

Katedra Systemów Finansowych Gospodarki
Wydział Zarządzania
Uniwersytet Warszawski

Recenzja pracy doktorskiej mgr. Mariusza Szpringera pt. „Oddziaływanie banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego w świetle regulacji Unii Europejskiej” przygotowanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Jacka Grzywacza w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej

1. Podstawa opracowania recenzji

Podstawą sporządzenia niniejszej recenzji jest pismo z dnia 6 lipca 2023 r. Przewodniczącego Rady Naukowej dyscypliny ekonomia i finanse Szkoły Głównej Handlowej prof. dr. hab. Bogumiła Kamińskiego w sprawie powołania mnie na recenzenta rozprawy doktorskiej mgr. Mariusza Szpringera.

2. Ocena wstępna rozprawy doktorskiej i dorobek naukowy doktoranta

Przedłożona do oceny rozprawa doktorska liczy 326 stron, na które składa się pięć rozdziałów. Rozważania mieszczą się w nurcie ekonomicznej analizy prawa (*law and economics*), która m.in. zajmuje się badaniem wpływu przepisów prawnych na wybrany obszar gospodarki. Poruszana problematyka dotyczy sfery oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego w świetle regulacji Unii Europejskiej. Autor przeprowadza studium przypadku na przykładzie Narodowego Banku Polskiego i zawęża analizę z całego systemu płatniczego do obszaru infrastruktury potransakcyjnej, czyli do systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych (i szerzej instrumentów finansowych) oraz instytucji, które są ich operatorami, tj. izb rozliczeniowych o statusie kontrahenta centralnego (CCP) i centralnych depozytów papierów wartościowych (CSD/CDPW). Zawężenie obszaru badawczego należy uznać za słuszny zabieg. Badany temat i tak jest szeroki. Dowodzi tego wielowątkowość analizy odzwierciedlona w objętości pracy. Wymaga zaakcentowania, że w literaturze naukowej takie ujęcie tematu jest rzadkością, a zatem rozprawa doktorska wypełnia lukę badawczą. Autor sformułował dwa cele, główny – poznawczy i drugi cel – aplikacyjny: *stworzenie postulatów dla właściwego ukształtowania*

ram ingerencji banku centralnego w sferze infrastruktury potransakcyjnej. Dzięki temu praca zyskuje ważny walor użytkowy.

Mgr Mariusz Szpringer posiada dorobek naukowy w zakresie systemu płatniczego, nadzoru finansowego i infrastruktury rynku finansowego. Publikował samodzielnie i we współautorstwie artykuły m.in. w czasopismach: „e-mentor”. „Problemy Zarządzania”, „Journal of Banking and Financial Economics”, „European Business Law Review”, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”. Rozprawa doktorska pozostaje więc w związku z prowadzonymi przez doktoranta badaniami publikowanymi w postaci artykułów, pokazując proces rozwoju naukowego i dowodząc znajomości poruszanej problematyki.

3. Prezentacja i ocena szczegółowa rozprawy doktorskiej

Struktura pracy jest spójna i logiczna. Autor postawił trzy pytania badawcze i trzy hipotezy podporządkowane bezpośrednio celom pracy.

Pytania badawcze:

- 1. Jaką rolę odgrywa bank centralny w ramach publicznej ingerencji w działalność instytucji infrastruktury potransakcyjnej i jaka jest specyfika jego oddziaływania na te podmioty?*
- 2. Jakie instrumenty oddziaływania na infrastrukturę potransakcyjną dają bankowi centralnemu obowiązujące regulacje?*
- 3. Jakie istnieją niedoskonałości regulacyjne, które mogą utrudniać bankowi centralnemu skuteczne oddziaływanie na infrastrukturę potransakcyjną?*

Hipotezy badawcze:

Główna:

Polityka regulacyjna UE sprzyja umocnieniu roli banku centralnego w sferze publicznego oddziaływania na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego.

Pomocnicze:

- 1. Wzrasta zaangażowanie banku centralnego w nadzór nad infrastrukturą potransakcyjną rynku finansowego.*
- 2. Wzrasta rola niektórych mechanizmów pozanadzorczych oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego, przy jednoczesnym zachowaniu jego niezależności decyzyjnej w tym zakresie.*

Hierarchia i formuła zarówno pytań badawczych, jak i hipotez badawczych jest właściwa, dobrze oddaje logikę dyskursu. Jest on prowadzony wielopłaszczyznowo, ujmując uwarunkowania nadzoru systemowego, czynności operacyjnych, polityki pieniężnej oraz polityki właścicielskiej banków centralnych UE, ze szczególnym uwzględnieniem Narodowego

Banku Polskiego. Autor dobrał zestaw metod badawczych, które z jednej strony są stosowane w nurcie ekonomicznej analizy prawa, z drugiej zaś pozwalają osiągnąć zamierzone cele i sprawdzić prawdziwość hipotez. W pracy doktorskiej wykorzystano takie metody jak: analiza aktów prawnych, studia literaturowe, komparatystyka, obserwacja uczestnicząca, indukcja. Autor wzmiankuje, że rozważał jeszcze przeprowadzenie badań ankietowych banków centralnych, ale z uwagi na wrażliwość tematyki i niechęć banków do wyrażania opinii w tym zakresie, zrezygnował z tej metody. Nie wydaje się jednak by praca doktorska straciła na jej braku. Autor bowiem zrealizował zamierzenia, wyjaśnił rolę banku centralnego w badanym obszarze i sformułował na tle obowiązujących krajowych i unijnych aktów prawnych (głównie EMIR, CSDR, CCPRR) oraz zaleceń BIS i IOSCO (PFMI) precyzyjne postulaty usprawnienia oddziaływania Narodowego Banku Polskiego na infrastrukturę potransakcyjną polskiego rynku finansowego.

Rozprawa doktorska nie zawiera wielu obiektów graficznych, znajduje się w niej jedynie siedem tabel, lecz należycie uzupełniają one treść pracy. Tabele 1-5 stanowią wartościowe zestawienia porównawcze krajów europejskich a niekiedy także jurysdykcji pozaeuropejskich w odniesieniu m.in. do organów nadzoru systemowego, organów wyznaczonych w procesie upadłości CCP i CSD/CDPW oraz dostępu CCP do kredytu w banku centralnym. Z kolei tabela 6 bardzo dobrze podsumowuje rozważania w zakresie potwierdzenia pierwszej hipotezy pomocniczej i częściowo hipotezy głównej, zaś tabela 7 syntetyzuje całą rozprawę w kontekście odpowiedzi na pytania badawcze, weryfikacji hipotez badawczych i realizacji celów rozprawy.

Należy podkreślić, że trudno mieć zastrzeżenia do strony formalnej pracy, a także przejrzystości wywodu. Autor umiejętnie, w sposób uporządkowany osiąga cele pracy, odpowiada na pytania badawcze i weryfikuje hipotezy. Przejrzysty układ treści pracy, poprawna polszczyzna, logiczna argumentacja oraz dbałość o wyjaśnienie skrótów sprawia, że lektura rozprawy, mimo jej ciężaru gatunkowego i stopnia komplikacji tematyki, jest przyjemnością.

Warte zaakcentowania jest to, że każdy rozdział kończy się wnioskami, które każdorazowo podsumowują analizę w korelacji z celami. Struktura pracy jest prawidłowa. Rozdziały pierwszy i trzeci dominują objętością nad pozostałymi trzema rozdziałami, ale jest to uzasadnione z uwagi na ich zawartość, tak jak uzasadniona jest długość ostatniego, najkrótszego rozdziału pracy prezentującego wnioski podsumowujące rozważania oraz formułującego postulaty aplikacyjne.

Rozdział 1 ma charakter teoretyczny, umiejscawia analizowaną tematykę w literaturze ekonomicznej i wyjaśnia podstawowe pojęcia, takie jak: system płatniczy i systemy płatności,

systemy rozrachunku papierów wartościowych, nadzór systemowy, ryzyko, infrastruktura potransakcyjna rynku finansowego oraz kanały oddziaływania banku centralnego na tę infrastrukturę, w tym na centralnych kontrpartnerów i depozyty papierów wartościowych. Mocną stroną rozdziału jest m.in. opis ośmiu cech infrastruktury rynku finansowego nawiązujący do ekonomicznych uwarunkowań polityki regulacyjnej w obszarze infrastruktury potransakcyjnej (podpunkt 3.1, s. 56-62), z których każda cecha może stanowić inspirację do pogłębionych badań ekonomicznych. Warto jednak zwrócić uwagę, że zarówno te cechy, jak i później charakteryzowane ryzyko nie dotyczą tylko infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego, co sugerowałyby tytuły podpunktów 3.2, punktu 4 i podpunktu 4.1 (odpowiednio s. 62, 80 i 81), ale całego systemu płatniczego czy też całej infrastruktury rynku finansowego. Tytuł podpunktu 4.2 adresuje natomiast bezpośrednio system płatniczy. Ten podpunkt bardzo dobrze objaśnia, czym jest nadzór systemowy (*oversight*) i różnicuje go od nadzoru ostrożnościowego (*supervision*). Waga podpunktu 4.2 dla całej pracy jest też niebagatelna z uwagi na szerokie rozważania poświęcone temu kanałowi oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną w kolejnych rozdziałach pracy.

Rozdział 2 przedstawia liczne regulacje unijne, które mają zastosowanie do infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego (EMIR, CSDR, CCPRR, SFD, BRRD, MiFID2/MiFIR, CRR). Autor wzbogaca ich analizę o rys historyczny. Ponadto nie poprzestaje na opisie unijnych aktów normatywnych, ale słusznie zwraca uwagę na standardy PFMI określone przez BIS CPMI i IOSCO oraz na zalecenia EBC (np. CROE w zakresie cyberodporności infrastruktury rynku finansowego). Ważne znaczenie dla zasadniczej analizy i późniejszej weryfikacji hipotez pomocniczych 1 i 2 ma wyodrębnienie ról banku centralnego zgodnie z EMIR i CSDR jako nadzorcy systemowego (*overseer*) i banku centralnego w funkcji emitenta danej waluty (*central bank of issue*) a dodatkowo (już szerzej, poza EMIR i CSDR) operatora systemów płatności wysokokwotowych klasy RTGS i podmiotu stanowiącego jeden z filarów sieci bezpieczeństwa systemu finansowego.

Rozdział 3 omawia instrumenty nadzorczego wpływu banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną w świetle regulacji unijnych a zatem w tym rozdziale następuje weryfikacja hipotezy pomocniczej 1 i odpowiedź na pytania badawcze 2 i 3 w zakresie działania nadzorczego. Autor wywiązuje się z zadania. Dowodzi, że wzrosło zaangażowanie banku centralnego w nadzór nad infrastrukturą potransakcyjną rynku finansowego. Unijne akty prawne EMIR i CSDR dały mandat bankowi centralnemu do sprawowania szerokiego nadzoru systemowego i zbierania danych analitycznych m.in. o transakcjach SFT a także udziału w procesach autoryzacyjnych CCP i CSD/CDPW i w procedurach naprawczych i

uporządkowanej likwidacji CCP. Autor wskazuje na mankamenty regulacji, np. na zawile i długotrwałe procedury konsultacyjno-decyzyjne w odniesieniu do CCP, gdzie w nadzorze uczestniczy wiele instytucji. Ponadto już w tym rozdziale pojawiają się cenne postulaty aplikacyjne, które są rozwijane w piątym rozdziale rozprawy, np. postulat usunięcia dublującego się na gruncie polskiego prawa krajowego i prawa unijnego trybu postępowania nadzorczego wobec CCP i CSD/CDPW.

Rozdział 4 analizuje pozanadzorcze kanały oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną, tj. kanał operacyjny związany z funkcjami banku centralnego w zakresie rozliczeń i rozrachunków, kanał polityki pieniężnej, kanał polityki płynnościowo-kredytowej oraz kanał polityki właścicielskiej. Rozważania mają więc szerszy wymiar ekonomiczny niż tylko ten analizowany w rozdziale 3 (polityka nadzoru systemowego). Dzięki temu rozdziałowi ocena wpływu banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną staje się kompleksowa. Autor dotyka wielu ważnych zagadnień i je wnikliwie rozważa. Pasuje m.in. polski model dostępu CCP do wsparcia płynnościowego banku centralnego na tle innych krajów europejskich i pozaeuropejskich, wskazując że aktualnie w Polsce CCP nie może skorzystać ani z technicznego kredytu śróddziennego (do którego np. mają dostęp CCP w bankach centralnych strefy euro), ani tym bardziej z kredytu *overnight* lub refinansowego o dłuższym terminie. Niesie to ze sobą potencjalne konsekwencje w zakresie skuteczności ochrony stabilności finansowej przez Narodowy Bank Polski jako kredytodawcy ostatniej instancji. Bariera, którą też autor rozprawy w tym kontekście identyfikuje jest zaangażowanie Skarbu Państwa w akcjonariacie KDPW i pośredni wpływ na KDPW_CCP, którego 100% akcji posiada KDPW – istnieje traktatowy zakaz (art. 123 TFUE) kredytowania przez banki centralne przedsiębiorstw z sektora publicznego. Autor jest świadomy tych problemów i proponuje ich rozwiązania. Potrafi też obiektywnie spojrzeć i przeanalizować kwestię konfliktu interesów banku centralnego jako operatora systemu rozrachunku papierów wartościowych (SKARBNET4) i współwłaściciela KDPW prowadzącego własny system rozrachunku papierów wartościowych. Autor rozumie ponadto znaczenie kanału polityki pieniężnej, rozrachunku w pieniądzu banku centralnego, banku centralnego w funkcji emitenta waluty i w tym zakresie prowadzi wartościowe rozważania. W rozdziale 4 następuje potwierdzenie hipotezy pomocniczej 2 i odpowiedzi na pytania badawcze 2 i 3 w sferze pozanadzorczej.

Rozdział 5 wieńczy dzieło, tj. podsumowuje wyniki analizy w zakresie działań nadzorczych i pozanadzorczych banku centralnego oraz stawia siedem postulatów mogących poprawić skuteczność oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego i regulacje prawne tego obszaru. Wszystkie postulaty są przemyślane, wyważone

i wynikają z analizy przeprowadzonej w rozprawie doktorskiej. Warto rozważyć ich wprowadzenie w życie. Autor realizuje cel aplikacyjny, który określił we wstępie pracy.

4. Uwagi krytyczne i polemiczne

Rozprawa doktorska została bardzo dobrze przygotowana od strony merytorycznej i formalnej. Ocena szczegółowa pracy jasno pokazuje, że wnosi ona wartość poznawczą i użytkową do dyskursu na temat roli banku centralnego w sferze infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego. Zaletą pracy jest też jej aktualność i znaczenie praktyczne dla nadzoru systemowego, polityki pieniężnej i działalności operacyjnej Narodowego Banku Polskiego w systemie płatniczym.

Rozprawę doktorską oceniam wysoko. Niemniej jednak zgłaszam następujące uwagi o charakterze polemicznym lub konstruktywnie krytycznym.

1. Analiza jakościowa pracy stoi na wysokim poziomie. Autor dobrał odpowiednie metody badawcze w ramach ekonomicznej analizy prawa. Poczytał też odpowiednie zastrzeżenia dotyczące braku wykorzystania metod ilościowych. Zgadzam się, że nie trzeba było ich stosować, natomiast w rozprawie, pisanej jednak w dyscyplinie ekonomia i finanse, brakuje prezentacji danych o systemie rozrachunku papierów wartościowych KDPW, systemie rozrachunku papierów wartościowych SKARBNET4, systemach rozliczeń papierów wartościowych prowadzonych przez KDPW_CCP dla obrotu zorganizowanego i obrotu niezorganizowanego. Próżno szukać w rozprawie informacji o obrotach (wartości i liczbie zleceń zewidencjonowanych lub rozliczanych w systemach), rodzajach rozliczanych instrumentów finansowych, czy uczestnikach tych systemów. Nie chodzi o głębszą analizę empiryczną tych danych, ale o to, by pokazać, o jak ważnej i dużej infrastrukturze potransakcyjnej w przypadku Polski mówimy. W zupełności wystarczyłyby zestawienia podobne do tych z cyklicznych półrocznych raportów NBP „Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego”. Można by się ewentualnie pokusić o zestawienia porównujące polskie systemy rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych do tych w innych krajach UE. Zabrakło mi też informacji, kto konkretnie wchodzi w skład kolegów nadzorczych, np. KDPW_CCP.
2. Robi wrażenie licząca 25 stron bibliografia, która zawiera liczne pozycje książkowe, artykuły, akty prawne, raporty, źródła internetowe. Jednak niestety bardzo wiele z nich nie jest cytowanych w rozprawie.

3. W bibliografii końcowej przy raportach zapis bibliograficzny pozycji zaczyna się od instytucji będącej autorem raportu (np. BIS, ECB). Jest to prawidłowe. Natomiast w tekście pracy w przypisach dolnych zapis bibliograficzny raportów rozpoczyna się od ich tytułu. Wydaje się, że lepiej by było zachować format zapisu z bibliografii.
4. Od strony formalnej praca jest bardzo dobrze przygotowana, jednak można dostrzec pewien mankament techniczny – numerację punktów i podpunktów w rozdziałach. Numeracja się powiela, np. punkty (podrozdziały) 1 w każdym z rozdziałów. Sprawia to trudność w odwoływaniu się do treści. Wydaje się, że lepszym rozwiązaniem byłoby zastosowanie numeracji, gdzie każdorazowo wiadomo, o który rozdział chodzi (np. punkty/podrozdziały 1.1, 2.1, 3.1 itd. w poszczególnych rozdziałach pracy).
5. Oznaczenia i objaśnienia skrótów są bardzo przejrzyste, czasami odnoszą się do nazw polskich, czasami angielskich. Jednak w jednym przypadku zastanawia, dlaczego autor posługuje się w treści pracy akronimem CDPW (Centralny Depozyt Papierów Wartościowych), a nie CSD (Central Securities Depository), skoro skróty CSDR, CCP, CCPRR, EMIR odwołują się do nazw angielskich. Spójniej byłoby używać skrótu CSD w tej grupie skrótów.
6. W rozdziale 1 rozprawy, zwłaszcza w punkcie 3.3 autor w kontekście modelu własności infrastruktury posługuje się terminem „czynnik publiczny” (ew. „czynnik prywatny”). Czy nie bardziej prawidłowe i lepiej brzmiące byłoby posługiwanie się terminem „własności publicznej”, ew. pisanie wprost np. na s. 71, 72, 73 „udział publiczny”, „udział sektora publicznego” lub „udział podmiotu publicznego”?
7. Na s. 124 chodzi o unijny „pakiet cyfrowych finansów” a nie „cyfrowy pakiet finansów”.
8. Każdy bank centralny jest emisyjny, nie ma nieemisyjnych banków centralnych. Bank centralny pełni funkcję emisyjną, banku banków i banku państwa. Autor dosłownie tłumaczy z angielskiego *central bank of issue* użyty w rozporządzeniu EMIR jako emisyjny bank centralny, ale wydaje się, że bardziej poprawne byłoby pisanie „bank centralny w funkcji emitenta waluty” lub „bank centralny emitujący walutę” – vide np. tytuł punktu 1.1 w rozdziale 3 na s. 151 „Nadzór systemowy (oversight) oraz funkcja emisyjnego banku centralnego (zamiast tego można by np. napisać „banku centralnego emitującego daną walutę”) jako przesłanki udziału banku centralnego w nadzorze nad infrastrukturą potransakcyjną” (ale także wiele innych stron, np. 145, 152, 165, 172 itd.).

5. Konkluzja

Recenzowana rozprawa doktorska stanowi wartościowe studium badawcze oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego. Rozważania mieszczą się w nurcie ekonomicznej analizy prawa. Autor dowiódł, że potrafi oryginalnie i umiejętnie przeanalizować problem badawczy, osiągnąć cele rozprawy, odpowiedzieć na pytania badawcze i sprawdzić prawdziwość hipotez badawczych. Wykazał się przy tym bardzo dobrą znajomością tematu, w tym aktów prawnych, literatury przedmiotu i praktycznych aspektów działalności nadzorczej i pozanadzorczej banków centralnych UE ze szczególnym uwzględnieniem Narodowego Banku Polskiego. Autor spełnił tym samym wymogi stawiane rozprawom doktorskim w art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz.U. z 2017 poz. 1789 z późn. zm.). Rozprawa doktorska ma wysoki walor tak poznawczy, jak i aplikacyjny.

Zgłoszone uwagi polemiczne i krytyczne nie wpływają na pozytywny odbiór rozprawy doktorskiej. Należy je potraktować jako punkty do dyskusji i wskazówki, które mogą okazać się przydatne przy przygotowaniu publikacji naukowych na podstawie pracy doktorskiej, do których Autora zachęcam.

Końcowa ocena pracy doktorskiej jest pozytywna. Wnoszę do Rady Naukowej dyscypliny ekonomia i finanse Szkoły Głównej Handlowej o przyjęcie rozprawy doktorskiej i dopuszczenie mgr. Mariusza Szpringera do jej publicznej obrony.