

dr hab. Krzysztof Waliszewski, prof. UEP
Katedra Pieniądza i Bankowości
Instytut Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Aleja Niepodległości 10
61-875 Poznań
E-mail: krzysztof.waliszewski@ue.poznan.pl

Poznań, 25.09.2023 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Mariusza Szpringera pt.
„Oddziaływanie banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego w świetle regulacji Unii Europejskiej”, s. 326
napisanej w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Jacka Grzywacza
w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia
(obecnie w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse)

1. Podstawa prawna sporządzenia recenzji

Podstawą sporządzenia recenzji rozprawy doktorskiej mgr Mariusza Szpringera jest pismo Przewodniczącego Rady Naukowej dyscypliny ekonomia i finanse SGH w Warszawie prof. dr hab. Bogumiła Kamińskiego z dnia 6 lipca 2023 r. informujące, że Rada naukowa dyscypliny ekonomia i finanse na posiedzeniu w dniu 5 lipca 2023 r. podjęła uchwałę nr 764 o powołaniu mnie na Recenzenta rozprawy doktorskiej mgr Mariusza Szpringera pt.: „*Oddziaływanie banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego w świetle regulacji Unii Europejskiej*” w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia. Do przedmiotowego pisma został załączony egzemplarz rozprawy doktorskiej. Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Mariusza Szpringera została sporządzona w oparciu o kryteria formalne stawiane dysertacjom doktorskim zawarte w ustawie z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2017, poz. 1789 z późn. zm.), co wynika z art. 179 ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1669, z późn. zm.).

2. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego podjętego w rozprawie

Infrastruktura rynku finansowego, transakcyjna (*trade infrastructure*) i potransakcyjna (*post-trade infrastructure*) nazywana często infrastrukturą rynkową odgrywa kluczowe znaczenie dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu na tym rynku oraz poprzez kreowanie i podtrzymywanie stabilności finansowej tworzy warunki do budowania zaufania uczestników rynku finansowego – profesjonalnych i nieprofesjonalnych, głównie inwestorów detalicznych. Infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego, której celem jest realizacja usług potransakcyjnych – rozliczenia (*clearing*) i rozrachunku (*settlement*), należy rozpatrywać jako element szerszej infrastruktury systemu finansowego, która tworzy ramy instytucjonalno-regulacyjne do bezpiecznego i budzącego zaufanie publiczne przeprowadzania transakcji finansowych w tym systemie oraz jest kluczowym elementem budowania stabilności finansowej. Składa się na nią rodzajowo m.in. infrastruktura systemu bankowego, systemu płatniczego, rynku pieniężnego czy rynku kapitałowego. Szczególnie po ostatnim globalnym kryzysie finansowym (2007-2009), który ujawnił wiele nieefektywnych mechanizmów działania w systemie finansowym problematyka ta stała się przedmiotem zainteresowania organów międzynarodowych, w tym organów europejskich, których celem stało się wprowadzanie kolejnych regulacji prawnych na poziomie unijnym, które były następnie wprowadzane również w Polsce. Przemocną rolę w funkcjonowaniu infrastruktury potransakcyjnej ma bank centralny z całym spektrum instrumentów polityki pieniężnej, który może oddziaływać na tą infrastrukturę instrumentami regulacyjnymi i pozaregulacyjnymi.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty należy uznać, że podjęta w rozprawie doktorskiej tematyka jest aktualna, ważna i oryginalna, ponieważ w polskiej literaturze przedmiotu jest ona bardzo rzadko poruszana, tym bardziej nie była poruszana wcześniej w rozprawach doktorskich. Jedną z barier podejmowania tej problematyki jest dostęp do danych źródłowych, które są gromadzone m. in. przez banki centralne i inne instytucje infrastruktury rynku finansowego, w tym centralne izby rozliczeniowe (*central counterparties, CCPs*) i centralne depozyty papierów wartościowych (*central securities depositories, CSDs*). Rozważanie prowadzone w dysertacji polegające na identyfikacji zakresu regulacji, analizie znaczenia różnych instrumentów oddziaływania oraz ocenie, czy sprzyjają one wypełnianiu celu banku centralnego, tj. wspierania sprawności i bezpieczeństwa infrastruktury potransakcyjnej

pozwalają zaliczyć ją do coraz bardziej popularnego nurtu ekonomicznej analizy prawa i oceny skutków regulacji (*law&economics*). Każda regulacja poza skutkami prawnymi wywołuje konsekwencje natury ekonomiczno-finansowej, których dogłębna analiza powinna przyświecać wprowadzaniu każdej nowej regulacji na rynku usług finansowych. Taki wybór przez Doktoranta problematyki badawczej rodzi określone konsekwencje dla rodzaju i zakresu wykorzystanej literatury oraz zastosowanych metod badawczych, co będzie przedmiotem analizy i oceny w dalszej części recenzji.

3. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych

We wstępie do dysertacji sformułowano problem badawczy, pytania badawcze (3), cel główny (poznawczy), cel pomocniczy (aplikacyjny), hipotezę badawczą główną oraz hipotezy badawcze pomocnicze (2).

Problem badawczy rozprawy dotyczy roli banku centralnego w odniesieniu do infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego wobec uwarunkowań wynikających z szeroko rozumianej polityki regulacyjnej UE (tj. aktów prawa unijnego i innego rodzaju dokumentów normotwórczych), ze szczególnym uwzględnieniem poszczególnych kanałów oddziaływania na tę infrastrukturę.

W dysertacji postawiono następujące trzy **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?

Celem głównym (poznawczym) rozprawy była identyfikacja kierunków i ocena możliwości skutecznego oddziaływania banku centralnego (na przykładzie Narodowego Banku Polskiego) na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego wobec uwarunkowań wynikających z szeroko rozumianej polityki regulacyjnej UE.

Celem aplikacyjnym (użytkowym) rozprawy było stworzenie postulatów dla właściwego

ukształtowania ram ingerencji banku centralnego w sferze infrastruktury potransakcyjnej, tak aby z jednej strony umożliwiała ona skuteczną realizację celów banku centralnego, z drugiej zaś – aby pozostawała w zgodzie z zasadą proporcjonalności regulacyjnej.

W rozprawie sformułowano **hipotezę główną**, w świetle której polityka regulacyjna UE sprzyja umocnieniu roli banku centralnego w sferze publicznego oddziaływania na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego, a także dwie **hipotezy pomocnicze** stanowiące konkretyzację hipotezy głównej:

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.

Obszar badawczy dysertacji jest trafnie zakreślony, a pytania badawcze zostały sformułowane prawidłowo. Cel główny o charakterze poznawczym jest ambitny i dotyczy ujęcia retrospektywnego analizowanego oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego, natomiast cel pomocniczy ma charakter bardziej praktyczny, użyteczny i aplikacyjny, bowiem odnosi się do ujęcia prospektywnego i postulatywnego tzn. rekomendacji co do takiego ukształtowania w przyszłości ram ingerencji banku centralnego w sferze infrastruktury potransakcyjnej, aby z jednej strony umożliwiała ona skuteczną realizację celów banku centralnego, z drugiej zaś – aby pozostawała w zgodzie z zasadą proporcjonalności regulacyjnej. Hipotezy główna i pomocnicze zostały sformułowane poprawnie biorąc pod uwagę obszar badawczy, pytania badawcze oraz cele rozprawy.

4. Ocena układu pracy doktorskiej

Praca składa się z 5 rozdziałów merytorycznych oraz części pozarozdziałowych – wykazu skrótów, wstępu, zakończenia, bibliografii i spisu tabel. Poszczególne rozdziały pracy zostały poświęcone następującym zagadnieniom:

- Rozdział I. Infrastruktura potransakcyjna rynku finansowego oraz problemy związane z jej regulacją
- Rozdział II. Polityka regulacyjna UE w zakresie infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego

Rozdział III. Instrumenty nadzorcze banku centralnego wobec infrastruktury potransakcyjnej w świetle regulacji UE

Rozdział IV. Pozanadzorcze kanały oddziaływania banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną na gruncie regulacji UE

Rozdział V. Wnioski podsumowujące oraz postulaty aplikacyjne

Układ pracy jest przemyślany, logiczny i prawidłowy, podporządkowany zasadzie dedukcji „od ogółu do szczegółu”, ponieważ rozdziały wprowadzające o charakterze najbardziej teoretycznym stanowią tło rozważań do rozdziałów prezentujących szczegółowe rozwiązania nadzorcze i pozanadzorcze banków centralnych wobec infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego w krajach UE, natomiast rozdział ostatni ma charakter podsumowujący, postulatywny i aplikacyjny, ponieważ Autor biorąc pod uwagę niedoskonałości regulacyjne w obszarze zainteresowań badawczych sformułował w nim szereg propozycji w zakresie poprawy jakości otoczenia regulacyjnego związanego z oddziaływaniem banku centralnego na infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego, w tym również w kontekście proporcjonalności regulacji dotyczących interakcji instytucji infrastruktury z organami nadzoru, co jest szczególnie istotne z punktu widzenia wzajemnej spójności i adekwatności regulacji UE oraz regulacji krajowych.

5. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej doktoranta

Doktorant w ramach studiów literaturowych zgromadził szeroki i zróżnicowany zakres 346 źródeł bibliograficznych, na który składają się: pozycje zwarte (116), artykuły w czasopiśmie (102), raporty instytucji publicznych i organizacji międzynarodowych oraz inne opracowania (87), akty prawne UE (25), akty prawa krajowego (16). Należy podkreślić, że zdecydowana większość zgromadzonych źródeł to pozycje anglojęzyczne, co jest determinowane tematyką pracy oraz nielicznymi źródłami krajowymi z obszaru badawczego rozprawy.

Przeprowadzony przez Doktoranta przegląd dostępnej literatury przedmiotu dotyczącej infrastruktury w ekonomii, w tym infrastruktury rynku finansowego, regulacji w tym zakresie, ryzyk związanych z jej funkcjonowaniem, problemu własności i kontroli infrastruktury z punktu widzenia polityki publicznej, kanałów oddziaływania banku centralnego na tę infrastrukturę, polityki regulacyjnej UE w zakresie tej infrastruktury i instrumentów nadzorczych i pozanadzorczych banków centralnego wobec tej infrastruktury w prawie UE jako *desk research* wskazuje na szeroką teoretyczną wiedzę doktoranta w zakresie analizowanych

zagadnień. Przegląd literatury przedmiotu dał podstawę do opracowania przez doktoranta własnej koncepcji badania empirycznego i jego realizacji w ramach *field research*.

6. Ocena znajomości metodyki badań oraz umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Biorąc pod uwagę obszar badawczy pracy oraz jej przynależność do nurtu ekonomicznej analizy prawa i oceny skutków regulacji wykorzystane metody badawcze nie mają charakteru statystyczno-ekonometrycznego w oparciu o dane ilościowe, a dotyczą badania aspektów jakościowych. Rozprawa ma charakter teoretyczny uzupełniany o analizę przypadku (*case study*) NBP z elementami metody komparatystycznej, gdy porównywane są rozwiązania w zakresie infrastruktury potransakcyjnej i miejsca banku centralnego w jej regulowaniu z różnych krajów UE. Tego aspektu dotyczą głównie tabele porównawcze zawarte w pracy.

Metodami badawczymi wykorzystanymi w rozprawie są:

- 1) metoda szczegółowych studiów literaturowych,
- 2) analiza źródeł zastanych (*desk research*), w tym zarówno dokumentów formalnych, jak i pozostałych typów źródeł mających walor informacyjny z punktu widzenia problemu badawczego obejmująca:
 - analizę obowiązujących aktów prawnych (w tym aktów prawa UE oraz polskich przepisów krajowych), a także funkcjonalnych źródeł prawa, takich jak standardy i rekomendacje,
 - analizę dokumentów programowych (np. ram i polityk dotyczących nadzoru nad infrastrukturą rynkową na poziomie UE oraz krajowym) oraz raportów nadzorczych banku centralnego,
 - analizę danych z opracowań badawczych i sprawozdawczych banków centralnych, innych instytucji publicznych i organizacji międzynarodowych,
- 3) metoda opisowa,
- 4) metoda analiz komparatystycznych,
- 5) metoda obserwacji uczestniczącej (tj. własne doświadczenia Autora jako pracownika NBP związane z przedmiotem rozprawy, przyczyniające się do prawidłowego zrozumienia i krytycznej oceny analizowanych zależności, a także bieżąca obserwacja rzeczywistości rynkowej i regulacyjnej),

6) metoda indukcyjna.

Autor rozprawy dostrzega zasadność przeprowadzenia badania ankietowego wśród instytucji tworzących infrastrukturę potransakcyjną rynku finansowego, jednak rezygnuje z tego pomysłu ze względu na wysoką wrażliwość i w konsekwencji niemożność szczegółowych danych z badań i analiz nadzorczych dotyczących poszczególnych instytucji budujących tę infrastrukturę.

7. Ocena oryginalności rozwiązania problemu naukowego

Jak wskazano we wcześniejszych punktach recenzji Autor rozprawy podjął się ambitnego zadania rozwiązania nietatwego problemu naukowego z zakresu budowania bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego w obszarze infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego poprzez adekwatne regulacje w dobie europeizacji prawa rynku finansowego, inflacji prawa prowadzącej do nadregulacji (*overregulation*) systemu finansowego ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami tego procesu. Autor rozprawy dostrzega przy tym nie tylko pozytywne implikacje zwiększania regulacji w zakresie infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego, ale także obrazuje możliwe negatywne aspekty tego procesu. Autor rozprawy wykorzystuje metody właściwe dla prac naukowych z ekonomicznej analizy prawa i oceny skutków regulacji (*law&economics*), dostrzegając również ograniczenia i niedostatki swojego podejścia związane z brakiem własnego badania ankietowego wśród instytucji infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego. Dlatego rozwiązanie postawionego przez Doktoranta problemu naukowego należy uznać za oryginalne, a pracę doktorską za pionierską w obszarze badań.

8. Ocena formalnej strony rozprawy

Rozprawa jest napisana prawidłowym, fachowym językiem. W pracy znajdują się nieliczne błędy interpunkcyjne, co przy doktoracie o takich rozmiarach jest rzadkością. Należy podkreślić wykorzystanie dużej ilości skrótów instytucji, aktów prawnych i pojęć, których zestawienie zawarto na początku rozprawy. Praca zawiera liczne grafiki, które pomagają w percepcji poruszanych, nie zawsze łatwych zagadnień. Praca zawiera 7 tabel, w których porównawczo dokonano prezentacji poruszanej problematyki. Na uwagę zasługuje tabela 7, w której udzielono odpowiedzi na poszczególne pytania badawcze, odniesiono się do

weryfikacji hipotez badawczych, uznając je za zweryfikowane pozytywnie, a także nawiązano do realizacji poszczególnych celów rozprawy. Redakcja przypisów w całej rozprawie jako przypisów dolnych jest prawidłowa. Zapis pozycji bibliograficznych w literaturze jest prawidłowy. Jedyna uwaga dotycząca formatowania tekstu pracy to użycie różnych krojów czcionek w dysertacji – Times New Roman w głównym tekście, Calibri w przypisach dolnych.

9. Wskazanie uwag krytycznych i polemicznych

Pomimo wielu analizowanych walorów recenzowanej rozprawy można sformułować kilka uwag natury krytycznej czy polemicznej:

- W rozprawie brakuje głębszej refleksji nad determinantami kształtowania się infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego w UE, wśród których występują analizowane w rozprawie determinanty regulacyjne, ale nie są one jedyne. Biorąc pod uwagę zróżnicowanie rozwoju społeczno-gospodarczego oraz rynku finansowego w poszczególnych krajach UE poszczególne determinanty oraz same regulacje będą oddziaływały na tę infrastrukturę w odmienny sposób biorąc pod uwagę szeroko omawianą w rozprawie zasadę proporcjonalności.
- W niewielkim stopniu uwzględniono uwarunkowania systemowe dla kształtu i funkcjonowania infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego oraz oddziaływania banku centralnego na tę infrastrukturę z uwagi na fakt, że w analizach przytaczanych w rozprawie mamy kraje zorientowane bankowo (Europa kontynentalna) oraz kraj zorientowany rynkowo (Wielka Brytania).
- Brak konsekwencji postępowania się w pracy określeniami polskimi i angielskimi dla nazwania składowych infrastruktury potransakcyjnej rynku finansowego – Autor dla określenia kontrpartnerów centralnych, czyli centralnych izb rozliczeniowych używa określenia CC (*central counterparty*), natomiast dla określenia centralnych depozytów papierów wartościowych używa polskiego określenia CDPW, zamiast CSD (*central securities depository*), które zostało wyjaśnione w wykazie skrótów na wstępie pracy i przyjęto się w literaturze i praktyce międzynarodowej.
- Autor rozprawy w żadnej części swojej pracy nie skupia się na problematyce unii rynków kapitałowych (Capital Markets Union) znanej w UE jako CMU i CMU 2.0, dla której poza oddziaływaniem na stronę podażową rynku kapitałowego

(emitentów) oraz stroną popytową rynku (inwestorów detalicznych) jednym z kluczowych instrumentów realizacji celów CMU jest oddziaływanie regulacyjne na budowanie efektywnej i bezpiecznej infrastruktury transakcyjną i potransakcyjnej rynku kapitałowego, w tym centralne izby rozliczeniowe, ich sanację i naprawę (CCPRR, *Central Counterparty Recovery & Resolution Regulation*), a także centralne depozyty papierów wartościowych (CSDs). W celu przeprowadzenia szerszego przeglądu postępów w usuwaniu wszelkich pozostałych barier dla transgranicznych rozliczeń i rozrachunków w Europie, wcześniej zidentyfikowanych przez tzw. Grupę Giovanniniego przy Komisji Europejskiej powołano nawet ekspercka grupę European Post-Trade Forum (EPTF), która opublikowała finalny raport pt. „*Post-trade in a Capital Market Union: dismantling barriers and strategy for the future*” ze szczegółową analizą europejskiego obrazu usług potransakcyjnych jako początek konsultacji przyszłych rozwiązań regulacyjnych w tym obszarze.

10. Konkluzja

W przypadku oceny rozprawy doktorskiej fundamentalne znaczenie ma wykazanie, że doktorant w sposób oryginalny rozwiązał postawiony problem naukowy, posiada ogólną wiedzę teoretyczną w danej dziedzinie, a także umiejętnie realizuje badania własne.

Biorąc pod uwagę moją ocenę rozprawy doktorskiej mgr Mariusza Szpringera zawartą w poszczególnych punktach niniejszej recenzji **uwazam, że recenzowana rozprawa doktorska mgr Mariusza Szpringera spełnia wymogi stawiane rozprawom doktorskim zawarte w ustawie z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki tzn. stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.**

W związku z tym wnioskuję o dopuszczenie recenzowanej rozprawy do publicznej obrony.

