

Федоренко А.В.,

кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник,
провідний науковий співробітник
відділу фінансово-монетарного регулювання
ДУ "Інститут економіки та прогнозування
НАН України"

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ВИПУСКУ Й ОБІГУ ДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Розглянуто загальні засади випуску й обігу облігацій внутрішньої державної позики, призначених для розміщення коштів із накопичувальної пенсійної системи. Сформульовано основні вимоги до державних боргових цінних паперів. Проаналізовано досвід Російської Федерації щодо випуску державних пенсійних облігацій.

The author examines the general principles of issuance and circulation of the internal state loan bonds designed for allocating money from the accumulation pension system; formulates major demands to the state debt securities; and analyzes the experience of the Russian Federation concerning the issuance of state pension bonds.

Розв'язання проблем соціально-економічного розвитку й фінансування програм державного будівництва шляхом випуску й розміщення державних боргових цінних паперів має багатотисячолітню історію.

До розроблення теоретичних засад здійснення державних запозичень долучалося багато дослідників. Окремим проблемам державного боргу присвятили свої праці видатні економісти минулого: А. Сміт, Р. Барр, А. Вагнер, К. Дитцель, Дж.М. Кейнс, Дж. Лок, А. Лернер, Д. Рікардо та ін. Серед сучасних зарубіжних науковців, які зробили помітний вклад у розробку проблем випуску та обігу державних цінних паперів, потрібно відзначити М. Бейлі, М. Герсовіца, Дж. Ітона, Д. Коена, П. Кругмана, Дж. Сакса. Заслужують на увагу праці російських учених, таких як М. Алексєєв, Б. Альохін, М. Богачевський, Е. Брегель, Ю. Вавілов, Я. Міркін, В. Муратов та ін. Різні аспекти здійснення державних запозичень із використанням цінних паперів досліджували й українські фінансисти О. Барановський, О. Василик, Т. Вахненко, О. Гаврилюк, Т. Ковальчук, В. Козюк, С. Львовичкін, І. Луніна, О. Мозговий, С. Огородник, В. Суторміна, В. Федосов.

Однак у зв'язку з проведенням в Україні широкомасштабної пенсійної реформи, коли однорівнева солідарна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування поволі трансформується у трирівневу з використанням накопичувальної складової, питання випуску та обігу державних облігацій для розміщення страхових і пенсійних внесків набуває особливого значення. Ті умови, за яких дотепер відбувалися випуск і розміщення державних цінних паперів на національному ринку капіталу, не відповідають вимогам, що висувуються до таких

інструментів з боку накопичувальної системи обов'язкового пенсійного страхування й добровільного пенсійного забезпечення. Вирішення цього питання бачимо в напрямі випуску спеціальних державних пенсійних облігацій, дослідженню яких присвячено цю статтю¹.

Державні облігації як об'єкт інвестування коштів із накопичувальної пенсійної системи

Державні цінні папери в усьому світі є традиційним інструментом для розміщення й диверсифікації фінансових інвестицій, насамперед коштів із накопичувальної пенсійної системи.

Відповідно до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”² до державних цінних паперів належать державні облігації України та казначейські зобов'язання України. Оскільки казначейські зобов'язання розміщуються виключно серед фізичних осіб і не можуть набуватися юридичними особами (ст. 11 Закону), інтерес для недержавних пенсійних фондів (та інших інституційних інвесторів) становлять саме державні облігації України.

Державні облігації поділяються на облігації внутрішніх державних позик України, облігації зовнішніх державних позик України та цільові облігації внутрішніх державних позик України (ст. 10 Закону). Виходячи з характеристик державних облігацій, для розміщення пенсійних коштів найкраще підходять облігації внутрішніх державних позик України (*дали* — ОВДП). ОВДП розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов випуску. Емісія державних облігацій є частиною бюджетного процесу та регулюється Законом України про Державний бюджет України на відповідний рік, яким установлюються граничні розміри державного зовнішнього та внутрішнього боргу. Рішення про розміщення ОВДП та умови їх випуску приймається згідно з Бюджетним кодексом України³.

Розміщення державних облігацій України здійснюється в разі дотримання на кінець року граничних розмірів державного зовнішнього та внутрішнього боргу, передбачених Верховною Радою України в Законі про Державний бюджет України на відповідний рік. Умови розміщення й погашення ОВДП, не визначені умовами розміщення, встановлює Міністерство фінансів України відповідно до законодавства. За термінами обігу державні облігації України можуть бути:

¹ Статтю підготовлено на основі проекту Концептуальних засад випуску та обігу державних пенсійних облігацій, розроблених автором за дорученням Консультативно-методичної групи з питань недержавного пенсійного забезпечення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України та схвалених на засіданні групи 25 листопада 2008 року.

² Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. — <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

³ Бюджетний кодекс України від 21.06.2001 № 2542-III. — <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

- довгострокові — понад п'ять років;
- середньострокові — від одного до п'яти років;
- короткострокові — до одного року.

Для пенсійних фондів, що мають довгі горизонти інвестування, потенційно цікавими є середньо- й довгострокові ОВДП (*дали* — державні облигації). Однак на сьогодні вони не відповідають формальним вимогам, які висуваються до об'єктів інвестування з боку суб'єктів накопичувальної пенсійної системи, ні з погляду ліквідності, ні з погляду дохідності.

Як впливає з висновків Національного банку України, активність інвесторів на українському ринку державних цінних паперів упродовж останніх років є низькою. Уряд не вживає належних заходів для розвитку ринку державних цінних паперів як важливого елементу фінансового ринку й однієї з визначальних умов фінансової стабільності у країні. Випущені в обіг державні цінні папери сконцентровані переважно у невеликій кількості вкладників, а непривабливі умови їх первинного розміщення не сприяють залученню до інвестування в них широкого кола інвесторів, насамперед вітчизняних.

У докризовий період (до 2008 року) рівень дохідності за ОВДП становив близько 7—8 % річних, тоді як поточний показник інфляції протягом останніх двох передкризових років (2006 і 2007) перевищував 10 % річних. Тому основними покупцями таких цінних паперів на той час були банки, а також нерезиденти. Останніх влаштовував навіть такий “помірний” рівень дохідності, що був, утім, набагато вищим за той, на який вони могли розраховувати у своїх країнах (до 2 % річних), а також з огляду на наявність гарантій з боку уряду України і сталий обмінний курс гривні щодо долара США (5,05 грн за долар). Водночас зрозуміло, що в умовах високої інфляції такі ставки доходу за ОВДП не могли задовольняти недержавні пенсійні фонди (*дали* — НПФ). Тому до їхніх інвестиційних портфелів такі цінні папери практично не залучалися. Так, станом на 1 січня 2008 року цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом України, становили 1,3 % загальної вартості пенсійних активів НПФ, або 3595,5 тис. грн⁴. За умови продовження розміщення державних облигацій із низькою дохідністю цей інструмент і надалі не користуватиметься попитом з боку НПФ.

Із розгортанням світової фінансової кризи ситуація на ринку ОВДП докорінним чином змінилася. По-перше, знизився суверенний рейтинг України й відповідно зросли інвестиційні ризики інвесторів у боргові державні зобов'язання. Це змусило багатьох іноземних інвесторів переглянути свої інвестиційні стратегії щодо цінних паперів України. По-друге, внаслідок переходу НБУ до більш гнучкого курсоутворення на валютному ринку обмінний курс гривні щодо долара США спочатку відхилився весною 2008 року в бік зміцнення національної валюти

⁴ Розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення в Україні // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. — С. 10. — http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/Inform_NPF_2007.pdf.

(до 4,5—4,6 грн за долар), потім — восени цього ж року — хитнувся в напрямі її послаблення (до 8,5—9,5 грн за долар). Як наслідок, значно зросли і втілилися на практиці валютні ризики для нерезидентів, що зробило їх інвестиції в ОВДП не-ефективними. По-третє, відбулося звуження власних лімітів інвестування для іноземних інституційних інвесторів у фінансові інструменти країн із перехідною економікою через нестабільність на світових фінансових ринках. Унаслідок сукупної дії зазначених факторів зменшилися обсяги присутності іноземного капіталу на ринку державних цінних паперів. Так, на кінець 2008 року обсяг ОВДП, що перебував у власності нерезидентів, зменшився на 77,8 %, або на 1,6 млрд грн⁵.

Разом із тим високий рівень внутрішньої інфляції (22,3 % за 2008 рік), послаблення обмінного курсу гривні щодо долара США та інерційно низький рівень процентних ставок зробили ОВДП менш привабливими і для вітчизняних банків. Врешті-решт уряд був змушений переглянути процентну політику щодо ОВДП з метою наближення її формування до ринкових принципів.

У 2008 році відбулося 50 аукціонів із розміщення ОВДП із 212 запланованих, за результатами яких до державного бюджету було залучено 9,8 млрд грн, що у 2,7 рази більше, ніж у 2007 році. Однак ситуація на ринку ОВДП минулого року була неоднозначною, тому слід поділити його на декілька періодів, протягом яких змінювалися підходи до формування процентних ставок (рис.).



Джерело: Бюлетень Національного банку України. — 2009. — № 3 (192). — Бер. — С. 44.

Рис. Динаміка обсягів залучених коштів і рівня дохідності

1. У січні — липні 2008 року відбулося 12 аукціонів із розміщення ОВДП, за результатами яких до державного бюджету було залучено 0,6 млрд грн. Середньозважена дохідність за розміщеними ОВДП залишалася невисокою і становила

⁵ Бюлетень Національного банку України. — 2009. — № 3 (192). — Бер. — С. 45.

7,46 %, що значно нижче за інфляцію в річному обчисленні (липень 2008 року до липня 2007-го — 26,8 %). При цьому пропонувалися облігації з терміном обігу до трьох і чотирьох років.

2. У серпні — жовтні 2008 року спостерігалася активізація діяльності з розміщення ОВДП. За цей період було проведено 19 аукціонів. При цьому середньозважена дохідність у жовтні становила вже 15,64 % і збільшилася проти березня на 7,74 в. п. Було скорочено й терміни обігу ОВДП. Однак незважаючи на це, а також на підвищення рівня дохідності, державні цінні папери залишалися малопривабливими для інвесторів і попитом не користувалися.

3. У листопаді — грудні 2008 року відбулося ще 19 аукціонів, за результатами яких до державного бюджету було залучено 8,2 млрд грн, або 84,4 % суми залучень за 2008 рік. Розміщувалися коротко- й середньострокові ОВДП. Середньозважена дохідність становила 15,6 %.

Загальний обсяг ОВДП, які перебували в обігу, за сумою основного боргу наприкінці 2008 року становив 29,2 млрд грн і збільшився проти 2007-го у 3,2 раза, або на 20,0 млрд грн, що відбулося переважно за рахунок придбання ОВДП комерційними банками (втричі, або на 11,4 млрд грн), а також Національним банком України (на 8,5 млрд грн)⁶. Водночас на кінець цього періоду недержавними пенсійними фондами було розміщено в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом України, лише 21,84 млн грн пенсійних коштів, що становило 3,6 % загальної вартості пенсійних активів із 50 %, дозволених законодавством⁷. Ці показники свідчать, що незважаючи на істотне збільшення рівня дохідності за ОВДП, недержавні пенсійні фонди неохоче придбавають державні цінні папери як через низький рівень дохідності, так і непевні перспективи ліквідності.

Забезпечення інвестиційної привабливості державних облігацій для накопичувальної пенсійної системи: основні вимоги

Система недержавного пенсійного забезпечення (*далі* — НПЗ), насамперед недержавні пенсійні фонди, які з 2005 року активно розвиваються, потенційно спроможні інвестувати в цінні папери й інші активи значні фінансові ресурси за умови подальшого розгортання й поглиблення пенсійної реформи. Накопичувальна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування (другий рівень пенсійної системи), яку планується започаткувати у 2010—2011 роках⁸, також потребуватиме надійних фінансових інструментів для розміщення страхових внесків, причому в значно більших обсягах. За експертними розрахунками залежно від того, які контингенти застрахованих осіб будуть охоплені другим рівнем

⁶ Бюлетень Національного банку України. — 2009. — № 3 (192). — Бер. — С. 44.

⁷ Підсумки діяльності недержавних пенсійних фондів за 2008 рік // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. — С.5. — http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/pidsumky_NPF_2008.pdf.

⁸ Концепція подальшого проведення пенсійної реформи в Україні // Міністерство праці та соціальної політики України, 29.07.2008. — <http://www.mlsp.gov.ua/control/uk/publish/article>.

пенсійної системи та на яких фінансових засадах, вона спроможна акумулювати в річному вимірі від 1 млрд до 20—25 млрд грн інвестиційних ресурсів починаючи з першого року її функціонування. Значна частина цих коштів (до 30—40 % загальної суми накопичень) могла б бути розміщена саме в ОВДП. Це потрібно зробити з огляду принаймні на дві обставини: перша — підвищення рівня надійності інвестицій із накопичувальної системи; друга — зниження фінансового навантаження на державний бюджет у зв'язку з необхідністю компенсації фінансових втрат Пенсійного фонду України, що виникнуть внаслідок спрямування (переорієнтації) частини страхових внесків із солідарної в накопичувальну пенсійну систему. Зрозуміло, що грошовий потік пенсійних коштів може бути спрямовано в державні облігації лише за умови відповідного забезпечення належного рівня, по-перше, доходності, який принаймні покриватиме поточний показник інфляції, та, по-друге, ліквідності таких цінних паперів (із використанням спеціальних механізмів первинного або вторинного ринку).

Проте розв'язати проблему інвестиційної привабливості ОВДП для накопичувальної пенсійної системи шляхом простого підвищення ставок доходу в сучасних умовах практично неможливо, якщо не закріпити виняткове право первинного придбання таких ОВДП за суб'єктами, які здійснюють діяльність із недержавного пенсійного забезпечення, — НПФ і страховими компаніями (СК), що надають послуги зі страхування життя, та обмежити коло обігу таких цінних паперів. Адже в умовах вільного ринку ці інструменти:

а) під час їх розміщення початково потрапляють до “рук” (або портфеля) комерційних банків, які виконують функції первинного дилера або андерайтера з розміщення таких цінних паперів;

б) у подальшому будуть перепродані банками на вторинному ринку іншим інвесторам, передусім іноземцям, за цінами, що складаються виходячи з того рівня доходності до погашення, що є прийнятним для нерезидентів, які не несуть в умовах високої внутрішньої інфляції в Україні інфляційних ризиків (лише валютні).

Тому навіть за наявності доброї волі держави на встановлення високої ставки доходу за ОВДП вони в будь-якому разі не потраплять до портфелів НПФ із доходністю, визначеною умовами їх випуску, якщо не встановити особливі умови розміщення та обігу державних облігацій, призначених для інвестування коштів із накопичувальної пенсійної системи.

Недержавні пенсійні фонди, як і страхові організації, що здійснюють страхування життя, відрізняються від інших інвесторів здатністю здійснювати довгострокові інвестиції за рахунок акумульованих ними коштів (на 10, 20 і більше років). Це дає змогу розв'язувати важливе стратегічне завдання — спрямовувати на ринки капіталу додаткові довгострокові інвестиційні ресурси, створювати ефективний канал залучення коштів роботодавців і населення для фінансування економіки. Водночас “довгі” горизонти інвестування пенсійних коштів не знімають проблему ліквідності державних облігацій. По-перше, тому що одна й та сама

дохідність ОВДП на різних етапах економічного розвитку може бути як прийнятною, так і непринятною з точки зору захисту і збереження пенсійних накопичень. По-друге, у діяльності суб'єктів накопичувальної системи (тут — НПФ і СК) можуть виникати обставини, що потребуватимуть ліквідації інвестиційного портфеля або його частини (припинення діяльності, переведення коштів учасників до іншого НПФ чи СК тощо). Тому, як уже зазначалося, необхідною умовою інвестування пенсійних і страхових резервів у державні облигації є прийнятність рівня не лише дохідності, а й ліквідності.

Слід зазначити, що ініціативи, щодо розроблення спеціальної Програми розвитку ринку середньо- й довгострокових державних облигацій, спрямованої на створення правових засад випуску державних цінних паперів з “довгими” горизонтами інвестування й ринковими принципами формування їхньої дохідності, неодноразово ініціювалися Інститутом економіки та прогнозування НАН України у практичних розробках і публікаціях автора статті⁹. Наразі це питання знайшло відображення в офіційних рішеннях уряду: Кабінет Міністрів України розпорядженням від 25.03.2009 № 316-р схвалив Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009—2013 роки (*далі* — Концепція). Нею, зокрема, передбачено “здійснення емісії облигацій внутрішньої державної позики виключно для інвестування пенсійних активів, сформованих у системі накопичувального пенсійного забезпечення, дохідність яких враховує рівень інфляції”¹⁰. Як зазначено в документі, реалізація Концепції дасть змогу “поліпшити імідж держави як емітента державних цінних паперів, що у перспективі разом з продовженням строку обігу боргових зобов'язань розширить можливості їх використання як інвестиційного інструмента, зокрема для недержавного пенсійного забезпечення”.

Водночас зрозуміло, що сама по собі Концепція ще не вирішує питання випуску державних пенсійних облигацій, а лише створює передумови для їх легітимізації. Тому наступним кроком з боку уряду має стати розроблення умов випуску та обігу таких цінних паперів.

З огляду на зазначені обставини вважаємо за доцільне розробити загальні засади випуску та обігу державних облигацій, призначених для розміщення пенсійних коштів, виходячи з таких основних вимог:

⁹ Див.: Стратегія впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року // Фінансовий ринок України. — 2009. — № 2 (64). — С. 11–12 (проект розроблено за участі автора статті); Розвиток банківської системи України: Моногр. / За ред. д-ра екон. наук О.І. Барановського. — К.: І-нт екон. та прогноз., Вид-во “Четверта хвиля”, 2008. — С. 157; Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: Моногр. В 3-х т. / За ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008 — Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. — С. 388–389; Інфляція та фінансові механізми її регулювання: Моногр. / За ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. — К.: Ін-т екон. та прогноз., 2007. — С. 337.

¹⁰ Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009—2013 роки, схвалена розпорядженням Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р. — <http://www.zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=316-2009-%F0>.

1. Довготривалі терміни обігу державних пенсійних облігацій (від 5 років і більше).

2. Змінна (зі щорічним переглядом) процентна ставка, що враховує поточний рівень інфляції у країні на відповідний рік.

3. Закрите розміщення серед НПФ (для розміщення пенсійних коштів) і СК, що здійснюють страхування життя (для інвестування страхових резервів). Банки можуть виконувати лише функцію андерайтера.

4. Вторинний ринок і відповідно обіг державних облігацій або взагалі відсутній, або обмежений колом юридичних осіб, що здійснюють діяльність із недержавного пенсійного забезпечення, а саме НПФ і СК (ліберальніший варіант — вторинний ринок існує, однак первинний у будь-якому разі обмежено суб'єктами НПЗ).

5. У разі якщо вторинний обіг “пенсійних” облігацій умовами їх випуску не передбачено, власникам державних облігацій надається право дострокового їх пред'явлення до викупу самим емітентом (уповноваженою ним особою).

6. Після настання строку погашення облігацій та за бажанням їх власників (НПФ, СК) передбачається можливість конвертації (обміну) державних пенсійних облігацій в аналогічні цінні папери нових випусків або інші державні облігації.

7. Для здійснення дострокового викупу державних пенсійних облігацій створюється викупний фонд, який формується за рахунок частини коштів, залучених під час розміщення таких цінних паперів (до 10 % загальної суми залучень).

Оскільки емісія державних облігацій є частиною бюджетного процесу, то з огляду на порядок і строки, установлені в Бюджетному кодексі України, плани випуску таких облігацій слід розробляти за рік до початку їх можливого розміщення. Крім того, обсяги випуску таких облігацій повинні узгоджуватися з обсягами очікуваних надходжень страхових (пенсійних) внесків до накопичувальної пенсійної системи з урахуванням відсотка таких надходжень, що може бути спрямований в ОВДП (30—40 % загальної вартості пенсійних активів).

Досвід Російської Федерації у сфері випуску й обігу державних пенсійних облігацій

На початку 2001 року Науково-дослідним фінансовим інститутом Міністерства фінансів Російської Федерації було розроблено Концепцію випуску державних пенсійних облігацій (*далі* — Концепція)¹¹. Під час її підготовки використано російський досвід дореволюційного фінансування страхових пенсійних кас, створених для пенсійного забезпечення різних професійних груп. Така практика в Росії на початку ХХ століття досить активно поширювалася й повністю відповідала вимогам пенсійного забезпечення трудящих. Характерною рисою фінансування пенсійного забезпечення в умовах царської Росії було гарантування збереження накопичених пенсійних

¹¹ Концепция выпуска государственных пенсионных облигаций (первый этап) // Научно-исследовательский финансовый институт (НИФИ) Министерства финансов Российской Федерации, 2000. — <http://www.pensionreform.ru/pension/31849>.

ресурсів шляхом розміщення їх у державні цінні папери під гарантії та суворий контроль держави.

Концепція передбачала, що пенсійні облігації мають цільовий, спеціальний характер, а саме — формування пенсійних накопичень для учасників недержавного пенсійного забезпечення. Облігації мають обмежену сферу обігу. В перспективі можуть бути використані окремі елементи ринкового обігу лише при їх розміщенні, але у цілому це неринкові інструменти, продаж і погашення облігацій іншим особам із метою отримання ними прибутку умовами випуску не передбачається. Параметри прибутковості визначаються заздалегідь виходячи з її розрахунку за базовими макроекономічними показниками. Особливістю облігацій було їх цільове призначення. Погашення основної суми боргу й інвестиційний дохід за облігаціями використовуються для формування пенсійних накопичень і подальшого здійснення пенсійних виплат. Власниками облігацій можуть бути недержавні пенсійні фонди. Облігації призначені на середньо- й довгостроковий періоди обігу. Особливістю облігацій може бути змінність терміну заборгованості.

Для окремих серій облігацій доцільно визначати лише дату початку погашення, наприклад, через 1—3 роки після випуску відповідної серії облігацій. Остаточний строк погашення не слід установлювати, він визначається власником — НПФ із настанням пенсійних підстав у його учасників, тобто необхідність здійснення пенсійних виплат є підставою для погашення облігацій.

Пропонувалося випустити серію облігацій із терміном розміщення від трьох років. Остаточний строк погашення не встановлювати. Облігації зі змінним (невизначеним) терміном заборгованості пред'являтимуться для погашення через три роки після розміщення. Це дасть змогу відпрацювати на практиці механізм такого погашення.

З метою забезпечення гарантій і виконання зобов'язань перед НПФ пропонувалося утворення спеціального викупного фонду, що передається під контроль державного органу управління й використовується при погашенні державних облігацій емітентом. Із викупного фонду пропонувалося проводити виплати основного боргу й інвестиційного доходу по окремих серіях облігацій, передусім із довгостроковим і невизначеним терміном розміщення. Обсяг викупного фонду може визначатися умовами емісії і становить до 5 % сум розміщених коштів (до речі, в Україні роль викупного фонду міг би виконувати резервний фонд, створення якого передбачає Бюджетний кодекс).

За формою сплати доходу короткострокові облігації (до 3-х років) передбачалося розміщувати як процентні, з виплатою відсотка до їх номінальної вартості під час погашення облігацій.

Середньострокові облігації (3—5 років) передбачалося розміщувати як процентні, так і купонні. Купонні облігації передбачали виплату доходу за купонами протягом рівних часових інтервалів.

Довгострокові облігації (понад 5 років) передбачалося розміщувати як процентні, так і індексовані. Випуск індексованих облігацій обумовлений неможливістю в сучасних умовах заздалегідь передбачити окремі параметри випуску, насамперед прибутковість облігацій, оскільки на тривалу перспективу складно прогнозувати окремі базові макроекономічні показники: рівень інфляції, ставки рефінансування, курси національної та основних іноземних валют, найважливіші соціально-економічні показники.

Свого часу ідею випуску державних пенсійних облігацій не було реалізовано, головним чином через супротив із боку Мінфіну РФ, який вважав такі інструменти неринковими. А пенсійні накопичення продовжували знецінюватися. Передусім це стосувалося коштів так званих мовчунів — учасників накопичувальної пенсійної системи, які не визначилися, до якого пенсійного фонду вони спрямовуватимуть пенсійні внески. У 2006 році до такої категорії належало понад 90 % майбутніх пенсіонерів РФ, а згідно з існуючими вимогами їхні накопичення на старість повинні були інвестуватися винятково у державні цінні папери. Прибутковість цих вкладень за I півріччя 2006 року становила лише 2,5 % річних. Інфляція за цей час становила 6,2 %, тобто пенсіонери втратили понад 5 % своїх накопичень. Ці дані, а також природне зростання обсягів пенсійних коштів змусили державу погодитися на випуск державних ошадних облігацій із доходом, що враховує поточний рівень інфляції.

У серпні 2006 року з'явилася інформація про те, що Мінфін РФ провів перше розміщення довгоочікуваних державних ошадних облігацій (ДОО) із фіксованою процентною ставкою купонного доходу. Строк погашення — 15 липня 2022 року. Частково це стало можливим завдяки стабілізації макроекономічних параметрів російської економіки й істотному скороченню зовнішнього боргу. Прогнозованість інфляції на той час дала змогу Мінфіну РФ зафіксувати ставки купонів першого випуску ДОО на 16 років наперед.

Головною відмінною рисою нового цінного паперу є особливість установлення його прибутковості. ДОО мають 32 піврічних купони. За першими двома прибутковість передбачалося на рівні 8,5 % річних, за двома наступними — 8,0 %, ще трьома парами — 7,5 %, 7,0 % і 6,5 %, а далі — 6,0 % річних. Ці ставки перевищували прогнозовану інфляцію на найближчі роки: у 2007 році вона повинна була становити 6,5—8,0 %, у 2008-му — 4,5—6,0 %, у 2009-му — 4,0—5,5 %.

Обсяг першого випуску ДОО становив 5 млрд рублів. Усього ж за рік Мінфін РФ планував випустити ДОО на 65 млрд рублів.

Зазначені цінні папери призначено головним чином для інвестування пенсійних накопичень громадян. Потенційними покупцями паперів є Пенсійний фонд Росії, компанії з управління активами, що займаються інвестуванням пенсійних накопичень, недержавні пенсійні фонди, а також страхові організації.

Важливою ознакою є те, що ДОО — це принципово неринкові цінні папери, тобто вторинні торги й будь-якого роду спекуляції за ними не передбачено.

Отримати дохід можна лише в результаті погашення купонів або викупу їх Мінфіном РФ. Установлені міністерством купонні ставки перебували на межі прогнозу Мінекономрозвитку Росії щодо інфляції.

Разом із тим, на думку експертів, саме в неринковості нового інструмента криється певна небезпека такого цінного паперу — формально ДОО користуватимуться повною підтримкою держави, що дасть змогу мінімізувати ризики інвесторів. Проте якщо ринкова кон'юнктура зміниться, наприклад, впадуть ціни на нафту, то вийде, що пенсійні кошти населення вкладено в цінні папери, дохідність яких залежить лише від уряду та його доброї волі, а не від тенденцій розвитку ринку.

Утім, на високу прибутковість потенційним інвесторам розраховувати й не доводилося — цінний папір вийшов у відомому сенсі штучним. В умовах стрімкого зростання цін на нафту і пов'язаних із ними доходів російська держава не потребувала внутрішніх запозичень. Збільшення державного боргу за рахунок ДОО було вимушеним заходом: держава повинна нести відповідальність за розпочату нею пенсійну реформу.

Ми свідомі того, що будь-який штучний (неринковий) інструмент на фондовому ринку, що передбачає певні преференції для окремих категорій учасників, спричиняє ризики можливих зловживань, корупційних діянь, елементи суб'єктивізму, інші негативні наслідки. Однак на сучасному етапі становлення накопичувальна пенсійна система має бути захищена державою від можливих втрат і знецінення пенсійних коштів. Тому запровадження інституту спеціальних фінансових інструментів із вбудованими механізмами захисту коштів інвесторів від інвестиційних ризиків слід розглядати як тимчасове, але необхідне явище перехідного періоду. У перспективі головною умовою забезпечення інвестиційної привабливості ОВДП поряд із державними гарантіями має стати низький рівень інфляції у країні (до 2—3 % річних), на тлі якого навіть помірна дохідність державних цінних паперів виглядатиме прийнятною для вітчизняних інвесторів і забезпечить їх конкурентоспроможність перед нерезидентами. Тоді потреба у спеціальних пенсійних облігаціях відпаде сама собою.