

## **ОТЗЫВ**

**официального оппонента, кандидата экономических наук Бардаевой Полины Сергеевны, на диссертацию Михайлова Александра Евгеньевича на тему «Механизм синдицированного кредитования в крупных частных российских банках и направления его совершенствования», представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**Актуальность темы диссертационного исследования.** На современном этапе развития экономики основным приоритетом российских компаний является улучшение условий и расширение возможностей привлечения финансирования. В условиях введенных экономических санкций для многих крупнейших российских компаний (нефтегазовых, горнодобывающих и металлургических) привлечение финансирования в виде обычного кредита от западных инвесторов стало невозможным. При этом российские банки и компании, также ограниченные санкциями, могут лишь частично по объему заместить привлечения от иностранных кредиторов. В подобной ситуации для удовлетворения спроса на долгосрочные долговые инструменты со стороны российских компаний все большее значение приобретают такие банковские продукты, как облигации, ноты, а также синдицированные и структурированные кредиты.

Синдицированное кредитование не получило достаточного развития в России по сравнению с развитыми западными странами, где оно имеет длительную историю развития и является одним из основных инструментов долгового финансирования компаний. Тем не менее, данный продукт имеет много преимуществ для заемщика и для банка-организатора по сравнению с другими долговыми инструментами финансирования, что обуславливает актуальность исследования механизма синдицированного кредитования в России.

**Достоверность и обоснованность научных положений, выводов, рекомендаций** подтверждается методологической и теоретической основой исследования. В диссертационной работе были проанализированы труды отечественных и зарубежных авторов, многочисленные интернет-источники, материалы периодической печати. В работе использовался значительный объем статистических данных из 5 статистических баз – «Dealogic», «Loans.Cbonds», «Bloomberg», «Reuters», а также «СПАРК». При

подготовке диссертационного исследования Михайлов А.Е. также использовал обзоры рынка синдицированного кредитования. В диссертационном исследовании автор опирался на различные методы анализа: сравнительный, лонгитюдный, шкалирование, корреляционный и регрессионный анализ.

Результаты исследования получены с использованием большого количества материала и необходимого для его обработки инструментария, не противоречащего работам зарубежных и российских исследователей. В связи с этим сформулированные автором положения в диссертации являются достоверными и обоснованными. Достоверность исследования также подкрепляется публикациями автора в 9 научных изданиях, в том числе 4 статьями в журналах, включенных ВАК в перечень ведущих рецензируемых научных изданий и журналов.

**Научная новизна исследования** характеризуется постановкой и решением в работе следующих научно-практических задач:

- Автором определены тенденции российского рынка синдицированного кредитования за 2009-2013 гг. в разрезе отраслей, банков-участников, целей, сроков и валюты кредитования. На основе оценки тенденций российского рынка синдицированного кредитования сформулирована авторская комплексная система развития синдицированного кредитования для крупных частных российских банков.
- Соискателем обоснован комплексный подход к решению проблем по размещению синдицированного кредита на российском рынке.
- Обоснован порядок действий крупного частного банка-организатора синдицированного кредита с целью эффективного взаимодействия внутрибанковских подразделений и доведения до заемщика существенной информации по продукту «синдицированный кредит».
- Автором впервые предложен алгоритм ценообразования синдицированного кредита для российской компании на основе рыночных аналогов, а также на основе финансовых факторов, оказывающих влияние на процентную ставку по синдицированному кредиту.
- Обоснованы предложения по оптимизации документооборота для оформления первичного пакета документов при организации сделок по синдицированному кредиту.
- Сформулированы практические рекомендации по качественному изменению подхода к содержанию финансово-аналитической документации для потенциальных инвесторов, приглашаемых к участию в синдицированном кредите.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.** Теоретические разработки автора вносят вклад в развитие теории и практики долгового финансирования в РФ, финансирования деятельности и оптимизации кредитного портфеля компании, а также вопросов поддержки и стимулирования российского рынка синдицированного кредитования.

Практическая значимость исследования состоит в том, что разработанные в нем положения могут быть использованы хозяйствующими субъектами, функционирующими на российском рынке, в процессе выбора наиболее эффективного способа и условий финансирования, оценки и минимизации рисков, сопряженных с подготовкой сделки по синдицированному кредитованию и последующим размещением синдицированного кредита. Государственные органы власти и банки могут использовать новые комплексные предложения по эффективному размещению синдицированного кредита и адекватным формам его правовой интерпретации для поддержки крупнейших российских компаний с выручкой от 6 млрд. рублей, которые планируют впервые выйти на публичные долговые рынки. Научные результаты проведенного исследования позволят банкам-организаторам синдицированных кредитов оптимизировать работу своих подразделений по синдицированному кредитованию на различных этапах организации синдицированного кредита. Такие улучшения увеличат вероятность закрытия сделки. Банки-участники синдицированных кредитов смогут принимать обоснованные решения и повысить свою вовлеченность в купле-продаже долей синдицированных кредитов. Улучшение процесса организации синдицированного кредитования у крупных частных банков позволит увеличить объем и количество сделок на российском рынке и значительно увеличить популярность синдицированного кредита как инструмента долгового финансирования.

**Оценка структуры и содержания работы.** Диссертационное исследование включает введение, три главы, список литературы из 107 источников и приложения. Общий объем работы – 142 страницы, в том числе 114 страниц собственно текст диссертации. Работа содержит 14 рисунков, 11 таблиц и 4 приложений.

Структура диссертации построена логично и позволяет соискателю в полном объеме изложить суть проблемы, а также сделать содержательные и обоснованные выводы по результатам исследования.

**В первой главе** определяются и подробно рассматриваются особенности организации синдицированного кредита [с. 13-25], такие как наличие большого

количества сторон с разнообразными функциями, многосторонний характер договора, равноправие кредиторов, единство документации, единство информации, а также возможность выбора юрисдикции. Основные функции в процессе организации синдицированного кредита возлагаются на банк-организатор [с.19-21], который отвечает за разработку оптимальной структуры сделки и основных условий предоставления кредита, а также размещение синдицированного кредита на рынке и закрытие сделки.

Сравнивая синдицированный кредит с другими долговыми инструментами финансирования, Михайлов А.Е. показывает, что данный инструмент имеет существенные преимущества по сравнению с другими долговыми инструментами финансирования [с. 28-37]. В качестве основных преимуществ для банка-организатора, автор отмечает высокую доходность синдицированного кредита, меньший объем принимаемого риска, а также возможность получить дополнительный доход от дополнительных банковских продуктов и диверсифицировать кредитный портфель по отраслям. Для компании-заемщика преимуществ организации синдицированного кредита намного больше, и соискатель сводит их в единую таблицу [с. 39].

**Во второй главе** Михайлов А.Е. определяет особенности российского рынка синдицированного кредитования, а также его тенденции [с. 44-51] в разрезе отраслей, банков-участников, целей, сроков и валюты кредитования. Основываясь на особенностях и тенденциях, автор разрабатывает набор конкретных предложений по развитию рынка синдицированного кредитования [с. 65-66]. Данные предложения ориентированы на увеличение объема синдицированного кредитования для предприятий, выпускающих продукцию для внутреннего рынка, на использование механизма кредитной синдикации для проектов с четко прогнозируемыми денежными потоками (проектного финансирования), на увеличение от 3 до 7 лет временных горизонтов сделок в рублях, а также на увеличение совокупного объема сделок.

При рассмотрении проблем российского рынка синдицированного кредитования, автор для каждой проблемы предлагает возможные пути их решения. Соискатель уделяет внимание проблемам, связанным как с правовым обеспечением рынка синдицированного кредитования [с. 52-60], так и проблемам, связанным с размещением синдицированного кредита на рынке [с. 60-64]. В частности, исследуя проблему размещения синдицированного кредита на рынке, автор предлагает активно формировать кредитные синдикаты для предприятий, работающих на внутреннем рынке, с целью развития рублевого сегмента кредитования, а также начать формирование всероссийской базы кредиторов для оперативного размещения синдицированного кредита на рынке. Михайлов

А.Е. также предлагает точнее выбирать момент выхода на рынок с заранее подготовленной сделкой и разработать программу обучения специалистов для совершенствования их навыков по структурированию сделки.

**В третьей главе** автор обосновывает порядок действий крупного частного банка-организатора синдицированного кредита для эффективного взаимодействия внутрибанковских подразделений и донесения до заемщика существенной информации по продукту «синдицированный кредит» [с. 68-71]. Соискатель впервые предлагает алгоритм ценообразования синдицированного кредита, используя 2 подхода для ценообразования: на основе рыночных аналогов, а также на основе финансовых факторов, оказывающих влияние на эффективную процентную ставку [с. 71-79]. В результате, формируется ценообразование для отраслей с обращающимися и не обращающимися облигациями, а также эконометрическая модель, которая позволяет с высокой степенью точности определить эффективную процентную ставку для компаний, не имеющих публичной кредитной истории.

Автор подробно останавливается на этапе структурирования сделки – оптимизации документооборота для оформления первичной документации при организации сделок по синдицированному кредиту [с. 80-90]. Этот момент является достаточно важным в организации синдицированного кредитования, учитывая отсутствие многих существенных аспектов (конкретных условий финансирования, заверений, обеспечения, обязательств) в первичной документации у большого количества банков-организаторов.

Автор достаточно подробно раскрывает структуру финансово-аналитической документации (информационного меморандума, финансовой модели, презентации для инвесторов), а также формулирует практические рекомендации по качественному изменению подхода к ее содержанию [с. 90-100]. Рекомендации формулируются как с точки зрения детального представления финансовой модели, так и с точки зрения основных разделов информационного меморандума, связанных с факторами инвестиционной привлекательности, бизнесом заемщика, стратегией, обзором рынка и анализом финансовой отчетности.

Сформулированные соискателем выводы и рекомендации являются заметным вкладом в изучение механизма синдицированного кредитования. Положения работы могут непосредственно использоваться и применяться крупными частными банками для своих подразделений по синдицированному кредитованию.

В то же время работа Михайлова А.Е. не лишена некоторых недостатков.



1. Автору следовало бы привести анализ принципиальных отличий теоретических основ синдицированного кредитования от иных видов привлечения финансирования в первой главе работы, а также определить особенности данного вида привлечения средств с позиции заемщика, а не только банка-организатора, представляющего собой инвестора.

2. Диссертационное исследование выиграло бы от того, если бы автор в третьей главе дал более детальное освещение процесса размещения синдицированного кредита и разработал больше рекомендаций для банка-организатора при взаимодействии с банками-участниками. Учитывая санкции и экономический кризис, процедура размещения синдицированного кредита на российском рынке усложняется.

3. В приложения автору следовало бы добавить, наряду с проектом предварительных условий организации синдицированного кредита и договора, проект информационного меморандума. Такая детализация усилила бы практическую составляющую в работе и детализацию финансово-аналитических материалов.

Однако отмеченные недоработки качественно не влияют на высокую оценку выполненной диссертационной работы.

Диссертация является законченным исследовательским трудом, написанным на актуальную тему. Работа выполнена самостоятельно на высоком уровне и имеет безусловную научную и практическую ценность. Выводы и положения диссертации опираются на обширный материал, обобщенный и проанализированный на высоком научном уровне. Работа носит законченный характер и свидетельствует о высокой научной подготовке автора. Оформление диссертации отвечает всем установленным требованиям. Материал изложен последовательно и логично.

Публикации соискателя, а также автореферат в полной мере отражают содержание диссертации.

### **Общее заключение.**

Изложенное позволяет сделать вывод о том, что диссертация Михайлова А.Е. на тему «Механизм синдицированного кредитования в крупных частных российских банках и направления его совершенствования» является самостоятельной завершенной научно-квалификационной работой, в которой изложены новые научно обоснованные экономические решения и разработки, имеющие существенное значение для развития синдицированного кредитования в крупных частных российских банках.

Диссертация Михайлова А.Е. по уровню теоретической проработки, научной новизне и практической значимости отвечает требованиям, предъявляемым ВАК Минобрнауки России к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук в соответствии с п.9 «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. №842.

Автор диссертации Михайлов Александр Евгеньевич заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент

Кандидат экономических наук  
Руководитель направления  
Отдела АЛМ дочерних обществ  
ПАО «Сбербанк России»

**Бардаева Полина Сергеевна**

Адрес: 117997 г. Москва, ул. Вавилова, д. 19

Тел.: +7 (916) 530-17-06

Электронная почта: psbardaeva@sberbank.ru

Личную подпись  
кандидата экономических наук  
Бардаевой Полины Сергеевны  
удостоверяю.

02.11.2015

Начальник отдела оформления  
трудовых отношений и кадрового  
учета ОКУ ДКП ПАО «Сбербанк  
России»

Прилепина Т.С.

