

dr hab. Sławomir Franek, prof. US

Uniwersytet Szczeciński

Katedra Finansów i Bankowości

Recenzja rozprawy doktorskiej

mgr Mileny Jakubas

pt. „Analiza bankowych hybrydowych instrumentów finansowych nowej generacji typu Contingent Convertible z punktu widzenia zdolności do absorpcji strat emitenta, w świetle nowych regulacji nadzorczych”

1. Ocena podjętego w rozprawie problemu naukowego

Zagadnienia związane z wrażliwością systemu finansowego na niewypłacalność banków znajdują się w głównym nurcie badań nad stabilnością systemu finansowego. Są także przedmiotem troski regulatorów systemu finansowego oraz instytucji nadzorczych. Problematyka ta jest szczególnie mocno eksponowana w literaturze przedmiotu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego końca pierwszej dekady XXI wieku, który uzewnętrznił niedoskonałość dotychczasowych regulacji mających służyć zapewnieniu stabilności finansowej. W przypadku instytucji kredytowych wymusiło to m. in. dalsze doskonalenie wymogów kapitałowych, tak aby zarówno pod względem ilościowym jak i jakościowym fundusze własne były w stanie absorbować potencjalne straty.

Jednym z efektów zmian wymogów kapitałowych stała się weryfikacja instrumentów finansowych, które mogą być kwalifikowane do funduszy własnych, co skutkowało stworzeniem specyficznej grupy instrumentów zdolnych do absorpcji strat emitenta instytucji finansowych. Ich hybrydowy charakter łączący cechy kapitału własnego i długu oraz wbudowane opcje, których aktywacja następuje w zależności od wystąpienia określonych zdarzeń zdefiniowanych w formie rozbudowanych klauzul wpisanych w konstrukcję tych instrumentów świadczy o ich złożoności oraz innowacyjnym charakterze. Nic więc dziwnego, że w ostatnich latach ta forma pozyskiwania funduszy na potrzeby zapewnienia wymogów kapitałowych spotkała się z zainteresowaniem banków – emitentów papierów wartościowych funkcjonujących pod nazwą Contingent Convertibles (CoCos), stanowiąc jednocześnie wyzwanie dla inwestorów z punktu widzenia wyceny ryzyka związanego z tak złożonymi innowacjami finansowymi.

Stąd też na uznanie zasługuje podjęta przez Doktorantkę problematyka badawcza, która jest nie tylko aktualna, ale również ważna, zarówno z punktu widzenia instytucji finansowych, jak i instytucji nadzorczych. Stanowi także kontynuację badań prowadzonych przez Promotora¹ niniejszej rozprawy rozszerzającą dotychczas znane rozważania nad instrumentami CoCos o analizy ich dostosowania do nowych wymogów regulacyjnych zmodyfikowanych pakietami CRDC/CRR2 oraz BRRD2. Ten związek z publikacjami Promotora jest zauważalny zarówno w strukturze poszczególnych części pracy, jak i w

¹ Por. Jaworski P., Kowalski A., Liberadzki M., Liberadzki K., *Obligacje typu CoCo i bail-in jako instrumenty rekapitalizacji banków i zwiększenia stabilności finansowej*. Materiały i Studia(335), NBP, Warszawa 2019; Liberadzki M., Liberadzki, K., *Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Share*. Springer, Berlin 2019.

przyjętej metodyce, które stanowią zauważalną inspirację do podniesienia w recenzowanej rozprawie nowych wątków.

Co istotne, wielowymiarowość (zarówno w ujęciu ekonomicznym, jak i prawnym) przeprowadzonych przez Doktorantkę rozważań poświęconych instrumentom typu CoCos doskonale wpisuje się w dyskusję nad ich obecnością także w polskim systemie finansowym jako rezultat wejścia w życie 1 października 2023 r. ustawy z dnia 14 kwietnia 2023 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ustawy o obligacjach, ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. 2023 poz. 825).

Nie dość, że w rozprawie przeprowadzono kompleksową analizę instrumentów CoCos w oparciu o ściśle zdefiniowane kryteria z wykorzystaniem przywoływanej literatury przedmiotu, to jednocześnie sformułowano autorskie propozycje zmian w konstrukcji instrumentów CoCos (bazujące na wynikach przeprowadzonych analiz empirycznych), służące ich dostosowaniu do nowych regulacji nadzorczych, co świadczy o tym, że w tej rozprawie znajduje się rozwiązanie oryginalnego problemu badawczego.

2. Ocena sformułowania tytułu pracy, celów pracy i hipotez badawczych

Recenzowaną rozprawę zatytułowano „Analiza bankowych hybrydowych instrumentów finansowych nowej generacji typu Contingent Convertible z punktu widzenia zdolności do absorpcji strat emitenta, w świetle nowych regulacji nadzorczych”. Taki sposób sformułowania tematu wskazuje szczegółowo, że: 1) praca ma charakter analityczny; 2) główną uwagę skupiono na analizie instrumentów CoCos z punktu widzenia ich zdolności do absorpcji strat przez banki; 3) tłem dla przeprowadzonych analiz jest ewolucja regulacji nadzorczych. Gdyby jednak praca miała zostać w przyszłości opublikowana w formie książkowej zachęcałbym do nadania tytułowi formy bardziej syntetycznej np. „Zdolność bankowych instrumentów finansowych Contingent Convertibles do absorpcji strat emitenta”, zwłaszcza że prezentowana praca znacząco wykracza poza wymiar analityczny, a jej wartością dodaną są rekomendacje mające zwiększyć skuteczność tych instrumentów w pokrywaniu potencjalnych strat instytucji kredytowych.

Eksponowanie przez Doktorantkę wymiaru analitycznego nie służy poprawności sformułowania celu pracy. Niewłaściwe jest formułowanie celu głównego jako analiza jakiegoś zjawiska, bowiem analizę traktować można co najwyżej jako sposób dążenia do osiągnięcia zakładanego celu. Niewłaściwe jest także wskazanie przez Doktorantkę, że celem pobocznym jest „zbadanie interakcji...”, bowiem podobnie jak w przypadku celu głównego, samo badanie jakiegoś zjawiska nie może być celem. Doktorantka przeprowadza przecież badanie po to, aby określić zdolność instrumentów CoCos do wypełniania stawianych im funkcji.

Wobec powyższego w przypadku recenzowanej pracy cel główny należałoby określić jako ocena zdolności przez instrumenty typu CoCos do absorpcji strat przed ogłoszeniem upadłości emitenta oraz po ogłoszeniu upadłości. Wówczas cel dodatkowy (aplikacyjny) można wskazać jako sformułowanie rekomendacji w zakresie dostosowania tych instrumentów do obecnych warunków regulacyjnych i rynkowych.

Również sposób sformułowania hipotez budzi wątpliwości. Doktorantka wskazuje jako hipotezę główną sformułowanie, że „utrzymanie skuteczności (...) wymaga modyfikacji (...)”, które w obecnej postaci można traktować raczej jako rekomendację zmian konstrukcji instrumentów CoCos. Gdyby próbować oddać intencje Doktorantki, to wówczas poprawnie określona hipoteza powinna brzmieć na przykład

tak: dotychczasowa konstrukcja instrumentów CoCos nie zapewnia skutecznej absorpcji strat (...). Podobnie niewłaściwe jest budowanie pierwszej hipotezy pomocniczej jako rekomendacji („Obecne sparametryzowanie poprzeczek (...) wymaga urealnienia (...)), bowiem Doktorantka w istocie weryfikuje hipotezę, że poprzeczki inicjujące są sparametryzowane na właściwym poziomie (i wynik tej weryfikacji jest negatywny, skoro wyniki badań wskazują, że poprzeczki te ustawione są za nisko). Także trzecia hipoteza pomocnicza powinna być sformułowana nie jako rekomendacja o potrzebie zwiększenia liczby zdarzeń inicjujących, ale jej brzmienie powinno wskazywać, że Doktorantka weryfikuje, czy zdarzenia inicjujące mechanizm konwersji lub obniżenia odpisu wartości nominalnej instrumentów CoCos uwzględniają zdarzenia inicjujące postępowanie *resolution*.

W przypadku hipotezy pomocniczej drugiej pierwsze ze zdań do niej przypisanych to prawidłowo sformułowana hipoteza, podczas gdy zdanie drugie jest już rekomendacją będącą wynikiem weryfikacji tej hipotezy. Czwarta hipoteza pomocnicza została sformułowana prawidłowo.

Mimo wskazanych zastrzeżeń co do sposobu sformułowania celów pracy i hipotez, nie budzą mojej wątpliwości walory metodyczne pracy, gdyż nawet w proponowanej przez Doktorantkę konwencji dostrzec można ścisły związek między celami pracy i sformułowanymi hipotezami. Dodatkowo istnieje duża spójność między strukturą pracy a hipotezami, które podlegają weryfikacji empirycznej. Doskonałym potwierdzeniem walorów metodycznych pracy jest przygotowane przez Doktorantkę zestawienie hipotez pomocniczych w tabeli 29 w podsumowaniu rozdziału piątego.

Oznacza to, że koncepcja metodyczna pracy jest spójna z jej treścią i zasługuje na pozytywną ocenę, choć ocena ta byłaby wyższa, gdyby Doktorantka wykazała się większą precyzją w formułowaniu celów i hipotez.

3. Ocena struktury i treści pracy

Praca składa się z pięciu rozdziałów i wraz ze wstępem, zakończeniem, załącznikami, bibliografią, spisem tabel, spisem rysunków oraz spisem załączników liczy 224 strony. Docenić należy zdolność Doktorantki do syntetyzowania wyników rozważań prowadzonych w poszczególnych rozdziałach przez kończenie każdego z nich wyodrębnionym podsumowaniem.

W pierwszym rozdziale uwagę skupiono na specyfice instrumentów CoCos na tle innych hybrydowych instrumentów finansowych, słusznie podkreślając ich silne uzależnienie od wymogów regulacyjnych oraz automatyzm w uruchomieniu mechanizmu konwersji lub obniżenia wartości instrumentu w przypadku zajścia zdarzenia inicjującego. W tej części pracy trafnie umiejscowiono genezę instrumentów CoCos w poszukiwaniu rozwiązań ograniczających negatywne dla bezpieczeństwa instytucji finansowych skutki kryzysów finansowych. Jednocześnie ewolucję tych instrumentów skonfrontowano ze zmianami regulacyjnymi wprowadzanymi przez Komitet Bazylejski w kolejnych wersjach umów kapitałowych. W moim przekonaniu niepotrzebnie w pracy tyle uwagi poświęcono głównym założeniom umów kapitałowych znanych pod nazwą Bazylea I, II i III oraz pakietu CRD IV/ CRR, bowiem te fragmenty pracy mają walory raczej dydaktyczne. Wystarczyłoby odniesienie tych regulacji do kwestii umocowania hybrydowych instrumentów finansowych. Bez wątpienia mocną stroną tej części pracy jest skupienie uwagi na nowych regulacjach nadzorczych (podrozdział 1.3), ze szczególnym uwzględnieniem dyrektywy BRRD2 oraz pakietu CRDV/CRR2, czego doskonałym podsumowaniem są tabela i rysunki na s. 45-47. Regulacje te stanowią dla Doktorantki uzasadnienie dla przeprowadzanej w dalszych części pracy analizy instrumentów CoCos z punktu widzenia ich zdolności do absorpcji strat.

Drugi rozdział pracy poświęcono szczegółowej charakterystyce instrumentów CoCos różnicując przy tym ich specyfikę w zależności od kwalifikowalności do dodatkowych funduszy podstawowych jako składowej Tier1 lub do funduszy uzupełniających Tier 2. W tej części pracy odniesiono się także do rozwiązań legislacyjnych w zakresie funkcjonowania instrumentów CoCos (nazwanych w polskim ustawodawstwie obligacjami kapitałowymi) przyjętych w Polsce w 2023 r. Dobrze, że tę część pracy kończy zestawienie zalet i wad instrumentów CoCos, chociaż ten fragment pracy budzi we mnie pewien niedosyt. Niedosyt ten wynika z faktu, że Doktorantka zestawiała występujące w literaturze przedmiotu poglądy na temat zalet i wad tych instrumentów nie przeprowadzając wokół nich dyskusji naukowej, w której wskazałaby na te elementy, które jej zdaniem nie są jednoznaczne. To zastrzeżenie o niewykorzystywaniu źródeł literaturowych do dyskusji naukowej i często bezkrytycznym przywoływaniu poglądów innych autorów można też odnieść do pozostałych rozdziałów pracy.

W rozdziale trzecim skupiono uwagę na procedurze przymusowej restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji (*resolution*) zakładającej konieczność zastosowania mechanizmu umorzenia lub konwersji zobowiązań (*bail-in*), do czego idealnie nadają się instrumenty CoCos. W tej części pracy Doktorantka po raz kolejny wykazała się doskonałą i szczegółową znajomością regulacji kapitałowych, którym podlegają banki, ale na uznanie zasługują także dwa inne elementy wyeksponowane w tym rozdziale. Po pierwsze, docenić należy umiejętność syntetycznego zestawienia przypadków zastosowania mechanizmu *bail-in* w ratowaniu wybranych banków, a także wskazanie na specyfikę odpisu instrumentów CoCos zastosowaną w przypadku banku Credit Suisse z uwypukleniem kontrowersji z tym związanych. Po drugie, na uwagę zasługuje bardzo przejrzysta prezentacja zagadnień parametryzacji poprzeczek inicjujących mechanizm absorpcji strat z punktu widzenia rozwiązań pakietu CRDV/CRR2 i BRRD2, które stanowiły punkt wyjścia do przeprowadzonych w dalszej części pracy badań empirycznych. Spośród trzech pierwszych rozdziałów, którym można nadać znamiona rozdziałów teoretycznych, to właśnie zawartość rozdziału trzeciego oceniam najwyżej.

Czwarty rozdział poświęcono analizie ryzyka materializacji klauzuli anulowania płatności odsetkowych (*coupon deferral*) instrumentów CoCos z punktu widzenia jej skuteczności w absorpcji strat emitenta. W analizie tej skoncentrowano się na podstawowych parametrach uwzględnianych przez uczestników rynku w kalkulacji ryzyka związanego ze zmaterializowaniem się klauzuli *coupon deferral*, tj. tzw. poduszce wymogu maksymalnej wypłaty (*MDA cushion*) oraz wielkości pozycji bilansu podlegających podziałowi (*ADI*). Analizy w tym zakresie uzupełniono przypadkiem CoCos wyemitowanych przez Deutsche Bank, wobec których urealniło się w 2016 r. ryzyko anulowania wypłaty kuponu ze względu na zbyt niski poziom *ADI*, co ostatecznie skutkowało załamaniem rynku CoCos. Dzięki przeprowadzonym analizom Doktorantka zweryfikowała pozytywnie hipotezę pomocniczą 2 i odrzuciła hipotezę 4. Mocną stroną tej części pracy są trafnie sformułowane wnioski, ze wskazaniem wątpliwości, co do korzyści klauzuli *coupon deferral* w świetle nowych regulacji kapitałowych.

Podobnie jak rozdział czwarty, także rozdział piąty oparto na prezentacji wyników analiz empirycznych instrumentów CoCos. Skupiają się one na: 1) analizie odległości współczynnika wypłacalności banków od kontraktowego poziomu poprzeczki, określonego w warunkach emisji instrumentów CoCos - podrozdział 5.2; 2) analizie wskaźników regulacyjnych w wybranych 5 bankach europejskich o zróżnicowanej wartości tzw. gęstości aktywów ważonych ryzykiem (*RWA density*) – podrozdział 5.3; 3) analizie regresji spreadu instrumentów CoCos (157 emisji) wyemitowanych przez 35 banków europejskie z wykorzystaniem 14 różnych zmiennych objaśniających (podrozdział 5.4). Dzięki nim możliwa była weryfikacja sformułowanych hipotez badawczych. Mocną stroną tej części pracy są przejrzyste określone założenia metodyczne nawiązujące do rozważań poruszanych we wcześniejszych częściach pracy. Konstrukcja tego rozdziału potwierdza dużą spójność części teoretycznej rozprawy z jej warstwą empiryczną. Nie budzi także wątpliwości sposób sformułowania wniosków odnoszących się do

wyników analiz przedstawionych w podpunktach 5.2 i 5.3. W przypadku analizy regresji wskazać należy jednak na pewne niedoskonałości. Po pierwsze, nie uzasadniono doboru do modelu niektórych zmiennych (X11, X12). Po drugie, Doktorantka skupia się także w swoich rozważaniach na tych zmiennych, które w świetle estymacji modeli nie wykazują istotności statystycznej. Po trzecie, Doktorantka nie wyjaśnia różnic w wynikach estymacji modeli 1a i 1b w przypadku tych zmiennych, których parametry modelu przyjmują przeciwne znaki koncentrując uwagę jedynie na różnicach w poziomie istotności. Różnice te powinny stać się podstawą refleksji nad stabilnością uzyskanych oszacowań parametrów modeli. Dodatkowo Doktorantka powinna przeprowadzić dyskusję nad wynikami modelu w porównaniu do wyników przedstawionych we wcześniejszych publikacjach, których współautorem jest Promotor.

Moje wątpliwości zwracają również pojawiające się w tej części pracy sformułowania, że jakaś zmienna wykazała wyższą istotność statystyczną niż inna zmienna, w sytuacji gdy wyniki oszacowania modelu wskazują, że te zmienne nie są istotne statystycznie (na przykład na s. 189 odnośnie do zmiennych X8 i X9). W rzeczywistości świadczy taka sytuacja co najwyżej o mniejszej nieistotności (ale jednak wciąż nieistotności). Wskazane uwagi oznaczają, że w zaprezentowanej formie wnioski wynikające z przeprowadzonej analizy regresji są sformułowane zbyt jednoznacznie wobec niejednoznacznych wyników estymacji.

Mimo wskazanych niedostatków mocną stroną pracy jest powiązanie poszczególnych jej części w spójną całość i stopniowe uszczegóławianie prezentowanych zagadnień. Pozwala to, mimo złożoności podejmowanych problematyki, bez większego trudu na śledzenie zamysłu badawczego Doktorantki. Na wysokie uznanie zasługuje sam pomysł weryfikacji skuteczności instrumentów CoCos z punktu widzenia nowych regulacji nadzorczych. Tym samym Doktorantka potwierdza dużą wiedzę z zakresu dyscypliny ekonomia i finanse, ze szczególnym uwzględnieniem regulacji nadzorczych, jakim podlegają instytucje kredytowe. Przejrzystość prowadzonego wywodu oraz sposób weryfikacji stawianych hipotez badawczych pozwalają także pozytywnie ocenić umiejętności Doktorantki, co do samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

4. Ocena wykorzystanej literatury przedmiotu

Bibliografia obejmuje ponad 100 pozycji literaturowych, co należy uznać za liczbę wystarczającą, zwłaszcza wobec uzupełnienia bibliografii o bogate zestawienie aktów prawnych oraz raportów i dokumentów instytucji tworzących sieć bezpieczeństwa finansowego. Nie dziwi przy tym, że większość tych źródeł to pozycje anglojęzyczne. Dobór źródeł literaturowych jest adekwatny do poruszanej w pracy problematyki.

5. Ocena strony językowej

Warstwa redakcyjna recenzowanej rozprawy nie jest doskonała. W treści pojawia się wiele sformułowań, które wskazują na niedopracowanie redakcyjne rozprawy. I tak przykładowo:

- „(...) zasiły europejskie ramy prawne obejmujące pakiet CRD IV (Capital Requirement Directive IV) / CRR (Capital Requirement Regulation), będącego implementacją (...) – s. 8.; powinno być: będący;
- „(...) uchodzą jako (...)” – s. 8; powinno być: uchodzą za;
- „(...)potem na wierzycieli odnośnie wybranych klas zobowiązań(...) – s. 10; powinno być zapewne: potem na wierzycieli w zależności od wybranych klas zobowiązań;

- „(...) przejawiają (...) wyższe stopy (...)” – s. 12; powinno być: wykazują lub mają;
- „(...) miały swoje źródło u przyczyn (...)” – s. 12; powinno być: przyczyniły się;
- „(...) instrumentów o podobnym podłożu (...)” – s. 17; powinno być: podobnej specyfice/charakterystyce;
- „(...) przybierają postać kapitału obcego, który generuje ich nabywcom stały dochód (...)” – s. 18; powinno być: zapewnia/przynosi
- „hybryd korporacyjne” – s. 24; „sowim zakresem” – s.27
- „Bazyła III” – s. 38; dodatkowo w przypadku umów bazylejskich razi brak stosowania jednolitej konwencji, bowiem czasami Doktorantka używa sformułowania w języku polskim – Bazylea (np. s 31), innym razem w języku angielskim – Basel (np. s. 32);
- „cechują się wyższą jakości, rozśmianą jako większą zdolnością do absorpcji start” – s. 50.

Tego rodzaju usterek jest w pracy zdecydowanie więcej, co oznacza, że jeśli Doktorantka podejmie wyzwanie wydania rozprawy w formie książkowej konieczna będzie profesjonalna redakcja językowa.

O niedopracowaniu redakcyjnym świadczy także sposób prezentacji wyników analizy regresji na stronach 188-192, gdzie format tabel 23-24 jest inny niż w tabelach 25-28. Nie ułatwia czytania pracy także niejednolita konwencja wykorzystywanych kategorii regulacyjnych, które czasami są tłumaczone na język polski (nie zawsze jednolicie), a innym razem przytaczane w języku angielskim. Mam świadomość, że wykorzystywane w pracy pojęcia są dość hermetyczne, stąd chyba lepszym rozwiązaniem byłoby przyjęcie formy oryginalnej z języka angielskiego, zwłaszcza że taka forma jest jednak w pracy stosowana częściowo.

Usterki redakcyjne osłabiają generalnie pozytywny odbiór recenzowanej pracy.

Konkluzja

Badania Doktorantki nad skutecznością instrumentów CoCos z punktu widzenia zdolności do absorpcji strat emitenta, pozwalają na uznanie, że przedstawiona do recenzji rozprawa:

- stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego;
- świadczy o ogólnej wiedzy teoretycznej Doktorantki w dyscyplinie ekonomia i finanse;
- dowodzi umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej,

a tym samym spełnia przesłanki określone w treści art. 187 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. W związku z powyższym wnioskuję o dopuszczenie Doktorantki do publicznej obrony w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Bezrzecze, 12.03.2024

