

Kamil Liberadzki

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

KONCEPCJE EUROOBLIGACJI PAŃSTW STREFY EURO

Streszczenie: W następstwie przeciwdziałania wystąpieniu niewypłacalności Grecji, decydenci krajów UE doprowadzili do powołania Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF). Co więcej, wysunięto wiele propozycji co do zorganizowania wspólnych emisji obligacji skarbowych państw Unii Europejskiej i strefy euro. W opracowaniu wskazano, że zarówno koncepcja EFSF, jak i inne przedłożone propozycje dotyczące euroobligacji są niczym innym jak strukturą zwaną *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Paradoksalnie, ratunku dla strefy euro upatruje się w sekurytyzacji, mechanizmie, który omal nie zniszczył amerykańskiego i światowego systemu finansowego. W dłuższej perspektywie euroobligacje mogą nie uchronić krajów Europy przed groźbą niewypłacalności.

Słowa kluczowe: euroobligacje, EFSF, CDO.

1. Wstęp

Kryzys hipoteczny dla krajów Unii Europejskiej w ogólności, a strefy euro szczególnie, szybko przeistoczył się w kryzys finansów publicznych. Deficyt sektora finansów publicznych w UE wzrósł z poziomu 2,3% PKB w 2008 r. do 7,5% w 2010 r., a w strefie euro liczby wyniosły odpowiednio: 2 i 6,3 % według danych Eurostatu [Report 2010, s. 5]. Jednocześnie zanotowano wzrost wskaźnika dług/PKB z 61,6% PKB w 2008 r. do 79,6% w 2010 r. dla krajów UE, zaś w odniesieniu do krajów strefy euro jest to wzrost z poziomu 69,4 do 84,7%. Oznacza to, że w odniesieniu do wielu krajów trwające od ponad dwóch dekad wysiłki w celu konsolidacji finansów publicznych obrócone zostały wniwecz. Co więcej, słabe finanse publiczne były problemem niektórych krajów Unii już od lat 70. XX w., od tego czasu bowiem obserwuje się narastanie długu publicznego. Należy się zgodzić, że pełne skutki obecnego kryzysu jeszcze się nie ujawniły, szczególnie nie należy wykluczyć scenariusza podwójnego dna recesji. Z jednej strony wspomniane słabości dotyczą wszystkich krajów Unii Europejskiej, z drugiej strony widoczne jest duże rozwarstwienie w sytuacji pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi.

W obliczu narastającego problemu decydenci europejscy poszukują nowego mechanizmu finansowania długu publicznego, który:

- umożliwi w ogóle refinansowanie długu niektórym krajom strefy euro z problemami fiskalnymi, dodatkowo po takim koszcie, żeby kraje te miały realne szanse spłacić swoje zobowiązania (a więc znacznie niższym niż ponoszony przez nie obecnie);
- w obliczu gwałtownego narastania skali emisji długu publicznego pozwoli permanentnie zmniejszyć koszt jego obsługi dla wszystkich.

Rozwiązania problemu poszukuje się w realizacji którejś z funkcjonujących koncepcji euroobligacji. W kontekście niniejszego artykułu przez pojęcie „euroobligacji” (*eurobonds*) należy rozumieć:

- obligacje rynkowe emitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (EIB),
- pożyczki emitowane przez Komisję Europejską w ramach tzw. *Balance of Payments Facility*,
- obligacje emitowane przez Europejski Fundusz Stabilizacji Finansowej,
- proponowane wspólne emisje obligacji skarbowych państw strefy euro.

Skala programu mogąca mieć decydujący wpływ na sytuację w strefie euro i całej Unii Europejskiej dotyczy jedynie dwóch ostatnich wymienionych papierów dłużnych nazwanych euroobligacjami. Co ciekawe, wszystkie koncepcje dotyczące takich obligacji wykorzystują model sekurytyzacji, wymyślony i stosowany w USA. Sekurytyzacja miała być w intencji jej twórców swoistą alchemią finansową – przy niezmiętej zdolności kredytowej kredytobiorców miała umożliwić zaciąganie pożyczek na znacznie lepszych warunkach niż dotychczas. Sekurytyzacja amerykańska, a w szczególności model *Collateralized Debt Obligation* (CDO), uważane są za przyczynę zarówno wybuchu kryzysu w USA, jak i błyskawicznego rozprzestrzeniania się załamania na cały świat.

Niniejszy artykuł prezentuje mechanizm sekurytyzacji z uwzględnieniem struktur CDO. Na takim tle zaprezentowane zostaną zarówno te już wdrożone, jak i dyskutowane modele euroobligacji. Poruszono jedynie wybrane aspekty ich stosowania, tj. zarys architektury systemu, zasady odpowiedzialności poszczególnych państw-uczestników, wpływ na ryzyko i płynność – a tym samym rentowność skarbowych papierów dłużnych.

2. Mechanizm sekurytyzacji na przykładzie struktury CDO

Terminu „sekurytyzacja” po raz pierwszy użył Lewis S. Rainieri w wywiadzie dla „The Wall Street Journal” w związku z pierwszą historyczną emisją certyfikatów partycypacyjnych opartych na kredytach hipotecznych przez Bank of America. Dziennikarka poprosiła go o nazwanie tego procesu i zaproponował właśnie termin „sekurytyzacja”. Słowo to nie istniało wcześniej w języku angielskim i zostało wymyślone na potrzeby artykułu [Rainieri 1998, s. 31].

Sekurytyzację można określić jako proces, w którym pożyczki i inne wierzytelności są scalane, ubezpieczone i sprzedawane w formie papierów wartościowych. Innymi słowy, sekurytyzacja to proces nadawania zbywalności instrumentom finan-

sowym, które w swojej podstawowej konstrukcji nie mają tej zbywalności [Kravitt 1994, s. 17]. Mechanizm sekurytyzacji jest następujący: podmiot gospodarczy (inicjator), zamierzający pozyskać środki finansowe, wyodrębnia pakiet znajdujących się w jego posiadaniu homogenicznych aktywów. Aktywa te reprezentują prawa do przyszłych przepływów pieniężnych. Następnie wyodrębnione aktywa sprzedawane są specjalnie w tym celu stworzonej i wyodrębnionej prawnie jednostce, zwanej spółką specjalnego przeznaczenia (SSP)¹ lub spółką celową. SSP emituje papiery wartościowe w celu zdobycia kapitału niezbędnego do zapłaty za zakupione wierzytelności. Papiery te nazywa się *Asset Backed Securities* (ABS). Emitowane papiery wartościowe muszą być poddane ocenie przez agencje ratingowe, co oczywiście podraża operację. Płatności odsetkowe oraz zwrot z kapitału następują z wpływu płatności związanych z należnościami za pośrednictwem SSP.

Z reguły SSP nabywa aktywa od inicjatora w procesie który nazywany jest „prawdziwą sprzedażą” (*true sale*). Aby zagwarantować bezpieczeństwo inwestorom, dokonuje się separacji aktywów od wypłacalności inicjatora w ten sposób, że jedynym przedmiotem działalności SSP jest posiadanie sekurytyzowanych aktywów oraz emisja i obsługa obligacji ABS. Sekurytyzacja wiąże się dla inicjatora procesu z określonymi korzyściami:

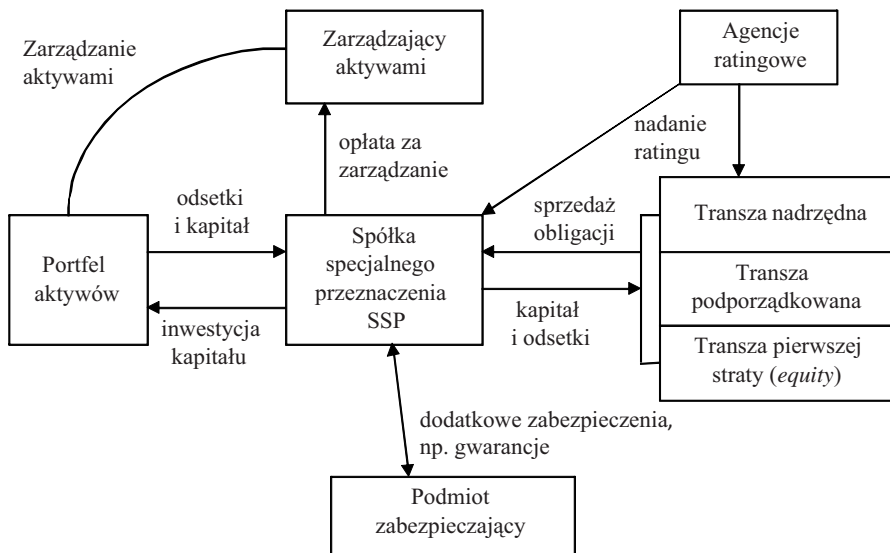
- w przypadku odmiany *true sale* pozwala zdobyć środki finansowe oraz, ze względu na specyficzny charakter sekurytyzacji, powiększyć grono pożyczkodawców (tym samym optymalizując parametry długu),
- następuje transfer ryzyka kredytowego z bilansu inicjatora i przeniesienie na nabywców obligacji ABS, co może mieć istotne znaczenie np. dla banków, starających się w ten sposób obniżyć wymogi kapitałowe i tym samym koszt kapitału.

Zmniejszenie kosztu długu ma kluczowe znaczenia dla inicjatora, dlatego ogólnie rzecz biorąc operacja ma sens, jeżeli emitowane ABS mają możliwie wysoki rating przydzielony przez wyspecjalizowane agencje. Na ogół jakość kredytowa aktywów sekurytyzowanych jest niska, dlatego wykorzystuje się różnorodne techniki jej zwiększania w odniesieniu do portfela tychże aktywów. Najczęściej dokonuje się podziału portfela aktywów zabezpieczających (*collateral*) na transe albo znajduje się trzeci podmiot gwarantujący całość lub część emitowanych obligacji ABS. W klasycznej sekurytyzacji starano się dobrać zabezpieczenie w postaci dużej liczby małych, jednorodnych aktywów (świetnie się do tego nadawały pożyczki hipoteczne albo konsumenckie). Takie aktywa ułatwiały inwestorom – nabywcom ABS – ocenę ryzyka (redukcja asymetrii informacyjnej między inicjatorem transakcji a inwestorami). Co więcej, zgodnie z teorią portfelową, większa liczba aktywów w portfelu powoduje na ogół, że spada ryzyko całego portfela (efekt dywersyfikacji) przy zachowaniu jego oczekiwanej zyskowności. Wadą takiego rozwiązania jest wysoka wrażliwość portfela na ryzyko makroekonomiczne (rośnie siła korelacji między poszczególnymi elementami portfela zabezpieczeń), czego dowodem jest kryzys hipoteczny w USA.

¹ Niekiedy stosuje się angielski ekwiwalent SPV (od: *Special Purpose Vehicle*).

Trendem, który zaobserwowano w ostatnim dziesięcioleciu w odniesieniu do ewolucji stosowanego mechanizmu sekurytyzacji, było powszechne zastosowanie struktur nazwanych *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Po polsku można przetłumaczyć ich nazwę jako „zabezpieczone długiem skrypty dłużne”. Ogólnie rzecz ujmując, CDO umożliwiały sekurytyzację raczej dużych, jednorodnych grup aktywów (np. innych papierów ABS, obligacji, kredytów konsorcjalnych), często wykorzystując innowacyjne techniki syntetycznej sekurytyzacji (por. [*Securitization in the euro...* 2008, s. 83]). W rezultacie:

- możliwe stało się przenoszenie na dużą liczbę inwestorów ryzyka aktywów, które w innych warunkach byłyby zbyt nie płynne i ryzykowne;
- możliwość dokonania sekurytyzacji syntetycznej oprócz *true sale* oraz transzowanie (por. rys. 1) emitowanych papierów dłużnych przez SSP spowodowały, że motywem emisji CDO stało się nie pozyskiwanie kapitału przez inicjatora, lecz chęć zarobku na różnicach w ratingu kredytowym transz i *collateral* przez inicjatora lub *asset managera* (budującego portfel aktywów podlegających następnie sekurytyzacji);
- transzowanie umożliwiło osiągnięcie niższej rentowności transz nadrzędnych w stosunku do rentowności portfela aktywów, gdyż ewentualny spadek wartości zabezpieczenia absorbowany był w pierwszej kolejności przez transze *equity* i podporządkowane.



Rys. 1. Struktura podstawowego CDO

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Das 2000, s. 151].

Z jednej strony, emisja skomplikowanych struktur CDO stała się dla emitentów bardzo opłacalna, z drugiej, możliwość wyceny przez inwestorów stała się wielce problematyczna. W rezultacie emisja CDO na świecie została zdominowana przez kilka podmiotów, co jeszcze bardziej zwiększyło asymetrię informacyjną i utrudniło zorientowanie się w rzeczywistej wartości transakcji. W przypadku syntetycznych struktur CDO transfer ryzyka kredytowego między inicjatorem a SSP następował w drodze zawierania transakcji swapa kredytowego (*Credit Default Swap* – CDS). Tworzone w ten sposób struktury CDO zwane są *partially funded*, gdzie inwestorzy nie muszą wpłacać gotówki „z góry”, lecz w zamian za otrzymywaną okresowo premię dokonują płatności jedynie w przypadku zaistnienia zdarzenia kredytowego.

3. Euroobligacje EFSF

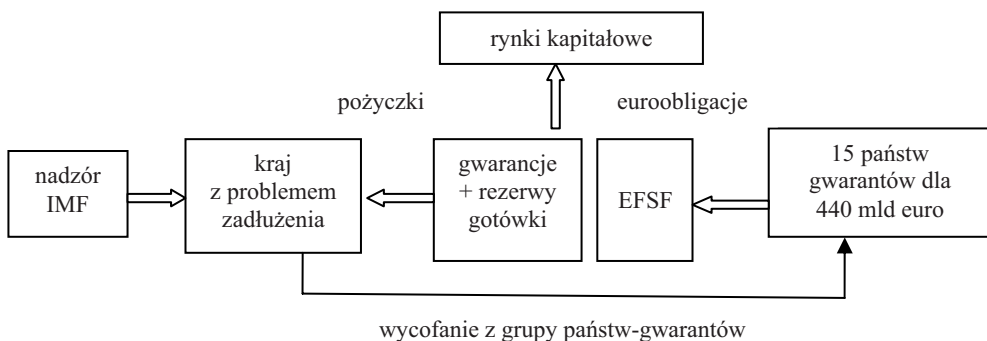
Uratowawszy Grecję przed niechybną niewypłacalnością, kiedy to w kwietniu 2010 r. uchwalono pakiet pomocowy dla tego kraju w kwocie 110 mld euro, rankiem dnia 10 maja 2010 r. ministrowie finansów krajów UE przyjęli pakiet prewencyjny w kwocie 750 mld euro na wypadek kolejnego zagrożenia. Utworzono trzy odrębne mechanizmy, tworzące sieć bezpieczeństwa finansowego, z kwotą pomocową o wartości do 750 mld euro [*Euro Area...* 2010, s. 5]:

1) kontrolowany przez Komisję Europejską fundusz szybkiego reagowania o wartości 60 mld euro; pieniądze pożyczane są przez Komisję na rynku, zabezpieczenie pożyczek stanowi budżet UE;

2) spółka specjalnego przeznaczenia – utworzona została na mocy międzyrządowego porozumienia pomiędzy członkami strefy euro i nazwana Europejskim Funduszem Stabilizacji Finansowej (EFSF) – opisanym w dalszej części tekstu;

3) Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF), który zobowiązał się do wspierania każdego dwóch euro pieniędzy pomocowych jednym euro środków pozostających w jego gestii – tym samym udział IMF w całkowitej puli pomocowej może maksymalnie wynieść 250 mld euro.

Europejski Fundusz Stabilizacji Finansowej (European Financial Stability Fund – EFSF) został zaaprobowany przez Komisję Europejską 10 maja 2010 r. Kraje strefy euro (z wyłączeniem Grecji) przyznały funduszowi kwotę 440 mld euro w formie gwarancji w stosunku odpowiadającym udziałowi tych państw w kapitale ECB. Celem EFSF jest dostarczanie finansowania krajom strefy euro, które znajdują się w finansowych trudnościach. Mowa tu raczej o finansowaniu średnioterminowym, gdyż nominalnie EFSF ma funkcjonować do 30 czerwca 2013 r. [Alexander 2010, s. 70]. Jest to mechanizm tymczasowy, którego trwanie może zostać przedłużone w sytuacji, gdyby któryś z krajów członkowskich pozostawał nadal dłużnikiem funduszu, aż do chwili spłaty wszelkich zobowiązań. EFSF pełni rolę Spółki Specjalnego Przeznaczenia, której zadaniem jest emisja obligacji rynkowych. Wszystkie główne agencje ratingowe (S&P, Moody's, Fitch Ratings) przyznały EFSF najwyższy rating potrójnego A (AAA). Mechanizm funkcjonowania EFSF został przedstawiony na rys. 2.



Rys. 2. Struktura EFSF

Źródło: [Alexander 2010, s. 71].

W przypadku wystąpienia kryzysu zadłużenia kraju strefy euro, minister finansów tego państwa kieruje prośbą o wsparcie ze środków EFSF w formie pożyczki. Prośba musi zostać zaaprobowana przez IMF, Komisję Europejską oraz ECB. Następnie EFSF może przystąpić do emisji własnych papierów dłużnych; przychody z emisji sfinansują pożyczki udzielane beneficjentom pomocy. Należy nadmienić, że EFSF może gwarantować emisję własnych obligacji do wartości 440 mld euro. W chwili obecnej praktycznie jest to mniej, albowiem w celu uzyskania najwyższego ratingu wartość rezerw gotówkowych EFSF ma przekraczać o 20% kwotę nominalną obligacji (razem z gwarancjami daje to 120-procentowe pokrycie obligacji). Beneficjent pomocy – dłużnik EFSF – zyskuje środki finansowe i czas na poprawę sytuacji finansalnej, aby móc spłacić pożyczkę z funduszu i powrócić na rynki kapitałowe.

4. Projekty wspólnych obligacji skarbowych państw strefy euro i UE

Obligacje EFSF są bez wątpienia instrumentem na wypadek kryzysu. Jednak pojawiają się koncepcje wykorzystania takich euroobligacji, które finansowałyby potrzeby pożyczkowe państw strefy euro zarówno w czasach niepokojów rynkowych, jak i w okresie stabilnego funkcjonowania.

Istnieją mocne argumenty przemawiające za euroobligacjami: z pewnością stałyby się one realną konkurencją dla obligacji USA mających status „bezpiecznej przystani” dla inwestorów, wzmacniając pozycję waluty euro jako rezerwowej. Większa płynność przyczyniłaby się do spadku odpowiedniej premii, wreszcie w przypadkach kryzysu euroobligacje stawałyby się gotowym wsparciem dla uczestników słabszych, tym samym zapobiegając eskalacji trudności i efektowi „zarażenia” sprzyjającemu rozprzestrzenianiu się kryzysu. Istnieje kilka propozycji dotyczących kształtu takich euroobligacji [Favero 2010, s. 99].

1. Postuluje się emisję jednorodnych euroobligacji przez grupę państw członkowskich z wykorzystaniem specjalistycznej agencji (pełniącej funkcję SSP). Zakres zobowiązań uczestników programu byłby podzielony w jakiejś ustalonej, jeszcze nieokreślonej, proporcji. Każdy uczestnik gwarantuje tylko swój udział w euroobligacji. Podczas gdy z perspektywy inwestorów euroobligacja to jednorodny instrument, w rzeczywistości każdy uczestnik odpowiada jedynie za zobowiązanie wynikające z kapitału i odsetek do wysokości odpowiadającej jego udziałowi, nie zaś za dług innych uczestników. Przewiduje się, że większa skala emisji i płynność przyczynią się do obniżenia premii płynnościowej, podczas gdy rating euroobligacji będzie średnią ważoną ratingów „narodowych” obligacji uczestników programu.

2. Kolejną propozycją jest emisja jednorodnego instrumentu dłużnego przez grupę krajów strefy euro, wspartych wspólnymi gwarancjami, tzn. każdy z uczestników gwarantowałby całość zobowiązań z tytułu euroobligacji. Podobnie jak wyżej, emitowałyby je niezależna SSP (tu pojawia się wiele koncepcji dotyczących kształtu i prerogatyw takiej spółki). Zobowiązania w obsłudze wypłat euroobligacji byłyby podzielone proporcjonalnie pomiędzy uczestników, natomiast w przypadku jakiegokolwiek zdarzenia kredytowego związanego z euroobligacjami inwestorzy mieliby roszczenie do każdego z osobna i wszystkich razem uczestników programu. Uczestnictwo krajów o najsilniejszych gospodarkach, czyli Francji i Niemiec, spowodowałoby, że rating obligacji byłby wyższy niż średnia dla poszczególnych państw, w rezultacie obniżyłaby się ogólna premia za ryzyko obligacji.

3. Trzeci model polega na emisji obligacji przez wybraną instytucję Unii Europejskiej, pozyskane kwoty byłyby następnie odpożyczane krajom członkowskim mającym trudności fiskalne. Instytucja-emitent odpożyczałaby pozyskane środki, doliczając do kosztu własnych pasywów pewną premię. Euroobligacje w tym wariantcie cieszyłyby się pełnymi gwarancjami 27 państw Unii Europejskiej. Niezależnie od tego, która z instytucji byłaby emitentem, czy Komisja Europejska, czy też EIB, obligacje te miałyby najwyższy rating. Premia za ryzyko papierów byłaby minimalna. Przemawia za tym fakt, że wymienione instytucje już teraz emitują obligacje z ratingiem AAA. Co więcej, uzyskanie gwarancji uczestników dałoby się wywieść z istniejących umów i porządku prawnego UE.

4. Zgodnie z postulatem wysuniętym przez J. Delpę i J. von Weizsaeckera [2010] dług państw każdego z członków Unii Europejskiej powinien zostać podzielony na dwie transze: nadrzędną (transza „niebieska”) oraz podporządkowaną (transza „czerwona”). Obligacje niebieskie (czyli transzy nadrzędnej) finansują dług publiczny każdego z uczestników jedynie do poziomu 60% PKB. Dług powyżej tej wartości musi zostać sfinansowany emisjami transzy czerwonej. Spłaty pokrywają w pierwszej kolejności obsługę obligacji niebieskich. Tym samym obligacje czerwone stają się transzą absorbującą straty w pierwszej kolejności. Obligacje transzy niebieskiej są euroobligacjami, tzn. emitowane są przez podmiot SSP, zabezpieczeniem całej transzy są wzajemne, nieograniczone gwarancje wszystkich uczestników. O skali alokacji środków dla poszczególnych uczestników decydowałaby instytu-

cja zwana Independent Stability Council (ISC). ISC będzie mógł zmniejszyć kwotę transzy niebieskiej dla poszczególnych państw w przypadku zajścia okoliczności osłabiających zdolność kredytową kraju. Transza niebieska, której wartość nominalna powinna sięgnąć docelowo ok. 60% PKB członków UE, stałaby się prawdziwą alternatywą dla US Treasury Bonds. Obligacjom tym zapewne przyznano by najwyższy rating (w rezultacie: brak premii za ryzyko); charakteryzowałyby się też wysoką płynnością (brak premii za płynność). Z drugiej strony, obligacje czerwone emitowane przez poszczególne państwa członkowskie, byłyby jeszcze mniej płynne niż dotychczasowy ich dług. Naturalnie, charakteryzowałyby się one wyższym ryzykiem kredytowym i odpowiednio wysoką, dla niektórych państw znacząco wyższą niż dotychczas, rentownością.

5. Podsumowanie

W poszukiwaniu środka ratującego strefę euro przed plagą niewypłacalności, a także ułatwiającego refinansowanie lawinowo rosnącego długu publicznego, Europejczycy sięgnęli po sposób zastosowany już w odniesieniu do rozwiązywania problemu zadłużenia w Stanach Zjednoczonych. Struktury CDO, bo o nich tu mowa, okazały się jedną z głównych przyczyn kryzysu hipotecznego w USA. Wy tłumaczeniem może być to, że poprzez sekurytyzację próbowano dokonać swoistej alchemii finansowej. Jak przedstawił to obrazowo L. Zingales [2010], spółki celowe w USA kupowały „olów” (niskiej jakości kredyty albo obligacje oparte na kredytach hipotecznych), w zamian emitowały swoje papiery traktowane przez rynek jak „złoto” (wysoko wyceniane obligacje AAA).

CDO emitowane były w celu przywrócenia płynności amerykańskim instytucjom pożyczkowym. Do tego samego służy EFSF – skupując długi państw zagrożonych niewypłacalnością, ma przywrócić im płynność finansową. Pomimo tego, że spółka specjalnego przeznaczenia (w tej roli EFSF) skupuje długi niskiej jakości (obecnie jest to wyłącznie dług Irlandii), agencje ratingowe zgodnie przydzieliły euroobligacjom notę AAA. Uzasadniano to tym, że w przypadku EFSF można mówić o nadzabezpieczeniu emitowanych przez fundusz euroobligacji gwarancjami pozostałych państw strefy euro. Ale już wśród większych gospodarek-gwarantów euroobligacji tylko dwa, Niemcy i Francja, mają przyznany najwyższy rating. Euroobligacje oparte na długu Irlandii poparte są w dużej części gwarancjami takich państw, jak np. Hiszpania i Portugalia. Podobnie jak amerykańskie CDO, papiery te podatne są na ryzyko makroekonomiczne. Ewentualne problemy Hiszpanii lub Włoch, wcale nie niewyobrażalne, wystarczyłyby już, żeby podać w wątpliwość możliwość i chęć skupu długów tych państw na rachunek podatników np. niemieckich lub francuskich. Jak wskazuje L. Zingales [2010], ratingi euroobligacji mogły zostać zawyżone ze względu na siłę polityczną emitenta (szczególnie teraz, gdy agencje ratingowe znajdują się pod polityczną presją i nie zaryzykują konfrontacji z potężną Unią Europejską). Powtarza się sytuacja znana z rynku CDO, kiedy to z racji koncentracji

obrotu tymi strukturami w rękach dosłownie kilku potężnych firm inwestycyjnych, ratingi okazały się raczej skrojone na ich zamówienie niż w interesie rzeszy inwestorów. Podobnie sceptycznie należy się odnosić do pomysłu transz niebieskich i czerwonych euroobligacji. Mechanizm transzowania emisji papierów opartych na aktywach znany jest świetnie ze struktur CDO, przyczynił się na pewno do dezorientacji inwestorów w kwestii właściwej wyceny tych skryptów dłużnych. Biorąc pod uwagę doświadczenia inwestorów z CDO, zwiększenie skali emisji euroobligacji może doprowadzić do gwałtownej utraty zaufania przez rynek w stosunku do tych papierów, mimo utrzymania się wysokich ratingów.

Wydaje się, że inżynieria finansowa w postaci euroobligacji jest w stanie wspomóc strefę euro tylko doraźnie. Średnio i długookresowo, brak strukturalnych reform i poprzestanie jedynie na mechanizmie euroobligacji, może doprowadzić do niewypłacalności jednego lub grupy państw, utraty zaufania rynku i załamania systemu finansowego.

Literatura

- Alexander K., *Market Impact of Orderly Sovereign Default*, [w:] *Euro Area Governance – Ideas for Crisis Management Reform*, European Parliament – Directorate General for Internal Policies, Brussels 2010.
- Das S., *Credit derivatives and credit linked notes*, John Wiley and Sons, Singapore 2000.
- Delpa J., von Weizsaecker J., *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief, Brussels 2010.
- Euro Area Governance – Ideas for Crisis Management Reform*, European Parliament – Directorate General for Internal Policies, Brussels 2010.
- European Parliament – Special Committee on the Financial, Economic and Social Crisis, *Report on the financial, economic and social crisis: recommendations concerning measures and initiatives to be taken (mid-term report)*, European Parliament, Bruksela, wrzesień 2010; nie było cytowane.
- Favero C.A., *EU Public Debt Management and Eurobonds*, [w:] *Euro Area Governance – Ideas for Crisis Management Reform*, European Parliament – Directorate General for Internal Policies, Brussels 2010.
- Kravitt J.H., *Securitization of Financial Assets*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1994.
- Rainieri L.S., *The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential*, [w:] L.T. Kendall, M. Fishman (red.), *A Primer on Securitization*, The MIT Press, Cambridge, MA, 1998.
- Securitization in the euro area*, „ECB Monthly Bulletin” 2008, February, ECB, Frankfurt am Main.
- Zingales L., *Europas Finanzalchemie*, „The Financial Times Deutschland” 2011, 11 stycznia, www.ftd.de.

CONCEPTS OF THE EMU COUNTRIES' EURO BONDS

Summary: Following the threat of Greek default and wide spreading of financial crisis among other countries, EU policy makers stepped in with an idea of issuing eurobonds within so called EFSF (European Financial Stability Fund) facility. Additionally, numerous other concepts for issuing common European treasury bonds were submitted. The article shows that the EFSF as well as other eurobonds proposals, are shaped much more like Collateralized Debt Obligation Structure (CDO). Paradoxically, the Europeans put their hopes for rescuing the euro-zone in securitization, which nearly devastated the US and the world financial system. As the eurobonds notes bear strong resemblance to CDO on the long run they may not prevent the default of euro-country sovereign debt.