından birden fazla hesap temsilcisi seçebileceği gibi, bir hesap için birden fazla hesap sahibi de olabilmektedir. Yatırımcılar ancak hesap temsilcisi yoluyla hesaplarını kullanabilme hakkına sahiptir. Hesaptaki tüm değişiklikler en geç 3 gün içinde VPC tarafından yatırımcılara bildirilmektedir. Bu yükümlülük kanun gereği VPC tarafından hesap temsilcilerine devredilememektedir. VPC veya hesap temsilcilerinin yatırımcılara portföyleri hakkında yıllık hesap özeti göndermeleri zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, yatırımcılar istedikleri zaman portföyleri ve kaydedilen işlemler hakkında bilgi edinebilmektedir.

## 17. POLONYA

DİBS'lerin ihracına ilişkin koşullar 1998 tarihli *Public Finance Act* ile düzenlenmiştir. Bu çerçevede, DİBS'ler Maliye Bakanlığı adına Polonya Merkez Bankası (*National Bank of Poland-NBP*) tarafından düzenlenen ihalelerle ihraç edilmekte olup, 1995'den bu yana fiziki sertifika çıkarılmamaktadır. Devlet tahvilleri Varşova Borsasında işlem görmekle birlikte, işlem maliyetleri düzenlenen piyasalarda yüksek olduğu için DİBS işlemlerinin %98'i tezgahüstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Hazine bonolarının takası ve kaydı NBP tarafından<sup>45</sup>, devlet tahvillerinin takası ve kaydı ise *National Depository for Securities (KDPW)*<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> 2003'te yürürlüğe giren bir kanunla, yetkilendirilmeleri halinde başka kuruluşların da VPC ile benzer hizmetler verebileceği öngörülmüştür.

<sup>45</sup> NBP, hazine bonolarının kaydı için *Register for Treasury Bills (CRBS)* isimli sistemi kullanmaktadır.

<sup>46</sup> KDPW, Varşova Borsasında ve CeTO SA (*Central Table of Offer*) isimli şirket tarafından işletilen OTC piyasada işlem gören menkul kıymetlerin takas ve saklamasını yapmaktadır.

tarafından yapılmaktadır. Her iki sistemde de katılımcı olan finansal kuruluşlar bazında izleme yapılmaktadır. NBP saklama hesaplarından ayrı olarak tüm hazine bonusu ihraçları için ayrı bir ihraççı hesabı tutmaktadır.

## **18. SİNGAPUR**

Finansal kuruluşların düzenlenmesi yanında banknot çıkarma yetkisi hariç merkez bankası olarak da faaliyet gösteren Singapur Para Otoritesi (*Monetary Authority of Singapur-MAS*), *Government Securities Act* çerçevesinde DİBS'lerin ihracını ve kaydını tutmakta olup işlettiği MEPS sistemi (*MASS Electronic Payment System*) yoluyla sertifikasız DİBS'lere yönelik takas hizmetleri de vermektedir. Nihai yatırımcıların haksahipliği katılımcı bankalar tarafından kendi saklama sistemlerinde izlenmektedir. *Central Depository (Pte) Ltd* ise diğer menkul kıymetlere yönelik takas ve merkezi saklama hizmeti vermektedir. DİBS'ler Singapur Borsasına kote olmayıp, sadece OTC piyasalarda işlem görmektedir.

## **19. TAYLAND**

Tayland Merkez Bankası (*Bank of Thailand-BOT*) DİBS'lerin ihraç, takas ve saklama işlemlerini yapmaktadır. DİBS'ler OTC piyasalarda işlem görmektedir. Tayland Borsasının sahip olduğu *Thailand Securities and Depository Company Limited* (TSD) ise Tayland Borsasında işlem gören menkul kıymetlerin takas ve saklamasını yapmaktadır. Fiziki sertifikaya bağlanan DİBS'ler için *Book-Registry System (accounts)*, hareketsizleştirilen DİBS'ler için ise *Book-Entry System (accounts)* olmak üzere iki tür kayıt (ve hesap) sistemi kullanılmakta olup, kayıtlar nihai yatırımcılar bazında tutulmaktadır. İtfa ve faiz ödemeleri de BOT tarafından yapılmaktadır. Fiziki sertifika kullanımının bırakılması için bunlarla ilgili saklama hizmetleri daha yüksek fiyatlandırılmaktadır.

## **20. YENİ ZELANDA**

1989 tarihli *Public Securities Act* uyarınca DİBS'lerin ihracı Hazinesinin bünyesinde bir birim olan Borç Yönetim Ofisi (NZDMO) tarafından Yeni Zelanda Merkez Bankası (*Reserve Bank of New Zealand-RBNZ*) aracılığıyla yapılmaktadır. Ayrıca, RBNZ'nin kayıt kuruluşu olma ve ödemelere aracılık rolü bulunmaktadır. DİBS işlemlerinin büyük kısmı RBNZ'nin sahip olduğu Austraclear NZ sistemi çerçevesinde işletilen toptancı bir piyasada gerçekleşmektedir. Ayrıca, devlet

tahvilleri Yeni Zelanda Borsasına kote edilmiştir. DİBS'lerin takasını borsadaki işlemler dışında Austraclear sistemi yapmakta<sup>47</sup>, ancak takas için DİBS'lerin RBNZ'nin sahip olduğu Yeni Zelanda Merkezi Saklama Kuruluşunda (*New Zealand Central Securities Depository- NZCSD*) tutuluyor olması gerekmektedir. Bunun için DİBS'ler NZCSD dışında tutuluyorsa önce buraya depo edilmekte, yatırımcılar isterlerse aldıkları DİBS'leri buradan borç yönetimi amacıyla tutulan kayıt sistemine aktarabilmektedir.

NZCSD'de katılımcıların yatırımcı varlıklarını ayrı olarak izlemeleri mümkün olup, bu ayırım ayrı katılımcı hesapları, katılımcı hesabı altında alt-hesap açılması veya nihai yatırımcılar için ayrı hesap açılması şeklinde olabilmektedir. NZCSD'de tüm menkul kıymetler kaydileştirilmiş formda izlenmekte olup, DİBS stoğunun %95'i burada tutulmaktadır. Bu kısım RBNZ sisteminde NZCSD'ye ismine kayıtlı görülmektedir.

## 21. YUNANİSTAN

Yunanistan'da iki merkezi takas ve saklama kuruluşu bulunmaktadır. Atina Borsası Merkezi Saklama Kuruluşu (*Athens Central Securities Depository SA-HCSD*) hisse senetleri ve özel kesim borçlanma senetleri için hizmet verirken, Yunanistan Merkez Bankasının (BOG) işlettiği BOGS sistemi DİBS'ler için takas ve saklama yapmaktadır. Bu sistemde kaydileştirilmiş menkul kıymetler tutulmakta olup, sadece DİBS'lere yönelik hizmet verilmektedir.

BOG aynı zamanda DİBS'lerin elektronik ortamda alınıp satıldığı bir organize piyasa olan HDAT'yı<sup>48</sup> işletmektedir. DİBS'ler EuroMTS ve Atina Borsasında da işlem görmektedir.

BOGS sisteminin katılımcıları BOG ve Maliye Bakanlığı yanında HCSD, Atina Borsası üyeleri, diğer finansal kuruluşlar, uluslararası merkezi saklama kuruluşları şeklindedir. BOGS sisteminde katılımcılardan takas ücreti ve Hazine'den komisyon ücreti alınmaktadır.

Nihai yatırımcılar ancak katılımcılar nezdinde hesap tutmakta olup, katılımcılar diğer katılımcıların müşterisi olarak menkul kıymet hesabı sahibi olamamaktadır. Müşterilerin hesapları katılımcıların kendi hesaplarında tuttukları

---

<sup>47</sup> Borsadaki işlemlerin takasını borsanın işlettiği FASTER sistemi yapmaktadır.

<sup>48</sup> Kanunla kurulmuş olup 1998 yılında faaliyete geçmiştir. 1999'da repo işlemleri yapılmaya başlanmıştır. Piyasada birinci el piyasa işlemleri de yapılmaktadır.

menkul kıymetlerden ayrılmış olup, sistemde katılımcılar kendi yatırımları için açtıkları hesaplar ve müşterilerinin varlıklarının toplandığı havuz hesabı olmak üzere iki ayrı menkul kıymet hesabı tutmaktadır. Ancak BOG'un önceden onaylaması kaydıyla katılımcılar bazı müşterileri için alt-hesaplar açabilmektedir. Özel nitelikteki bu hesaplar sadece kurumsal müşteriler ve genellikle yabancı olanlar içindir. Kanunla katılımcıların sistemde tuttıkları müşteri hesaplarının cebri icraya konu olmaması öngörülmüştür. İhraç, itfa ve faiz ödemeleri işlemleri için BOG'un HERMES sistemi kullanılmaktadır. Teminat olarak tutulan DİBS'lerin itfa ve faiz ödemeleri özel bir hesapta bloke edilmektedir.

Atina Borsasında gerçekleştirilen DİBS işlemlerinin nihai takasının yapılabilmesi için HCSD de BOGS sisteminde hesap sahibidir. HCSD'nin kullandığı saklama sisteminde nihai yatırımcıların menkul kıymetleri havuz hesabı yerine kural olarak nihai müşteri detayında tutulmakta ve yatırımcılara periyodik olarak bakiye bilgileri gönderilmesi gibi çeşitli hizmetler verilebilmektedir.

### EK/3: Ülkemizde İkinci El DİBS İşlemleri (2003)

<i>İşlem Türü</i>	<i>Piyasa Türü</i>	
	<b>İMKB</b>	<b>Borsa Dışı</b>
<b><i>Kesin Alım Satım</i></b>		
Trilyon TL	213.098	149.341
Milyar ABD \$	144.422	100.443
<b><i>Repo-Ters Repo</i></b>		
Trilyon TL	1.040.533	378.420
Milyar ABD \$	701.545	253.972
<b>Toplam</b>		
Trilyon TL	1.253.631	527.761
Milyar ABD \$	845.967	354.415
%	70,5	29,5

Kaynak: İMKB

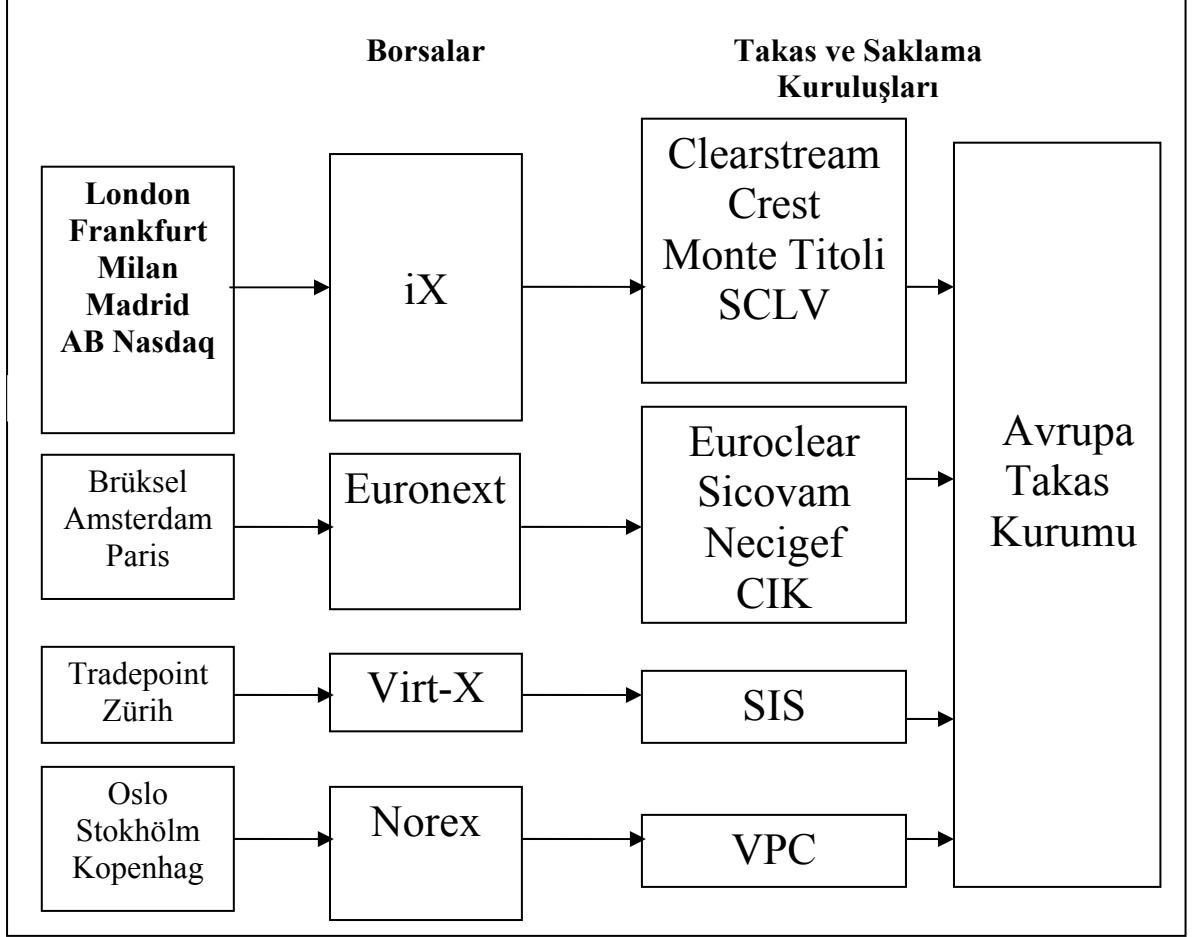
**EK/4: Bazı Ülkelerde İç Borçlanma Piyasalarının İhraççı Bazında Dağılımı  
(Eylül 2003, Milyar ABD \$)**

Ülke	Finansal Kuruluşlar	Şirketler	Kamu	Kamunun Payı %	Ülke Toplamı
ABD	10116,4	2512	4894,6	27,9	17523
Almanya	917,9	93,3	922,1	47,7	1933,3
Arjantin	3,1	8,7	6,1	34,1	17,9
Avustralya	109,6	77,6	80,5	30,1	267,7
Avusturya	81	4,5	125,8	59,5	211,3
Belçika	88,4	28,3	295,2	71,7	411,9
Brezilya	52,1	2,2	234,9	81,2	289,2
Çek Cum.	4	3,6	42,8	84,9	50,4
Çin	224,5	12,2	243	50,7	479,7
Danimarka	221,1	18,2	104,4	30,4	343,7
Finlandiya	27,2	10,5	61,4	62,0	99,1
Fransa	568	221,1	954,5	54,7	1743,6
Güney Afrika	12,4	5,1	55,7	76,1	73,2
Güney Kore	158,3	160,5	113,3	26,2	432,1
Hindistan	0,7	1,6	190,2	98,8	192,5
Hollanda	244,8	61,1	237,5	43,7	543,4
Hong Kong	25,5	4,6	15,5	34,0	45,6
İngiltere	362,9	338,6	466,3	39,9	1167,8
İrlanda	0	29	32	52,5	61
İspanya	113,6	94,3	369,1	64,0	577
İsveç	105,5	23,7	127,8	49,7	257
İsviçre	95	27,5	89,7	42,3	212,2
İtalya	489,2	154,6	1298	66,8	1941,8
Japonya	1173,8	737	5804	75,2	7714,8
Kanada	97,2	84,2	486,4	72,8	667,8
Macaristan	0,5	1,1	35,3	95,7	36,9
Malezya	11,8	42,4	38,3	41,4	92,5
Meksika	3,8	15,9	130,2	86,9	149,9
Norveç	43,2	6,8	41,2	45,2	91,2
Polonya	0	0	60,5	100,0	60,5
Portekiz	24,9	15,9	68,4	62,6	109,2
Singapur	18	2,5	35,8	63,6	56,3
Tayland	15,4	7,8	31,6	57,7	54,8
Türkiye	0	0	129,7	100,0	129,7
Yunanistan	0,7	0	155,5	99,6	156,2
<b>TOPLAM</b>	<b>15451,3</b>	<b>4879,3</b>	<b>18135</b>	<b>60,8*</b>	<b>38465,6</b>

\* Kamunun Paylarının Ortalaması

Kaynak :BIS Quarterly Review, March 2004

**EK/5: Avrupa’da Borsalar ile Takas ve Saklama Kuruluşları Arasında Konsolidasyon Projeleri**



Kaynak: (Akamatsu.2003)

**EK/6: Ülkemizde Yıllar İtibariyle DİBS’lerin Toplam Menkul Kıymet Stoğu İçindeki Payı**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ	31.1	34.2	38.9	43.9	31.0	29.3	18.0	19.7	13.4	13.3	13.9	14.0	15.7	7.9
KAMU KESİMİ MENKUL KIYMETLERİ	68.9	65.8	61.1	56.1	69.0	70.7	82.0	80.3	86.6	86.7	86.1	86.0	84.3	92.1
Devlet Tahvili	40.0	46.1	45.3	31.0	44.2	49.6	31.9	34.2	38.0	50.8	42.2	72.6	78.7	76.6
Hazine Bonosu	20.8	15.0	13.2	22.9	21.6	16.9	41.7	42.1	46.4	33.8	42.7	11.9	4.7	15.0
Diğer	8.1	4.6	2.7	2.2	3.2	4.2	8.4	2.3	0.6	2.1	1.3	1.4	0.9	0.5

Kaynak: (Aydın.2002:9)



## EK/7: Ülkemizde Yıllar İtibariyle Kamu İç Borçlanmasının Alıcılara Göre Dağılımı

(Milyar TL)

	BANKALAR		RESMİ KURUMLAR		ÖZEL SEKTÖR		TASARRUF SAHİPLERİ		TOPLAM	%
	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%
<b>1987</b>	<b>4 660.9</b>	<b>77.7</b>	<b>1 087.5</b>	<b>18.1</b>	<b>241.6</b>	<b>4.0</b>	<b>9.9</b>	<b>0.2</b>	<b>5 999.9</b>	<b>100.0</b>
BONO	3 015.7	76.3	761.6	19.3	172.7	4.4	4.5	0.1	3 954.5	65.9
TAHVİL	1 645.2	80.4	325.9	15.9	68.9	3.4	5.4	0.3	2 045.4	34.1
<b>1988</b>	<b>8 083.7</b>	<b>90.5</b>	<b>594.3</b>	<b>6.7</b>	<b>248.9</b>	<b>2.8</b>	<b>4.2</b>	<b>0.0</b>	<b>8 931.1</b>	<b>100.0</b>
BONO	4 686.1	91.6	286.9	5.6	138.7	2.7	3.2	0.1	5 114.9	57.3
TAHVİL	3 397.6	89.0	307.4	8.1	110.2	2.9	1.0	0.0	3 816.2	42.7
<b>1989</b>	<b>14 990.2</b>	<b>90.2</b>	<b>1 065.8</b>	<b>6.4</b>	<b>561.7</b>	<b>3.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>16 617.7</b>	<b>100.0</b>
BONO	6 779.3	88.8	538.6	7.1	316.4	4.1	0.0	0.0	7 634.3	45.9
TAHVİL	8 210.9	91.4	527.2	5.9	245.3	2.7	0.0	0.0	8 983.4	54.1
<b>1990</b>	<b>17 963.1</b>	<b>85.9</b>	<b>2 699.6</b>	<b>12.9</b>	<b>238.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>20 901.1</b>	<b>100.0</b>
BONO	7 877.3	93.3	435.2	5.2	130.2	1.5	0.0	0.0	8 442.7	40.4
TAHVİL	10 085.8	81.0	2 264.4	18.2	108.2	0.9	0.0	0.0	12 458.4	59.6
<b>1991</b>	<b>42 469.9</b>	<b>92.8</b>	<b>1 450.7</b>	<b>3.2</b>	<b>1 866.6</b>	<b>4.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>45 787.2</b>	<b>100.0</b>
BONO	31 400.1	91.6	1 207.6	3.5	1 669.5	4.9	0.0	0.0	34 277.2	74.9
TAHVİL	11 069.8	96.2	243.1	2.1	197.1	1.7	0.0	0.0	11 510.0	25.1
<b>1992</b>	<b>118 340.8</b>	<b>79.1</b>	<b>20 928.7</b>	<b>14.0</b>	<b>5 942.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4 476.8</b>	<b>3.0</b>	<b>149 688.8</b>	<b>100.0</b>
BONO	65 487.5	86.3	1 041.6	1.4	5 006.7	6.6	4 390.1	5.8	75 925.9	50.7
TAHVİL	52 853.3	71.7	19 887.1	27.0	935.8	1.3	86.7	0.1	73 762.9	49.3
<b>1993</b>	<b>256 917.7</b>	<b>77.8</b>	<b>20 021.1</b>	<b>6.1</b>	<b>8 884.6</b>	<b>2.7</b>	<b>44 209.9</b>	<b>13.4</b>	<b>330 033.2</b>	<b>100.0</b>
BONO	129 266.4	72.2	1 500.8	0.8	5 438.7	3.0	42 944.8	24.0	179 150.8	54.3
TAHVİL	127 651.3	84.6	18 520.3	12.3	3 445.9	2.3	1 265.1	0.8	150 882.5	45.7
<b>1994</b>	<b>601 452.7</b>	<b>71.5</b>	<b>82 544.2</b>	<b>9.8</b>	<b>22 446.2</b>	<b>2.7</b>	<b>134 956.9</b>	<b>16.0</b>	<b>841 400.0</b>	<b>100.0</b>
BONO	437 583.4	68.5	44 535.0	7.0	21 949.5	3.4	134 610.4	21.1	638 678.3	75.9
TAHVİL	163 869.3	80.8	38 009.2	18.7	496.7	0.2	346.5	0.2	202 721.7	24.1
<b>1995</b>	<b>1 359 560.1</b>	<b>81.6</b>	<b>147 386.9</b>	<b>8.8</b>	<b>59 168.0</b>	<b>3.6</b>	<b>99 388.5</b>	<b>6.0</b>	<b>1 665 503.4</b>	<b>100.0</b>
BONO	1 066 381.2	82.1	83 330.4	6.4	49 530.0	3.8	99 388.5	7.7	1 298 630.0	78.0
TAHVİL	293 178.9	79.9	64 056.5	17.5	9 638.0	2.6	0.0	0.0	366 873.4	22.0
<b>1996</b>	<b>3 902 227.2</b>	<b>84.4</b>	<b>458 464.2</b>	<b>9.9</b>	<b>132 032.4</b>	<b>2.9</b>	<b>132 696.7</b>	<b>2.9</b>	<b>4 625 420.5</b>	<b>100.0</b>
BONO	2 871 851.9	82.9	330 983.2	9.6	128 949.5	3.7	132 667.5	3.8	3 464 452.0	74.9
TAHVİL	1 030 375.3	88.8	127 481.0	11.0	3 082.9	0.3	29.3	0.0	1 160 968.5	25.1
<b>1997</b>	<b>5 599 994.0</b>	<b>89.5</b>	<b>450 095.0</b>	<b>7.2</b>	<b>205 819.0</b>	<b>3.3</b>	<b>4 054.0</b>	<b>0.1</b>	<b>6 259 961.0</b>	<b>100.0</b>
BONO	2 668 158.0	86.3	266 240.0	8.7	136 135.0	4.4	3 867.0	0.1	3 074 400.0	49.1
TAHVİL	2 931 836.0	92.0	183 855.0	5.8	69 683.0	2.2	187.0	0.0	3 185 561.0	50.9
<b>1998</b>	<b>12 377 480.0</b>	<b>86.8</b>	<b>1 142 759.0</b>	<b>8.0</b>	<b>554 368.0</b>	<b>3.9</b>	<b>179 717.0</b>	<b>1.3</b>	<b>14 254 323.0</b>	<b>100.0</b>
BONO	8 311 407.0	87.1	781 438.0	8.2	451 605.0	4.7	1 810.0	0.0	9 546 260.0	67.0
TAHVİL	4 066 073.0	86.4	361 321.0	7.7	102 762.0	2.2	177 907.0	3.8	4 708 063.0	33.0
<b>1999(*)</b>	<b>22 945 201.0</b>	<b>85.3</b>	<b>3 013 707.0</b>	<b>11.2</b>	<b>566 201.0</b>	<b>2.1</b>	<b>361 297.0</b>	<b>1.3</b>	<b>26 886 405.0</b>	<b>100.0</b>
BONO	6 219 141.0	90.7	364 971.0	5.3	214 569.0	3.1	59 955.0	0.9	6 858 636.0	25.5
TAHVİL	16 726 060.0	83.5	2 648 736.0	13.2	351 632.0	1.8	301 342.0	1.5	20 027 769.0	74.5
<b>2000</b>	<b>24 636 819.0</b>	<b>75.9</b>	<b>6 593 038.5</b>	<b>20.3</b>	<b>1 238 449.5</b>	<b>3.8</b>	<b>237.7</b>	<b>0.0</b>	<b>32 468 544.7</b>	<b>100.0</b>
BONO	5 043 857.7	20.5	241 900.0	3.7	496 817.4	40.1	108.1	0.0	5 782 683.4	17.8
TAHVİL	19 592 961.3	79.5	6 351 138.5	96.3	741 632.1	59.9	129.6	0.0	26 685 861.3	82.2
<b>2001</b>	<b>156 110 743.0</b>	<b>74.5</b>	<b>46 403 176.7</b>	<b>22.1</b>	<b>3 076 244.1</b>	<b>1.5</b>	<b>4 023 070.9</b>	<b>1.9</b>	<b>209 613 234.5</b>	<b>100.0</b>
BONO	32 645 754.2	20.9	6 438 148.0	13.9	2 903 710.1	6.4	3 442 286.7	7.6	45 429 899.0	21.7
TAHVİL	123 464 988.8	79.1	39 965 028.8	86.1	172 534.0	0.1	580 784.1	0.4	164 183 335.6	78.3

Kaynak: (Aydın.2002:7)