СТРАТЕГИЯ

за организация на първично предлагане на държавни ценни книжа, насочени към индивидуални инвеститори, в Република България

1. Основна цел, очаквани ефекти

Настоящата стратегия има за основна цел постигането на ефективно и директно първично пласиране на държавни ценни книжа сред българските граждани, при което достъпът, разходите и правилата за записване са съизмерими с профила на непрофесионалния инвеститор и създават условия за регулярно, предвидимо и мащабируемо участие. В този контекст се поставя цел за постепенно увеличаване на дела на държавния дълг, пласиран към граждани, като конкретният количествен ориентир и хоризонт следва да бъдат определени след оценка на фискалните ограничения, оперативния капацитет и цикличността на търсенето.

Ключов елемент на модела е, че при първичното записване от индивидуални инвеститори не се предвиждат такси и комисиони за инвеститорите, като разходите по организацията на пласирането се поемат от емитента в рамките на цената на финансирането.

2. Очаквани ефекти от реализиране на стратегията

Очакваните ефекти от стратегията следва да се разглеждат като пряко следствие от промяна в архитектурата на достъпа и в разходната и информационната среда на пазара. При намаляване на посредническите бариери, стандартизиране на процедурите и осигуряване на по-предвидим изход от инвестицията, латентното търсене от страна на физическите лица може да се трансформира в устойчиво участие, което едновременно подобрява нетната възвръщаемост за крайния инвеститор и увеличава функционалността на пазара на ДЦК във вътрешен план. В този смисъл очакваните ефекти могат да бъдат обобщени, както следва:

2.1. Създаване на достъпна и надеждна инвестиционна алтернатива на депозитите

ДЦК предоставят инструмент с минимизиран кредитен риск за крайния инвеститор, тъй като задължението е на държавата като емитент. При модел на първично записване без такси и комисиони за инвеститора, нетната доходност до падеж се определя в доминираща степен от параметрите на емисията и остава ясно измерима и съпоставима с депозитните продукти. Това намалява неопределеността при оценка на възвръщаемостта и повишава вероятността домакинствата да пренасочат част от спестяванията си към ДЦК при рационална преценка на алтернативните възможности.

2.2. Разширяване на набора от нискорискови вътрешни финансови инструменти

Широкият и достъпен ритейл-сегмент на ДЦК намалява зависимостта на домакинствата от ограничен набор продукти и увеличава конкуренцията за спестяванията.

Това създава натиск за по-добри условия и по-ефективно ценообразуване на финансовото посредничество, включително чрез по-ясно разграничаване между риск, ликвидност и възвръщаемост при различните алтернативи.

2.3. Повишаване на прозрачността и предвидимостта на условията за участие

Стандартизираните процедури и публично оповестените условия ограничават информационната асиметрия и повишават предвидимостта на участието. При липса на такси и комисиони за инвеститора при първично записване, отпада основен източник на ерозия на доходността и се елиминира рискът инвестицията да бъде икономически нецелесъобразна поради фиксирани разходи при малки суми. Прозрачността следва да се разшири и към последващото обслужване и вторичните операции чрез ясни, сравними и предварително известни тарифи, така че инвеститорът да може да оценява нетната възвръщаемост във всички релевантни сценарии на държане или продажба преди падеж.

2.4. Диверсификация на инвеститорската база и ограничаване на рисковете от концентрация

Разширяването на участието на физически лица разпределя държавния дълг между по-широк кръг инвеститори и ограничава концентрацията при професионални участници, което е релевантно за устойчивостта на финансирането при променлива пазарна конюнктура. По-разнообразната база повишава устойчивостта на вътрешното търсене и намалява чувствителността на пласмента към поведението на ограничен брой големи участници.

2.5. Създаване на предпоставки за по-функционален вторичен пазар

Ритейл-участието има потенциал да увеличи броя на сделките и да подпомогне формирането на по-референтни пазарни цени, особено при наличие на задължителни котировки от страна на маркет-мейкъри. По-високата ликвидност и по-голямата честота на покупко-продажби повишават предвидимостта на изхода от инвестицията и намаляват ликвидната премия, която инвеститорът би изисквал при несигурна възможност за продажба преди падеж.

2.6. Подкрепа за повишаване на финансовата грамотност и инвестиционни навици

Регулярното, предвидимо предлагане и последователната публична комуникация превръщат ДЦК в разпознаваем инструмент, който може да служи като „входна точка“ към капиталовите пазари за домакинствата. Това създава условия за натрупване на опит и по-добро разбиране на базови понятия като доходност, матуритет, цена и риск, което в средносрочен план разширява потенциалната инвеститорска база и стабилизира търсенето.

3. Исторически обзор на предлагането на ДЦК за граждани. Основни изводи.

Развитието на сегмента за индивидуални инвеститори показва отчетлива зависимост между организационния модел на достъп и реализирането на търсене от страна на домакинствата. Периодите, в които е наличен пряк и опростен канал за придобиване при

стандартизирано обслужване, са свързани с по-осезаемо участие, докато при опосредстван достъп чрез механизми, проектирани предимно за професионални участници, участието се проявява като ограничено и епизодично.

Пазарът на ДЦК разполага с необходимата инфраструктура за емитиране, регистрация, сетълмент и търговия, като нормативната рамка допуска участие на различни типове инвеститори. Практическата организация на достъпа за индивидуалните инвеститори обаче остава доминиращо посредническа и ориентирана към професионалните стандарти на междубанковия и институционалния пазар.

Към настоящия момент при пласментът и търговията централна роля имат банките първични дилъри на ДЦК, които разполагат с техническа инфраструктура, експертиза и кадрови капацитет. Избраните за 2025 г. първични дилъри разполагат с приблизително 1400 точки за продажба. Въпреки широкото териториално покритие, практиката показва, че значителна част от първичните дилъри не осигуряват ефективно и самостоятелно обслужване на процеса по придобиване и последваща търговия на ниво клон, което налага комуникация с централни звена. Това увеличава времевите и административните разходи и създава допълнителна несигурност за инвеститора по отношение на сроковете и процедурите.

Достъпът до първично предлагане е структурно ограничен от модела на участие в аукционите, които се организират при условия, зададени от Министерството на финансите, и се провеждат от Българската народна банка. В тези аукциони участват първичните дилъри от свое име и за сметка на клиенти. Индивидуалните инвеститори могат да подават състезателни и несъстезателни поръчки чрез избран първичен дилър. Макар минималните номинални прагове за участие да са ниски, решаващият фактор за достъпност се формира от разходите и от степента на стандартизация на посредническото обслужване.

Съществена бариера пред индивидуалните инвеститори е разходната структура на посредничеството и недостатъчната тарифна прозрачност. Наблюдават се практики на ценообразуване по договаряне, които затрудняват сравнимостта между посредници и увеличават информационната асиметрия. Кумулативно влияние върху крайната доходност оказват такси за участие в аукцион, такси при изплащане на падеж, такси за съхранение и поддръжка на регистър, такси за издаване на сертификат за собственост и такси за приемане на поръчка. При по-малки суми минималните и фиксирани компоненти повишават ефективния праг за участие и редуцират нетната доходност до падеж в степен, която може да постави под съмнение икономическия смисъл на инвестирането в ДЦК като ритейл продукт.

На вторичния пазар ограниченията са още по-видими в частта за ликвидност и предвидимост на изхода от инвестицията. Структурата на вторичния пазар през периода 01.01.2020 г. – 30.11.2025 г. е доминирана от репо-сделки (94% от общия обем), докато същинските покупко-продажби представляват много малка част. Това характеризира вторичен пазар, използван предимно за краткосрочно финансиране между професионални участници, а не като дълбок и конкурентен пазар за прехвърляне на собственост, достъпен за физически лица. При такава конфигурация възможността за продажба преди падеж при справедлива цена и предвидими условия е ограничена, включително поради риск от ценови

отстъпки, по-широки спредове и ограничена наличност на насрещни котировки при дребни обеми.

Наблюдаемият профил на участие на физическите лица показва повишение на интереса в отделни години, включително след пандемията, но без устойчивост във времето. Това поведение е съвместимо с цикличност и конюнктурност на търсенето при отсъствие на нискоразходен, предвидим и ликвиден достъп.

От изложеното следва, че съществуващата рамка осигурява формална възможност за участие, но не формира достатъчно благоприятна пазарна среда за развитие на мащабен сегмент за индивидуални инвеститори. Достъпността се определя не от минималния номинал, а от съвкупния профил на посредническа зависимост, разходна структура, прозрачност на условията и функционална вторична ликвидност.

4. Основни принципи за постигане на целите.

Следните принципи, върху които следва да бъде изграден моделът, дефинират необходимите условия, при които пазарът на ДЦК за индивидуални инвеститори може да се развива устойчиво и мащабируемо. Те отразяват ключовите детерминанти на ритейл-участието – нетна възвръщаемост след разходи, оперативна простота, информационна яснота и предвидимост на ликвидността – и служат като критерии за оценка на всяка предложена мярка или организационно решение.

4.1. Атрактивност

ДЦК следва да бъдат позиционирани като стандартен нискорисков инструмент за спестяване и инвестиране, при който нетната доходност до падеж е ясно измерима и конкурентна спрямо релевантните алтернативи. Продуктовите параметри (матуритет, купон/доходност, начин на придобиване и обслужване) следва да бъдат представени в ясен, сравним и устойчив формат, който позволява на непрофесионалния инвеститор да оценява възвръщаемостта и риска без значителна информационна асиметрия.

4.2. Достъпност

Достъпът следва да бъде организиран мултиканално, като се осигури електронно заявяване и управление на инвестицията при опростени и стандартизирани процедури, допълнени от широка посредническа мрежа. При всички канали е необходимо прилагане на унифицирани стандарти на обслужване, включително по отношение на срокове, документооборот, клиентска поддръжка и предоставяне на информация, така че географското местоположение и вътрешната организация на отделни посредници да не определят фактическата възможност за участие.

4.3. Разходна ефективност

Разходите за участие следва да бъдат структурирани така, че първичното записване за индивидуалния инвеститор да се извършва без такси и комисиони. За последващото обслужване и операции следва да се прилагат предвидими, публично оповестени и сравними

тарифи, с минимизиране на фиксираните такси и минималните стойности, които повишават ефективния праг за участие и редуцират нетната доходност при по-малки обеми.

4.4. Ликвидност и предвидим изход

Следва да се осигури практическа възможност за изход от инвестицията преди падеж при прозрачни правила и условия, които минимизират риска от принудителна продажба на неблагоприятна цена. Това изисква механизми за подкрепа на вторичната ликвидност, включително чрез стимули и задължения за котиране от страна на маркет-мейкъри.

4.5. Финансова грамотност и доверие

Следва да се провежда последователна публична комуникация и образователни дейности, насочени към намаляване на информационните бариери, повишаване на разбирането за характеристиките на ДЦК и утвърждаване на доверие в правилата и инфраструктурата на пазара. Комуникацията следва да е регулярна, стандартизирана и ориентирана към практическите решения на инвеститора – нетна доходност, разходи, рискове, ликвидност и процедури – с цел формиране на устойчиви инвестиционни навици. Необходимо е да се извърши сериозна и фокусирана маркетингова и разяснителна кампания с цел информиране на обществото за тази конкретна възможност за инвестиция в ДЦК. В кампанията е важно да се включат колкото се може повече институции и организации, както и да се проведе през множество информационни канали.

5. Практически условия за постигане на целите

Практическите условия по-долу конкретизират принципите по т. 4 чрез мерки, които пряко адресират ограниченията на настоящия модел: зависимост от посредници, неоднородно обслужване, непрозрачни и кумулативни разходи и недостатъчна вторична ликвидност. В основата на предложената организация стои премахването на разходите за инвеститора при първичното записване, което понижава ефективния праг за участие и позволява реалното активиране на ритейл-търсенето при малки обеми. Останалите условия целят да обезпечат стандартизация на процесите и предвидима вторична среда, в която нетната възвръщаемост да не се компрометира от последващи фиксирани разходи и ограничена ликвидност.

5.1. Министерството на финансите да емитира подходящи и атрактивни ДЦК, включително инструменти с по-къс матуритет, както и инструменти с по-дълъг матуритет.

Кратките матуритети създават продуктова близост до депозитите и ограничават чувствителността на непрофесионалния инвеститор към ценови колебания, като по този начин понижават бариерата за първо участие. По-дългите матуритети подпомагат устойчивото бюджетно финансиране и удължават матуритетната структура, като разширяват възможностите за портфейлно разпределение на спестяванията. Практическата приложимост изисква предлагането да бъде регулярно и предвидимо, за да се формира устойчив модел на участие, а не конюнктурни пикове.

5.2. Пласментът на ДЦК да бъде организиран като пряк и операционно опростен процес чрез електронна платформа.

Електронният канал редуцира административната тежест, скъсява процеса по подаване и потвърждение на поръчки и минимизира зависимостта от нееднородни практики по клоновата мрежа на посредниците. Стандартизираното заявяване, предвидимите срокове и единните правила за обслужване позволяват на инвеститора да оценява реалната нетна доходност при известни разходи и процедури, което пряко адресира проблема с „ефективния“ (а не номиналния) праг за участие. Платформата следва да реализира първичното записване без такси и комисиони за индивидуалния инвеститор, като по този начин се елиминира основният разходен фактор, който при посреднически модели повишава ефективния праг за участие и ерозира доходността при малки суми.

5.3. Оперативното управление на платформата да бъде възложено на държавен системен оператор от името на Министерството на финансите.

Единен оператор позволява унифициране на процесите, контрол върху качеството на обслужване и въвеждане на измерими показатели за ефективност (срокове за обработка, прозрачност на разходи, откази/грешки, клиентска поддръжка). Това намалява риска достъпът да зависи от индивидуални търговски решения на посредници и създава институционална предвидимост, която е ключова за доверие при непрофесионални инвеститори.

5.4. Да се използват съществуващите инфраструктури за регистрация, сетълмент и плащания на лихви и главници, при оптимизирани процедури за индивидуални инвеститори.

Опората върху наличната инфраструктура ограничава инвестициите в паралелни системи и съкращава времето за внедряване, като едновременно позволява фокус върху процеси като опростяване на регистрацията, автоматизация на известията и минимизиране на документооборота. Практическият ефект е намаляване на непреки разходи (време, посещения, допълнителни заверки) и по-висока предвидимост на обслужването, което е съществено при малки инвестиционни суми.

5.5. Издаваните ДЦК, насочени към граждани, следва да бъдат структурирани като част от общия емисионен поток и да не се отличават по правен режим

Подобна интеграция редуцира сегментацията и позволява реално формиране на вторичен пазар, тъй като позициите на индивидуалните инвеститори могат да се срещат с професионалното търсене и предлагане при единни правила и единна ценова референция.

В тази рамка задълженията на банките и инвестиционни посредници – първични дилъри за котиране придобиват централно значение, тъй като ги позиционират като естествени маркетмейкъри за емисиите. При наличие на видими и изпълними котировки (с ясно дефинирани спредове и обеми) и при процедури за изпълнение, които не увеличават непропорционално разходите, вторичната ликвидност може да се осигурява преимуществено чрез пазарни механизми. Това позволява предвидимостта на изхода от инвестицията преди падеж да се подобри без Министерството на финансите да се ангажира със специални програми за обратно изкупуване като системен инструмент.

5.6. Да се осигури лесна и разходно ефективна регистрация и обслужване на притежанията, при публично сравними тарифи и редукция на фиксираните такси.

При положение че първичното записване е без такси и комисиони за инвеститора, критичният разходен елемент се измества към таксите по съхранение, поддръжка на сметки/регистри и разходите при последващи операции и продажба преди падеж. Практическият приоритет е въвеждане на публично оповестени, сравними и пропорционални тарифи, при които фиксираните компоненти и минималните стойности са сведени до минимум, така че инвестициите в по-малки обеми да останат икономически обосновани. Това е предпоставка нетната доходност да остане предвидима във времето и да се стимулира масовизация на сегмента, вместо концентрация в ограничен брой големи инвеститори

Заключение

Всичко изложено в стратегията, както и направените изводи, обосновават необходимостта да бъдат обследвани и реализирани възможности за обезпечаване на директен достъп до пазара на държавни ценни книжа от страна на непрофесионалните инвеститори, и в частност на физическите лица. Мотивите произтичат от спецификата на индивидуалния инвеститор, който инвестира предимно консервативно, разполага с ограничен опит на капиталовите пазари и е чувствителен към сложни процедури, непредвидими разходи и неясна ликвидност. При тези предпоставки държавата следва да провежда последователна политика за защита на интересите и спестяванията на този сегмент, при стриктно спазване на принципите на бюджетната дисциплина и устойчивото управление на държавния дълг.

В среда на ограничена пазарна ликвидност е необходимо да се изгради рамка, която да осигурява предвидимост на изхода от инвестицията преди падеж и адекватни форми на предоставяне на ликвидност, включително чрез механизми за обратно изкупуване или други инструменти, съвместими с общата организация на пазара. Дизайнът на подобна рамка предполага високо ниво на управление на ликвидността на публичните финанси както на ежедневна база, така и по отношение на приложимите разпоредби в законите за държавния бюджет и параметрите на държавния дълг. Това изисква непрекъснато наблюдение и съобразяване с лимитите по дълга, като първичното предлагане и евентуалните операции по предоставяне на ликвидност следва да се администрират в рамките на единен лимит и в режим на реално време, за да се гарантира стриктно спазване на бюджетните ограничения.

Определянето на целите и параметрите на програмите за индивидуални инвеститори следва да отчита необходимия баланс между инструменти с по-кратък матуритет, които могат да конкурират депозитите поради по-висока предвидимост и лесна оценка на доходността, и инструменти с по-дълъг матуритет, които подпомагат устойчивото бюджетно финансиране и удължаването на матуритетната структура на държавния дълг. Разнообразието на предлаганите ДЦК за индивидуални инвеститори следва да подкрепя формирането на инвестиционни навици и да има вторичен положителен ефект върху финансовата култура. При разработване на програми е необходимо обезпечаване на човешки и материални ресурси и планиране на съответния бюджет, като се отчита

цикличността на интереса и рискът от несъразмерни оперативни разходи при липса на мащабируем и разходно ефективен модел.

В средносрочен хоризонт засилването на участието на непрофесионалните инвеститори спрямо съществуващите алтернативи на вътрешния пазар зависи от целенасочена оптимизация на ключови фактори. На първо място, атрактивността на продукта следва да се осигури чрез конкурентна доходност, простота и яснота на параметрите, ниски минимални прагове и предвидими правила, които позволяват оценка на нетната възвръщаемост при ограничена информационна асиметрия. На второ място, необходимо е изграждане на мултиканална система за достъп и разпространение, включваща директни онлайн канали за първоначално придобиване и последващи операции, допълнени от широка мрежа от посредници при унифицирани стандарти, ефективно депозитарно обслужване и практически използваема вторична ликвидност. На трето място, повишаването на инвестиционната култура и финансовата грамотност следва да се подкрепи чрез комуникационни и образователни кампании, които ясно обясняват характеристиките на инструмента, разходите и рисковете и насърчават рационално управление на спестяванията.

В заключение, изложените аргументи водят до необходимост от разработване на конкретна концепция, която да предостави директна, достъпна и разходно ефективна инвестиционна алтернатива за индивидуалните инвеститори, при съвместимост с изискванията за управление на публичната ликвидност и ограниченията по държавния дълг.

Приложение № 1 - Концепция за предоставяне на възможност за закупуване на ДЦК от непрофесионални инвеститори