CONCORDE MB PARTNERS | IMAP

IDŐÁLLÓ CÉGÉRTÉK ÉPÍTÉSE
TOVÁBB TERJESZKEDÜNK
FOKOZÓDÓ NYOMÁS A MAGYAR VÁLLALATOKON
TÚL A SIKERES IPO-N
VÁLSÁGOKON KERESZTÜL VEZET AZ ÚT AZ EURÓ BEVEZETÉSE FELÉ
REPOWEREU ÉS MAGYARORSZÁG
KÉPZELT INTERJÚ EGY IFJÚ VETERÁNNAL
KÖZGAZDASÁGTAN ÉS HUMANIZMUS
HOGY NE VESZÍTSÜK EL A CSALÁDI VAGYONKEZELÉS ELŐNYEIT?

cégérték

19. ÉVFOLYAM 119. SZÁM | 2023–24. TÉL

© CÉGÉRTÉK CÉGELADÁSI, -ÉRTÉKELÉSI, -FELVÁSÁRLÁSI ÉS TŐKEBEFEKTETÉSI MAGAZIN VÁLLALKOZÓKNAK ÉS CÉGBEFEKTETŐKNEK.
FELELŐS KIADÓ: CONCORDE MB PARTNERS KFT.
POSTACÍM: 1051 BUDAPEST, JÓZSEF ATTILA UTCA 1.
E-MAIL: CEGERTEK@CMBP.HU

PRIVÁT TOP 100

A 2023-AS LISTA

Marsh

A kiberkockázatok minden szervezetet átfogóan érintenek

Kezelésükre adatvezérelt megoldásokat tudunk nyújtani!
Lépjen kapcsolatba kiberbiztosítási szakértőnkkel:

marsh.hu

A Marsh a világ vezető kockázatkezelési tanácsadó és biztosításközvetítő vállalata. Több mint 45.000 kollégánk 130 országban áll ügyfeleink rendelkezésére a kritikus üzleti kihívások azonosításában, az ezekkel való tervezésben és a megfelelő válaszok kidolgozásában.

A business of Marsh McLennan

KEDVES CÉGÉRTÉK-OLVASÓK!

Sok szeretettel köszöntöm Önöket a Cégérték 2023–24. évi téli számával. Az idei tél viszonylag enyhe a mi régiónkban – mi ennél ütősebb számmal jelentkezünk, sok, remélhetőleg a szélesebb üzleti közönség számára is érdekes témát felsorakoztatva.

A lapszám címlaptörténete és vezető cikke a magyar privát vállalatok 2023-as listájának bemutatása, amely idén nyolcadik alkalommal jelentkezik a Cégérték hasábjain. Annak idején azért indítottuk – itthon úttörőként – útjára a témát, mert azt gondoltuk, hogy a hazai magáncégek sikerei méltatlanul ritkán kerültek megünneplésre. Mi ezt a listát ezeknek a cégeknek és sikereiknek megörökítésére és méltatására készítjük el. Jó szívvel ajánlom a lista és az elemzés mélyebb megismerését mindenkinek, aki a hazai üzleti élet után érdeklődik.

Magas cégértéket elérni egy dolog – fenntartani és növelni egy másik. A hosszú távú cégértékképítésről szólt az előadásom a *Jalsovszky*val és egyéb partnereinkkel együtt a 2023 novemberében tartott budapesti konferenciánkon, mely összességében nagyon jól sikerült. Az előadások közül többet is nagy érdeklődés kísért, ezért úgy gondoltuk, hogy megéri írásban is a szélesebb üzleti közönség elé tárni az ott megosztott gondolatokat, egy ügyfelünk tapasztalatain alapuló esettanulmánnyal kiegészítve. Ez és az előző téma szorosan összefügg; kíváncsian várjuk, hogy tíz év múlva hogyan fog alakulni a legnagyobb magyar privát cégek listája, azaz hányan tudják a mostani listából megfogadni a javaslatainkat, és jelentősen előrelépni.

A kiadvány további érdekességeket is tartalmaz. Beszámolunk egy kis személyes sikerről: arról, hogy a CMBP részesedést szerzett az *IMAP UK*-ben, és ezzel belépett a nagy-britanniai tranzakciós tanácsadási piacra. Ügyfeleink sikertörténetei közül ezúttal az *Adventum* egyik leánycégének tőzsdére lépését és nyilvános tőkeemelését mutatjuk be – *Bárány Kristóff*al, az Adventum alapítójával készítettünk interjút. Folytatjuk a *„Nekünk EU kell”* cikksorozatunkat, melynek keretében *Szalay-Berzeviczy Attila* – a *Budapesti Értéktőzsde* korábbi elnöke – járja végig az euró bevezetésének kérdéskörét a görögök példáján keresztül. Részletesen beszámolunk az *ESG* kapcsán a vállalatokat érintő – kicsit hirtelen, a karácsonyi szünet javában elfogadott – új szabályozásról, valamint ezzel kapcsolatosan az Európai Unió erőfeszítéseiről az energiahatékonyság területén.

Partnereink közül a *Concorde Értékpapír* szakemberei a forint közelmúltbeli sorsát és jövőjét elemzik, a *Jalsovszky* pedig a családi vagyontervezés előnyeit tárgyalja a megváltozott jogi környezetben.

Minden munkatársam nevében jó olvasást és cégértékteremtést kívánok!

SZENDRŐI GÁBOR
ÜGYVEZETŐ PARTNER
IMAP IGAZGATÓSÁGI TAG
VÁLLALHATÓ ÜZLETI KULTÚRÁÉRT NAGYKÖVET
CONCORDE MB PARTNERS
GABOR.SZENDROI@CMBP.HU

PRIVÁT TOP 100
A 2023-AS LISTA

IMMÁRON NYOLCADIK ALKALOMMAL KÉSZÍTJÜK EL ÖNÖKNEK A PRIVÁT TOP 100 LISTÁNKAT: A HAZAI TULAJDONÚ TÁRSASÁGOK RANGSORÁT BECSÜLT CÉGÉRTÉKÜK ALAPJÁN. A SZÁMÍTÁSOK ALAPJÁT EZÚTTAL IS AZ ELŐZŐ KÉT ÉV ÁTLAGOS EBITDA-SZINTŰ EREDMÉNYE (ÜZEMI SZINTŰ EREDMÉNY+ ÉRTÉKCSÖKKENÉSI LEÍRÁS) JELENTETTE AZ EV/EBITDA-ALAPÚ SZORZÓSZÁMOS ÉRTÉKELÉSHEZ, ELISMERVE EZZEL A TARTÓSAN ÉS EGYENLETESEN JÓ TELJESÍTMÉNYT, AMI EBBEN A NEHÉZ KÖRNYEZETBEN NYÚJTVA KÜLÖN ELISMERÉST ÉRDEMEL.

MÓDSZERTAN

A lista összeállításának szempontjai:

- hazai magánszemély (nem feltétlen magyar állampolgárok) tulajdonában álló cégeket és magyar jogi személyeket listáztunk;
- nem számoltunk az állami, önkormányzati, magántőkealap-tulajdonban lévő és a tőzsdei jelenléttel és tulajdonossal bíró cégekkel;
- nem értékeltük a pénzügyi szolgáltatókat és az ingatlanfejlesztőket, de az építőiparban tevékenykedőket igen;

ÉRTÉK = EREDMÉNY x SZORZÓ

A szorzókat gyakran adottságként érzékelik az eladók, valójában komoly ráhatásuk lehet. Az *Assay Corporate Finance* kidolgozott erre egy módszertant, mely használatára kizárólagos jogot kapott a Concorde MB Partners Magyarországon. A *Tőkeérték Növelő Stratégia (Equity Strategy Plan)* segítségével azonosítani és fejleszteni tudjuk a vállalkozások azon nem pénzügyi jellemzőit, amelyek befolyással bírnak a társaság értékére.

- egyedi cégekre fókuszáltunk, a cégcsoportok szintje akkor lépett be, amennyiben közétettek konszolidált beszámolót a lista összeállításának időpontjáig (nem vontunk össze egy tulajdonosi kézben lévő, kapcsolódó tevékenységet végző cégeket).

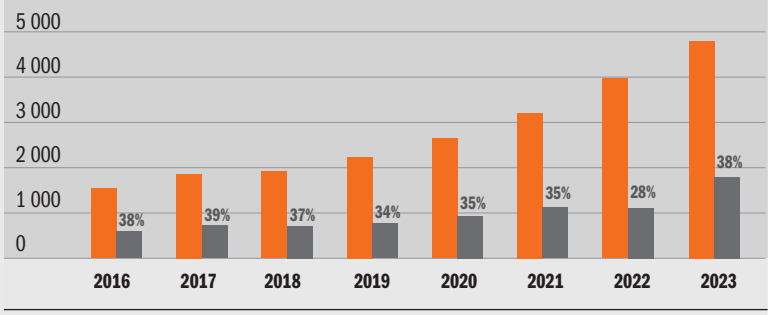
Covid19, majd energiaválság, a háború közelsége, barátságtalan kamatkörnyezet és infláció. Ezek adták az elmúlt évek kereteit, és szorították fegyelmezettségre költségoldalon a piaci szereplőket. A pénzügyi kimutatások szerint pozitív eredménnyel.

Becslésünk szerint a száz legnagyobb hazai magántulajdonú társaság összértéke 2023-ban 4 798 milliárd Ft a 2021–22-es pénzügyi évek eredményei alapján. A listát vezető cég értékét bőven 200 milliárd forint felettire becsüljük, míg a 100. értéke is meghaladja a 15 milliárd forintot. A legelső listában, a 2015-ös adatok alapján számított cégértéknél a bekerülési küszöb 5 milliárd forint volt. A tavalyi évhez képest 21%-os növekmény 83%-át a top tíz vállalat hozta össze. A tavalyi koncentrációcsökkenés ideiglenesnek bizonyult, a legnagyobb tíz cég már 38%-ot hasít ki az összértékből. *(1. ábra)*

A fenti értékeket nem ugyanazon céglista alapozta meg: 13 cég került fel a listára és ugyanannyi távozott. Csak tavaly szerepelt a listán egy kifejezetten kiemelkedő évnek köszönhetően: ilyen volt a *Ganz-MaVag International Kft.* A listáról épp hogy kiszorult a *Lakógép Kft.* és a *Medirex Kft.* Ugyanígy nem sok hiányzott az *Univill Trade Kft.*, a *Cyclolab Kft.* és a *Ferzol Kft.* listára kerüléséhez. A *Vajda Papír Kft.* eredményét megtépázta az energiaárak kitörése, de bízunk benne, hogy a normalizálódás és az új beruházás beérése kapcsán hamarosan újra szerepelnek a listán. A *Tolnagro* módszertani okok miatt, konszolidált beszámoló hiányában került le a listáról. Először nem szerepel a *Csaba Metál Zrt.*, a *Central Media*-t konszolidáló *Termindex Zrt.,* valamint a *Kőröstej Kft.* A korábban állandó szereplő *Hungerit Zrt.* tulajdonosi átrendeződés miatt került ki.

A fenti cégek helyét vette át a visszatérő *Agrikon KAM Kft.*, és a tavaly sajnálatos módon adatbázishiba miatt kimaradt *Metál Hungária Holding Zrt.* Új belépő az adatgazdálkodást támogató *Areus Zrt.*, a *Tradis Zrt.* (energetika és dohányipar); az utánfutó-alkatrészekben érdekelt *Autóflex Knott Kft.*; az *UTT Europe Kft.* ruházati disztribútor; a *Patika Plus* hálózathoz köthető *ISR Invest Kft.*; a *Hansa-Kontakt Inv. Kft.*; a víziszárnyas-előállító és -értékesítő cégcsoport anyavállalata, a *BÁCS-TAK Kft.*, a hasonló tevékenységet folytató *Green-Divízió Kft.*, a *Heavy Tools* mögött álló *Premium Sport Kft.*, a *Gépész Csoport* egyik tagja, a *Szido Kft.* valamint a könnyűfém csomagolóeszközök gyártásával is foglalkozó *Kaldera Kft. (Pikopack-Kaldera Csoport).*

1. ÁBRA: CÉGÉRTÉK-KONCENTRÁCIÓ A TÍZ LEGNAGYOBB CÉGNÉL 2016–2023

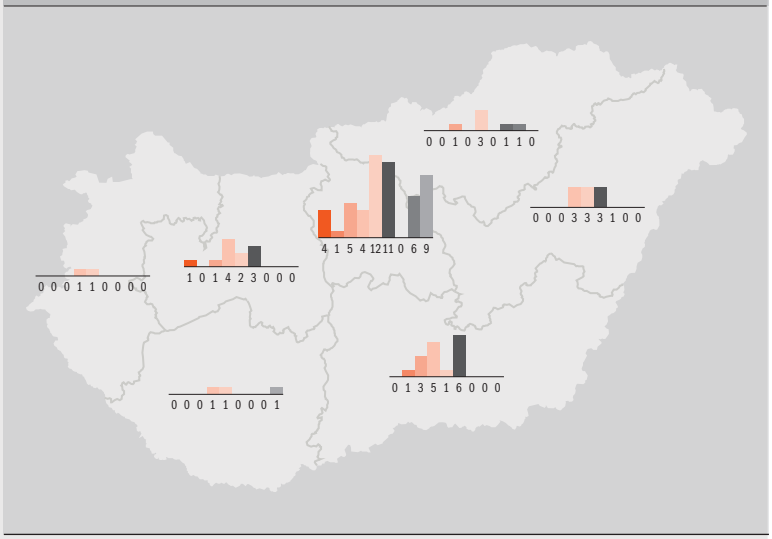


FORRÁS: PARTNERRADAR.HU, CEGINFO.HU, CMBP

CÉGÉRTÉK

Cégérték alatt egy társaság teljes értékét, azaz eszköz oldalról a materiális és immateriális eszközeinek könyvelési értékétől független teljes értékét vagy jövőbeli összes cash-flow-jának diszkontált értékét; forrás oldalról pedig a saját tőkéjének és kamatozó adósságainak összességét értjük. Ez az érték nem keverendő össze a tőkeértékkel, ami a cégértékből a kamatozó adósságok levonása után azt az értéket adja, ami a tulajdonosok saját vagyona. Ez utóbbit jelképezi pl. a tőzsdei kapitalizáció tőzsdei cégek esetén.

2. ÁBRA: A TOP 100 MAGYAR MAGÁNCÉG REGIONÁLIS MEGOSZLÁSA IPARÁGANKÉNTI BONTÁSBAN, 2022



FORRÁS: PARTNERRADAR.HU, CEGINFO.HU, CMBP

3. ÁBRA: CÉGÉRTÉKEK IPARÁGANKÉNT EV/EBITDA-ALAPÚ SZORZÓSZÁMOS ÉRTÉKELÉS SZERINT, 2022

IPARÁG	CÉGEK SZÁMA	EV/EBITDA ÁTLAG*	EV/EBITDA MINIMUM	EV/EBITDA MAXIMUM	CÉGÉRTÉK (MRD FT)	ÁTLAGOS CÉGÉRTÉK (MRD FT)
Ipari gyártás	23	5,9	3,0	9,0	1 471	63,9
Fogyasztási cikkek	18	6,5	5,0	8,0	1 056	58,6
Kereskedelem	23	5,4	4,0	7,0	740	32,2
Építőipar	10	3,5	3,0	4,0	617	61,7
TMT	10	6,5	2,0	15,0	300	30,0
Szolgáltatások	7	5,4	3,5	8,0	259	37,1
Egészségügy	5	8,0	7,5	9,0	176	35,2
Energia	2	4,8	4,5	5,0	120	59,8
Szállítmányozás	2	5,0	5,0	5,0	59	29,7
Összesen	**100**	**5,7**	**2**	**15**	**4 798**	**48,0**

FORRÁS: PARTNERRADAR.HU, CEGINFO.HU, CMBP

**nem súlyozott átlag*

Ebben a listában képviselő nélkül maradt Nógrád és Somogy megye is. A tavalyi listához képest a székhelyek földrajzi megoszlása szerinti cégérték nem változott jelentősen, a főváros és Pest megye dominanciája megmaradt (54%). Idén ezért a top 100 cég iparági kategóriák szerinti földrajzi megoszlását mutatjuk be térképen, kiemelve, hogy a lista a székhelyek és nem a legnagyobb termelést végző telephelyek szerint van rendezve. *(2. ábra)*

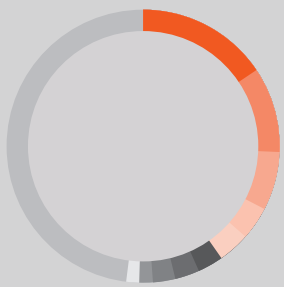
Az átlagot nézve, a legértékesebb cégek az ipari gyártásban tevékenykedtek a top 10 értékeltségének köszönhetően, de átlag felett teljesítettek az építőipari és energetikai cégek, valamint a fogyasztási cikkek gyártói. Kétszámjegyű EV/EBITDA-értékkel kevés társaságnál számoltunk. *(3. ábra)*

A Privát Top 100 listán szereplő társaságok, ahol konszolidált számokat veszünk számításba, cégcsoportok, 2022-ben több mint 90 300 embert (2021-ben 86 500-at) foglalkoztattak, közülük tíz vitte el a felét, míg cégértékből, amely főként az eredménytermelő képességen alakul, 20%-ot. A növekedés akár önmagában betudható lenne a listavezető *B+N Referencia Zrt.*-nek, ahol 4 353 fővel nőtt a statisztikai létszám. Míg a tíz legnagyobb foglalkoztató felel a munkavállalók 52%-áért, a tíz legnagyobb értékű cég a 31%-ért. *(4. ábra)*

Az átlagos EBITDA-marzs emelkedett a fogyasztási cikkek gyártóinál, mint például az élelmiszeriparban, összességében ugyanakkor csökkent, leginkább az energiaszektor (tény, hogy kisszámú) képviselőinek csoportjában. A kereskedelemben megjelenő negatív szám nem hibás számítás eredménye, a társaság 2022. évi veszteség mellett is átlag EBITDA alapján felkerült a listára. *(5. ábra)*

4. ÁBRA: A LEGTÖBB MUNKAVÁLLALÓT FOGLALKOZTATÓ CÉGEK, 2022

CÉGNÉV	ALKALMAZOTTI LÉTSZÁM (FŐ)	RÉSZESEDÉS AZ ÖSSZES FOGLALKOZTATOTTBÓL
B+N Referencia Zrt.	14 124	15,6%
Videoton Holding Zrt.	9 170	10,1%
Bonafarm Zrt.	6 360	7,0%
Nyírzem Zrt.	3 468	3,8%
Jász-Plasztik Kft.	3 448	3,8%
Progress Étteremhálózat Kft.	2 671	3,0%
Baromfi-Coop Kft. (MasterGood csoport)	2 595	2,9%
Unix Autó Kft.	1 957	2,2%
Bárdi Autó Zrt.	1 714	1,9%
KÉSZ Holding Zrt.	1 709	1,9%
Összesen	**90 347**	**52%**



Ezen cégek értéke a Privát Top 100-ból: 20%

FORRÁS: PARTNERRADAR.HU, CEGINFO.HU, CMBP

5. ÁBRA: EBITDA-FEDEZET ALAKULÁSA IPARÁGANKÉNT, 2022

IPARÁG	CÉGEK SZÁMA	EBITDA-FEDEZET, ÁTLAG* 2021	EBITDA-FEDEZET, MINIMUM 2022	EBITDA-FEDEZET, ÁTLAG* 2022	EBITDA-FEDEZET, MAXIMUM 2022
Egészségügy	5	30%	13%	31%	55%
Szolgáltatások	7	29%	6%	30%	65%
TMT	10	28%	4%	22%	57%
Ipari gyártás	23	21%	9%	20%	41%
Szállítmányozás	2	23%	14%	19%	25%
Építőipar	10	18%	7%	15%	21%
Fogyasztási cikkek	18	13%	2%	14%	27%
Kereskedelem	23	14%	-13%	11%	23%
Energia	2	14%	1%	5%	10%
Összesen	**100**	**20%**	**-13%**	**18%**	**65%**

FORRÁS: PARTNERRADAR.HU, CEGINFO.HU, CMBP

**nem súlyozott átlag*

6. ÁBRA: TOP 100 MAGYAR MAGÁNCÉG CÉGÉRTÉKE A 2021-ES ÉS 2022-ES PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYEK ALAPJÁN, ÁBÉCÉRENDBEN

- 50 MILLIÁRD FT FELETT
- 25–50 MILLIÁRD FT
- 25 MILLIÁRD FT ALATT

77 ING KFT.
AXIÁL KFT.
B+N REFERENCIA ZRT.*
BÁRDI AUTÓ ZRT.
BAROMFI-COOP KFT.* (MASTERGOOD CSOPORT)
BIOTECH USA KFT.
BONAFARM ZRT.*
DUNA ASZFALT ZRT.*
DUNAMENTI ERŐMŰ ZRT.
FLEXPERT KFT. (SEMILAB ZRT.)*
GYERMELYI HOLDING ZRT.*
HELL ENERGY MAGYARORSZÁG KFT.*
JÁSZ-PLASZTIK KFT.*
KÉSZ HOLDING ZRT.*
KITE ZRT.*
LVC DIAMOND KFT.
MARKET ÉPÍTŐ ZRT.
MPF META ZRT.*
NITROGÉNMŰVEK ZRT.*
TALENTIS AGRO ZRT.*
TALENTIS GROUP ZRT.*
UNIX AUTÓ KFT.
V-HÍD ZRT.
VIDEOTON HOLDING ZRT.*

3DHISTECH KFT.
77 ELEKTRONIKA KFT.
AGROSPRINT ZRT.*
BAYER CONSTRUCT ZRT.*
BRAVOGROUP HOLDING KFT.*
DELTA-TRUCK KFT.*
EDWARD BUSINESS SOLUTIONS KFT.*
FÉMALK ZRT.
FERRO-PRESS KFT.
GALLUS KFT.*
HANSA-KONTAKT KFT.
HORVÁTH RUDOLF INTERTRANSPORT KFT.*
HUNLAND-TRADE KFT.
I-CELL MOBILSOFT ZRT.
INGATLAN.COM ZRT.
KEROX KFT.
KRAVTEX KFT.*
LAVET KFT.
LETÉT KFT.* (CARNET CÉGCSOPORT)
LIGHTTECH KFT.
LISS ZRT.
MEDICOVER ZRT.*
MERCARIUS KFT.
METÁL HUNGÁRIA HOLDING ZRT.
METÁL-SHEET KFT.
MOBILBOX KFT.
MOGYI KFT.*
NAPCSILLAG KFT.
NYÍRZEM ZRT.*
PRAKTIKER KFT.
PROGRESS ÉTTEREMHÁLÓZAT KFT.
RÉVÉSZ LOGISZTIKAI HOLDING ZRT.*
SOLTÚT KFT.
SZATMÁRI KFT.
TERRÁN KFT.
TRADIS ZRT.
TV2 ZRT.
UNIVER-PRODUCT ZRT.
VASCULAR VENTURE KFT.
VENTAS COFFEE HUNGARY KFT.*
VÖRÖSVÁR INVEST KFT.*
WEST HUNGÁRIA BAU KFT.

ACCELSIORS KFT.
ADAPTIVE RECOGNITION TECHNOLOGIES ZRT.
AGRIKON KAM KFT.
ALPHA-VET KFT.
AREUS ZRT.
AUTÓFLEX-KNOTT KFT.
BÁCS-TAK KFT.*
BÉRES GYÓGYSZERGYÁR ZRT.*
BOGDÁNY PETROL KFT.
CHEMARK ZRT.
CHS HOLDING KFT.
COOL4U KFT.
CSABACAST KFT.
FERR-RÁTA KFT.*
GREEN-DIVÍZIÓ KFT.
HANSA-KONTAKT INV. KFT.
ISR INVEST KFT. (PATIKA PLUS HÁLÓZAT)
KALDERA KFT.*
(PIKOPACK-KALDERA CSOPORT)
KECSKEMÉTI KONZERV KFT.
KESKENY ÉS TÁRSAI 2001 KFT.
LIBRI-BOOKLINE ZRT.*
MEDICONTUR KFT.*
MIKROPAKK KFT.
MIXVILL KFT.
ONGROPACK KFT.*
PD-MANAGEMENT KFT.*
PREMIUM SPORT KFT. (HEAVY TOOLS)
SZIDO KFT.
TARR KFT.
TOLNATEJ ZRT.
TÓTH ÉS FIAI KFT.
UTT EUROPE KFT.
VÖRÖSKŐ KFT.
WEINBERG '93 ÉPÍTŐ KFT.

FORRÁS: PARTNERRADAR.HU, CEGINFO.HU, CMBP

**konszolidált beszámoló alapján*

PÉNZPIACOK

(MILLIÁRD FT)

Lakossági állampapír-állomány 2023. december	9 899
Privát Top 100 2023 – cégek összértéke	**4 798**
2023-as költségvetési hiány	4 593
BUX részvénypiaci kapitalizáció növekedése 2023-ban	4 254
Lakossági állampapír-állomány éves növekedése (2022–2023)	1 370

FOCI, FOCI, FOCI

(MILLIÁRD FT)

Sporttudományok Nemzetközi Központja (CIES) ranglistája, 2024. január, valószínűsíthető átigazolási díjak	
Jude Bellingham (Real Madrid) #1	101
Erling Haaland (Manchester City) #2	95
Vinícius Júnior (Real Madrid) #3	95
Szoboszlai Dominik (Liverpool) #13	53
Privát top 100 2023 – átlagos cégérték	**48**
Kylian Mbappé (Paris Saint-Germain) piaci értéke, #27	40
Anthony Gordon (Newcastle United) #100	9

ÁLLAMI NAGYSÁGREND

(MILLIÁRD FT)

Privát Top 100 2023 – cégek összértéke	**4 798**
2023 végén feloldott EU-támogatások összege	3 900
Rákosrendezői új városközpont becsült költsége	1 900
Budapest Liszt Ferenc Nemzetközi Repülőtér becsült értéke	1 500
M7-essel összekötő M76-os út, tervezet: 44 km	400
A budapesti atlétikai stadion becsült építési költsége	246

BERUHÁZÁSOK

(MILLIÁRD FT)

Privát Top 100 2023 – cégek összértéke	**4 798**
(1) CATL akkumulátorberuházás	3 000
(2) Sunwoda akkumulátorberuházás	580
(3) Huayou Cobalt akkumulátorberuházás	520
(4) EVE Power akkumulátorberuházás	400
A 2024-es párizsi olimpia költségvetési kerete	2 837

És még néhány, a CMBP-s kollégák által érdekesnek talált adat, melyek összege épp a Privát top 100 összértékének 37%-a	MILLIÁRD FT
LeBron James nettó vagyona	346
Taylor Swift, Eras Tour koncertturné 2023-as évre vonatkozó becsült bevétele	360
A *Barbie* és az *Oppenheimer* filmekre összesített árbevétel 2023. október 25-ig	827
Az MTVA 2024-es költségvetése (2023. októberi állapot szerint)	142
A 2023-as atlétika vb rendezési költsége	70
Stellantis befektetése az aiMotive magyar startupba (2023. október)	20
Összesen	**1 765**

FORRÁSOK: BET.HU, HVG.HU,VG.HU, FORBES.HU, G7.HU, INDEX.HU, PORTFOLIO.HU, APNEWS.COM, TELEX.HU, FOOTBALL-OBSERVATORY.COM, FORBES.COM, STATISTA.COM, PUBLICUS.HU, CMBP.HU

NAGY KÁLMÁN
ÜGYVEZETŐ PARTNER
CONCORDE MB PARTNERS
KALMAN.NAGY@CMBP.HU

HAJDU-TAR GABRIELLA
IGAZGATÓ
CONCORDE MB PARTNERS
GABRIELLA.HAJDU.TAR@CMBP.HU

ORIENS

MBP CONCORDE MB PARTNERS | IMAP

MEGHÍVÓ

REGIONÁLIS ÜZLETI FÓRUM 2024

Az eseményen **Orbán Krisztián,** az Oriens nemzetközi ipari és szolgáltatási vállalatcsoport tulajdonos-ügyvezetője a jelenlegi globális gazdasági folyamatok hazai vállalatokra gyakorolt hatásairól, **Szendrői Gábor,** a Concorde MB Partners tulajdonos-ügyvezetője pedig a hazai vállalati tranzakciós piac aktualitásairól tart előadást. Ezt követően vacsora melletti kötetlen beszélgetést tervezünk a résztvevőkkel.

Tervezett helyszínek és időpontok:

2024. MÁRCIUS 6.
SZEGED

2024. ÁPRILIS 24.
MISKOLC

2024. MÁJUS 22.
SZOMBATHELY

2024. JÚNIUS 5.
TATA

A rendezvényen a **részvétel ingyenes**, de **előzetes regisztrációhoz kötött**, melyet megtehetnek a következő címeken: www.cmbp.hu/ruf illetve ruf@cmbp.hu. A változtatás jogát fenntartjuk, a legfrissebb információkat a Concorde MB Partners honlapján és LinkedIn oldalán teszünk közzé.

Esettanulmány

IDŐÁLLÓ CÉGÉRTÉK ÉPÍTÉSE

MINDEN CÉGTULAJDONOSNAK AZ A CÉLJA, HOGY CÉGE „ÖRÖKKÉ" FENNMARADJON. DE KEVESEN GONDOLJÁK ÁT, HOGY MELYEK AZOK A LÉNYEGI MŰKÖDÉSI ELEMEK, AMELYEK EHHEZ SZÜKSÉGESEK. MIK TEHÁT AZOK AZ ISMÉRVEK, AMIK IGAZÁBÓL IDŐTÁLLÓVÁ TESZIK A CÉGEKET? MI A TRANZAKCIÓS, ILLETVE BEFEKTETŐI BESZÉLGETÉSEINK SORÁN HÁROM NAGYON FONTOS ELEMET AZONOSÍTOTTUNK; EZEK KIÉPÍTÉSE EGYESÉVEL 3-5 ÉVES FELADAT, ÉS ADOTT ESETBEN A VÁLLALKOZÁS TELJES ÁTALAKÍTÁSÁT IGÉNYELHETIK.

Amikor cégértékről beszélünk cégtulajdonosokkal, akár tranzakciós szituációban, akár attól függetlenül, mindig felmerül annak a kérdése, hogy az adott vállalkozás üzleti modellje mennyire fenntartható akár középtávon is. A tulajdonosok azzal érvelnek, hogy az eszközbázis, a hosszú távú üzleti kapcsolat, az ismertség mind nagyon sokáig fenntartható pályán tartják a céget; de a hazai környezetben a volumenre és árra hosszú távra kötelezettséget vállaló beszállítói és ügyfélszerződés szinte teljesen ismeretlen (vevői kötelezettséget gyakran rövid távra sem vállal senki, míg szállítói kötelezettségek rövid-közép távra is sokszor erősek). Sok nyugat-európai cég tudna mesélni arról, hogy a globális ellátási láncok kialakulásával hogyan vesztették el pillanatokon belül a piacukat kínai, kelet-közép-európai (és ezen belül magyar) beszállítók javára. Illetve sok kínai beszállító tudna arról mesélni mostanság, hogy hogyan vesztik el ügyfeleiket afrikai, egyéb ázsiai és adott esetben kelet-közép-európai beszállítók javára.

Az első a **saját értékesítés/disztribúció kiépítése.** A vállalatok fejlődésében sokszor látjuk, hogy egy-egy cég kialakulása egy konkrét ügyfél konkrét problémájára alapszik, és akár nagyon hosszú távon is megrekedhet ezen a szinten. Saját értékesítés, nemcsak itthon, hanem külföldön komoly előrelépést jelent. Aki külföldön harmadik feles disztribútorokkal dolgozik, ugyan elér egy hatékonyságot, illetve költségelőnyt és kockázatcsökkentést, de egyrészt hatalmas profitpotenciálról mond le (akár a teljes profit pool 30-40%-ról is), másrészt teljesen elveszti a kontrollt a saját értékesítése felett. Nincs kapcsolata a végső vásárlóval, nincs információja pontosan arról, hogy a disztribútor hogyan mozog – nagyon speciális körülmények kellenek ahhoz, hogy sikeresen, jól, stabilan és profitábilisan lehessen felépíteni egy erős piaci pozíciót egy-egy országban harmadik feles értékesítés során.

Nem véletlen, hogy amikor a közvetítésünkben három magánbefektető megvásárolt egy, a világon sok országban elismerten működő, borhűtőket előállító vállalkozást, hamar kiderült, hogy mennyire illékony a harmadik feles disztribúciós hálózat, és mennyire fontos a disztribúció saját kézbe vétele. A csapat el is kezdte a legfontosabb értékesítő partnerek legalább részbeni felvásárlását.

Nem azt állítjuk, hogy a harmadik feles értékesítésnek nincs szerepe, de az biztos, hogy stabil pozíciót a legfontosabb célországokban nem lehet elérni direkt helyi értékesítés nélkül.

A második fontos elem a **speciális technológiai tudás.** Fontos értelmezési kérdés, hogy a tudásnak valóban speciálisnak kell lennie. Az, hogy egy gépipari cég egyedül jut hozzá egy olasz gépcsaládhoz egy országban, nem teszi speciálissá. A munkáját könnyen el tudja venni egy másik országban ugyanazzal a géppel dolgozó cég. Az, hogy valaki sorra legyőzi hazai versenytársait, még nem teszi speciálissá. Sokszor a nemzetközi versenyben is hosszú távon kell tudni helytállni. És abban sincs semmi speciális, hogy valaki EU-támogatásból beszerzett egy akkora gépet, amihez hasonló nincs az országban. Arra hosszú távon kell tudni munkát is szerezni.

Akkor mi lehet speciális tudás? Ami szabadalmaztatható, az biztos az (hogy mi szabadalmaztatható és mi nem, az megérdemelne egy külön írást; elég ehhez annyi, hogy a tapasztalatunk szerint sokkal több minden szabadalmaztatható, mint ahogy azt a magyar szabadalmi ügyvivők látják). De speciális tudás az is, és ez ráadásul az ügyfélkapcsolatot is megerősíti, ha egy bizonyos területen egy vállalkozás ügyfelét segíti valami újdonság kifejlesztésében, és ezzel köti be magát erősebben az értékláncba (erre több jó példát is láttunk az utóbbi években).

A harmadik elem pedig a piacon széles körben felismerhető **márkanév.** A márkanév több mint piaci ismertség. Cégérték akkor keletkezik a márkából, ha a cégnek, illetve termékének vagy szolgáltatásának van márkája; a tulajdonos személyes márkája, ismertsége és elismertsége pont nem alkalmas arra, hogy a céget építse. Mint maga az érték, a márka is a „szemlélő" szemében létezik; 30 éves megbízható termelés és munka önmagában még nem a céget építő márka. Széles körű, lehetőleg nemzetközi ismertség, elismertség; egy olyan dolog, ami önmagában garancia és érték, az a márka.

Mind a három dolgot hosszú idő kiépíteni és tőke kockáztatásával jár; ugyanakkor mind profitban, mind pedig a profit szintjének fenntartásában (azaz a profitcsökkenés kockázatának az elkerülésében) komoly szerepük van, tehát ezek fejlesztése hosszú távon mindenképpen cégértéknövelő.

Lehet ezeket építeni zöldmezősen is, illetve akár felvásárlásokon keresztül is. Mi a CMBP-nél abban tudunk támogatást nyújtani, ha valaki külföldön (vagy belföldön) akar ezekbe az irányokba, felvásárlás által lépni. Hadd említsem példaként az egyik ügyfelünket, aki ugyan jelentős pozíciókkal rendelkezett mind a saját külföldi disztribúció (sőt, termelés), mind technológiai tudás, mind pedig márka terén, és egy komoly külföldi tranzakcióval olyat tett, amivel mind a három területen nagyot lépett előre.

Egy ipari ügyfelünk jelentős német versenytársa pénzügyileg megingott, és ügyfelünknek lehetősége támadt a rossz pénzügyi helyzetben lévő cég segítségére lenni, és egy jelentősebb tőkeinjekcióval a cégben komolyabb kisebbségi pozíciót építeni. Ez önmagában bátor volt; keveseket ismerünk itthon, akik veszteséges (külföldi) üzletbe tennének eurómilliókat a saját cégértékének és a saját üzletnek a megtámogatására. A tranzakció egy éve történt. Ügyfelünk már az azóta eltelt viszonylag szűk időben is rengeteg értéket realizált a tranzakcióval. Voltak dolgok, amik ügyfelünk fejlődését támogatták, de a pénzügyi injekción túl voltak olyan eredmények, melyeket ügyfelünk tudott az új partnere számára újdonságként bemutatni. A magyar cég az eltelt egy év alatt sokat tanult technológiából, folyamatszervezésből, minőségbiztosításból – és ellenőrzésből. Egyes magyar termékek komoly piacra leltek Németországban. A magyar cég piaci okokból termeléscsökkentéssel kellett, hogy szembesüljön; munkásait vetésforgóban Németországban tudta alkalmazni, amivel elkerülte a fájdalmas leépítést, és a munkatársak komoly szakmai gyakorlatot szereztek hatékonyabb termelési körülmények között. A másik oldalon a német cég meglepődött a magyar társa folyamatdigitalizációs előrehaladásán; a német központ kezdte másolni a magyar cég digitális megoldásait, például a rendelésfelvétel és rendelésmenedzsment területén.

Tehát összességében márka (a német márkához való tulajdonosi hozzáférés), saját disztribúció (tulajdonrész és ezáltal saját disztribúció megjelenése Németországban) és gyártástechnológiai fejlődés is megjelent ügyfelünknél a tranzakció eredményeként.

Mindezeken felül egy negyedik, a jövőtállóság szempontjából fontos dolog is történt ügyfelünkkel. A tranzakcióval és az ezzel kapcsolatos szoros együttműködéssel az is együtt járt, hogy egészen új típusú és mélységű információhoz, kapcsolatokhoz és lehetőségekhez jutott a nyugat-európai piacokkal kapcsolatban, amik a tranzakció előtt csak véletlenszerűen vagy egyáltalán nem kerültek volna elé. A fenti pozitív tapasztalatunk alapján mi csak bátorítani tudjuk ügyfeleinket, hogy márkanév, saját disztribúció és technológiai tudás területén a „klubba" való belépésként akár a nyugati világban történő vételi tranzakció lehetőségét is fontolják meg.

A cikk a Legsikeresebb magyar vállalatok című könyv harmadik kiadásában megjelent írás és a 2023. november 14-én a budapesti Cégértéknövelés konferencián elhangzott előadás szerkesztett változata.

PAPP LÁSZLÓ
PARTNER
CONCORDE MB PARTNERS
LASZLO.PAPP@CMBP.HU

Tovább terjeszkedünk:

RÉSZESEDÉST VÁSÁROLTUNK AZ ANGLIAI IMAP-PARTNERCÉGÜNKBEN

AZ EGYESÜLT KIRÁLYSÁGBAN TERJESZKEDÜNK TOVÁBB. A CMBP MOSTANTÓL KISEBBSÉGI TULAJDONOSA LESZ AZ IMAP ÚJONNAN LÉTREHOZOTT EGYESÜLT KIRÁLYSÁGBELI ÁGÁNAK.

Az *IMAP* az Egyesült Államokban 1971-ben létrehozott független, tranzakciós tanácsadó cégeket tömörítő szervezet. A hálózat 40 tagvállalata, amely 55 városban több mint 650 kollégával dolgozik, elsősorban M&A-vel foglalkozik, és az egyik legfontosabb szereplő globálisan a közép- és nagyvállalatokat lefedő középpiaci kategóriában.

Talán meglepő, hogy egy ekkora kiterjedésű szervezet, mint az IMAP, az elmúlt években alig volt jelen a tranzakciós piacok egyik legnagyobbikán, az Egyesült Királyságban. Ez a furcsaság történelmi okokra vezethető vissza. Nagyjából tíz éve, hogy az IMAP szerepe elhalványult a szigetországban, miután a szervezeten belül érdekellentétek alakultak ki a szervezet jövője kapcsán. Az IMAP-ot az országban 2004 óta képviselő egyik cég, a legnagyobb, a *Clearwater International* akkoriban azon az állásponton volt, hogy el kéne indulni a teljes márkaegységesítés útján. Ez azt jelentette volna, hogy a különböző országokban futó, különböző nevű IMAP-tagok egységesítik a brandjeiket, de a Clearwater

hosszú távon azt is elképzelhetőnek tartotta volna, hogy teljes tulajdonosi összeolvadás történjen, és az így létrejött céget tőzsdére vigyék. Ennek azonban nem volt realitása, nagyon sokfélék vagyunk a hálózaton belül – így ebben sem sikerült egységes álláspontot kialakítani. A Clearwater végül kilépett a hálózatból, és magával vitte a szintén IMAP-os dán *Advizer*t és a spanyol–portugál *IMAP-Lynx*-et.

A nemzetközi hálózat többi részének ez a lépés nagy érvágás volt, különösen, hogy a szervezetből kikopott a másik, kisebb tagvállalat is. Egyértelművé vált, hogy tenni kell valamit, hogy ismét hangsúlyosan részt vegyünk a helyi piacon. Az elmúlt tíz évben több alkalommal is megpróbáltuk újra lefedni a kiesett brit piacot, sikertelenül – végül aztán több dolog is szerencsésen alakult, ami miatt idén nyáron újra napirendre került a kérdés. Az Írországban erős helyi szereplőnek számító *Key Capital*nek (amely a *Concorde Értékpapír*hoz, az egyik jelentős kisebbségi tulajdonosunkhoz hasonlóan, az M&A-tanácsadás mellett vagyonkezelési, privát banki szolgáltatásokat is nyújt ügyfeleinek) egyre fájóbb pont volt a brit piacon kialakult vákuum. Közben a finn származású, de Angliában felnőtt M&A-tanácsadó, a magyar CMBP-vel régóta szakmai kapcsolatban álló *Karri Vuori* szintén elkezdett azon gondolkozni, hogy egy új M&A-csapatot hozzon létre az országban. Ekkor a lehetőség és a felkészültség összetalálkozott: elindult az *IMAP UK* kialakítása. A most létrejött, hat-nyolc fővel induló IMAP UK-ben (bejegyezve *International M&A Partnership Ltd.*) a Key Capital, a magyar CMBP és Karri Vuori mellett csatlakozik még partnerként a *Korn Ferry Board & CEO Services* elnöke, *Oliver Pawle,* illetve tulajdonos lesz a menedzsment is. Az elemzőcsapat egy részét az írek és a magyarok adják majd.

Míg Magyarországon egy jobb évben 200-300 tranzakciót zárnak, addig az Egyesült Királyságban ugyanez a szám évi 4 000–5 000.

Az új angliai csapat ezt a kétezer tranzakciót venné fókuszba, mellette pedig az MBI-okat (management buy-in) is megcéloznák, egy kis csavarral. Ott is, mint máshol a világban, rengeteg olyan kis- és középvállalat létezik, jellemzően az 5–15 milliós tranzakciós méretben, amit nem lehet más módon eladni, csak menedzsmenteknek és menedzsmentek által összerakott csapatoknak.

De mi is a lehetőség, amit látunk az angol piacon, pont akkor, amikor globálisan összeesnek a tranzakciós piacok? Míg Magyarországon egy jobb évben 200-300 tranzakciót zárnak, addig az Egyesült Királyságban ugyanez a szám évi 4 000–5 000. Ezek közül körülbelül 2 000 olyan kisebb vagy közepes méretű (10–30 millió fontos értékű) tranzakció lehet, ami nagyon alacsony szinten intermediált, azaz az üzletkötésben a felek nem M&A-tanácsadókra hagyatkoznak, hanem például könyvelőkre vagy jogászokra. Tehát van egy jókora piaci rés, amiért a nagyobb befektetési bankok nem versenyeznek. A CMBP viszont idehaza épp a közepes méretű dealek elősegítésére szakosodott – megvan tehát a know-how ezen tranzakciók kezelésére.

Az új angliai csapat ezt a kétezer tranzakciót venné fókuszba, mellette pedig az MBI-okat (management buy-in) is megcéloznák, egy kis csavarral. Ott is, mint máshol a világban, rengeteg olyan kis- és középvállalat létezik, jellemzően az 5–15 milliós tranzakciós méretben, amit nem lehet más módon eladni, csak menedzsmenteknek és menedzsmentek által összerakott csapatoknak. Erre nagyon sok úgynevezett search fund jött létre, amik tulajdonképpen arra szövetkeznek, hogy megkeresik ezeket a cégeket. Ilyenekből Angliában rengeteg van. Mi ezt megfordítottuk: körülbelül 300-350 olyan emberrel vagyunk kapcsolatban Magyarországon, akiknek be tudjuk mutatni a potenciális dealeket. Az Egyesült Királyságban nincs hasonló. Ezt az IMAP szempontjából is fontosnak tartjuk, de pénzügyileg is látjuk értelmét – a mi hozzájárulásunk a cég építéséhez ezen a területen is megjelenik.

NAGY KÁLMÁN
ÜGYVEZETŐ PARTNER
CONCORDE MB PARTNERS
KALMAN.NAGY@CMBP.HU

SZENDRŐI GÁBOR
ÜGYVEZETŐ PARTNER
IMAP IGAZGATÓSÁGI TAG
VÁLLALHATÓ ÜZLETI KULTÚRÁÉRT NAGYKÖVET
CONCORDE MB PARTNERS
GABOR.SZENDROI@CMBP.HU

ESG-törvény

FOKOZÓDÓ NYOMÁS A MAGYAR VÁLLALATOKON

AZ ORSZÁGGYŰLÉS ELFOGADTA 2023. DECEMBER 12-ÉN AZ ÚJ ESG-TÖRVÉNYT, MELY 2024. JANUÁR 1-JÉN LÉPETT HATÁLYBA. A JOGSZABÁLY A FENNTARTHATÓ FINANSZÍROZÁS ÉS AZ EGYSÉGES VÁLLALATI FELELŐSSÉGVÁLLALÁS ÖSZTÖNZÉSÉT SZOLGÁLÓ KÖRNYEZETTUDATOS, TÁRSADALMI ÉS SZOCIÁLIS SZEMPONTOKAT IS FIGYELEMBE VEVŐ, VÁLLALATI TÁRSADALMI FELELŐSSÉGVÁLLALÁS SZABÁLYAIRÓL ÉS AZZAL ÖSSZEFÜGGŐ EGYÉB TÖRVÉNYEK MÓDOSÍTÁSÁRÓL SZÓL. EZZEL AZ UNIÓS FENNTARTHATÓSÁGI ELVÁRÁSOKNAK VALÓ MEGFELELÉST ALAPOZZA MEG A HAZAI JOGALKOTÓ. MINDERRŐL ÉVENTE LESZNEK KÖTELESEK A VÁLLALATOK NYILVÁNOS JELENTÉST KÉSZÍTENI, AZ ÉVZÁRÁST KÖVETŐ HAT HÓNAPBAN.

Az ESG mozaikszó a környezeti (Environmental), társadalmi (Social) és vállalatirányítási (Governance) elemekből rakódik össze, tehát az új jogszabály behozatalával nemcsak az EU keretrendszerével kerülhetnek a vállalatok összhangba, de a nem pénzügyi kockázatot is csökkenti, azonosítja, illetve transzparensebb működést biztosít. Magyarország ezzel bőven az európai uniós ESG-irányelv előtt jár, mely 2024 nyaráig kötelezi a tagállamokat annak beiktatására. Az év kezdetével így Magyarországon megközelítőleg 1000 hazai vállalatnak maradt kevesebb, mint 12 hónapja felkészülni az újfajta adatgyűjtésre és az auditálásra.

A beszámolókra vonatkozó határidők

Az ESG-törvény lépcsőzetesen lesz a magyar vállalatoknál bevezetve, elsődlegesen a magyarországi székhelyű közérdeklődésre számot tartó gazdálkodónak minősülő nagyvállalkozásoknál. Számukra már 2025-ben jelentéstételi kötelezettség merül fel a 2024-es pénzügyi évre vonatkozóan. Ezen csoportba azok a cégek tartoznak, amelyek az üzleti évet megelőző üzleti évben a mérleg fordulónapján az alábbi három mutatóérték közül legalább kettő esetében átlépték a feltüntetett határértéket:

- a mérlegfőösszeg a 10 000 millió forintot,
- az éves nettó árbevétel a 20 000 millió forintot,
- az üzleti évben átlagosan foglalkoztatottak száma az 500 főt.

2026-tól azon nagyvállalatokra is kiterjed a jelentéstételi kötelezettség a 2025-ös üzleti évre vonatkozóan, amelyek az üzleti évet megelőző üzleti évben a mérleg fordulónapján az alábbi három mutatóérték közül legalább kettő esetében átlépték a feltüntetett határértéket:

- a mérlegfőösszeg a 10 000 millió forintot,
- az éves nettó árbevétel a 20 000 millió forintot,
- az üzleti évben átlagosan foglalkoztatottak száma a 250 főt.

Továbbá a közérdeklődésre számot tartó kis- és középvállalkozásokra is kiterjed a törvény a 2026-os évre vonatkozóan. 2027-től így a mikrovállalkozások kivételével a teljes vállalati kör a jogszabály hatásköre alá kerül.

Hogyan épül fel a magyarországi ESG-keretrendszer?

Bizonyos cégeket – legnagyobb részben bankokat – már egy 2014-ben elfogadott irányelv kötelezett fenntarthatósági jelentések készítésére, melyhez a magyar kormány implementálja többek között a 2022-ben az Európai Unió által alkotott *CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)*, fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati jelentéstételről szóló európai parlamenti és tanácsi irányelvet, illetve az EU-s ellátási láncok átvizsgálásáról tett javaslatának *(CSDDD - Corporate Sustainability Due Diligence Directive)* elemeit. Ezeket számos további komponens egészíti ki mint a német ellátási láncok átvilágításáról szóló törvény, vagy a vállalatok ESG-jelentésére alkotott uniós szabvány, az ESRS. A jelentéseket a pénzügyi beszámolóval együttesen kell nyilvánossá tenni, így lehetőség nyílik a versenytársak objektív összehasonlítására. Ezekről az éves beszámolóhoz hasonlóan a jogszabály értelmében kijelölt könyvvizsgálónak kell véleményt mondania. A vállalatoknak ki kell jelölniük egy kockázatkezelésért felelős személyt, akinek feladatkörébe

tartozik a társadalmi felelősségvállalási és környezeti fókuszú kockázatkezelési rendszer. Szintén szükséges lesz ESG-stratégia készítése, illetve annak a vállalat saját hatáskörén belül leányvállalatainál, vagy közvetlen beszállítójánál felismert megsértése esetén kidolgozott prevenciós és korrekciós eljárás. A kívülről érkező ESG-szempontok megszegésére érkező bejelentések lebonyolítására panaszkezelési rendszert kell létrehozni.

A szállítók se bújhatnak ki az új jogszabály alól
Az új magyar jogszabály a CSRD-vel ellentmondásosan minimális teret hagy a riportálási mentességnek.
Az egyik legsúlyosabb pontja ennek a közvetlen beszállítókkal szembeni fenntarthatósági elvárások betartása, így a teljes ellátási láncra kiterjed a környezetvédelmi kötelezettség. Ennélfogva a beszállító kkv-knak is erőfeszítéseket kell tenniük annak érdekében, hogy fennmaradhasson a felek között az üzleti kapcsolat. A törvényjavaslat több rendelkezése befolyásolja az üzletfelek kollaborációját, bizonyos esetben annak szüneteltetését, vagy akár megszüntetését írja elő. Hasonlóképp szükséges lesz a szállítók nyilatkoztatása a fenntarthatósági kockázatokról, a törvényjavaslat szerinti elvárások érvényesülésének biztosítása a közvetlen szállítók kiválasztása során, illetve azok beszállítói oldalról történő megsértése esetén felmerülő kártérítési kötelezettség teljesítési képességének garantálása.

A kialakított nemzeti végrehajtási intézményrendszer gyakorlatilag minden hazánkban működő vállalatot érint. A Szabályozott Tevékenységek Felügyeleti Hatósága (SZTFH) sok szerepben jelenik meg a végrehajtási és ellenőrzési rendszerben. Nyilvántartásokat vezet az ESG-törvény által érintett vállalatokról, a különböző ESG-szereplőkről. A vállalatoknak ESG-beszámolóikat és tanúsítványaikat az SZTFH által működtetett ESG-menedzsment platformon tehetik közzé. A hatóság fog ezen felül felelni a szankciós rendelkezésekért, azonban csupán 2026. január 1-jétől lesz alkalma hatósági bírságok kiszabására.

Ezen felül megalakulna egy Nemzeti ESG Tanács, továbbá egy ESG Akkreditációs Bizottság. Előbbi a beszámoló minimumkövetelményeiben, míg utóbbi az ESG-tanácsadók akkreditációjának követelményrendszerében nyújtana segítséget. A törvény öt különböző szerepet határoz meg a végrehajtási intézményrendszerben:

- ESG-tanácsadó – segít a jelentés összeállításában, az ESG célú átvilágítások sikeres megvalósításában, az ehhez szükséges adatok gyűjtésében és szűrésében, illetve a kockázatkezelési szabályok kialakításában.
- ESG-tanúsító – felelős az ESG-beszámolók tanúsításáért.
- ESG-minősítő – minősíti az ESG-intézményrendszerben számon tartott vállalkozásokat.
- A fenntarthatósági szoftvereket forgalmazók és gyártók – a piacon nyújtanak adatszolgáltatási és támogatási termékeket.
- ESG-biztosító – biztosítási tevékenységet végző jogi személyek ESG-adatközlési kötelességgel.

A gazdaságfejlesztési miniszterre feladatokat fog az állam kihelyezni. Ő fogja ellátni az uniós rendelkezésekből származó kormányzati rendeleteket, a fenntarthatósági célú koordinációs feladatokat, illetve felügyelni fogja a vállalkozások felkészítéséért, támogatásáért, fejlesztéséért felelős programokat.

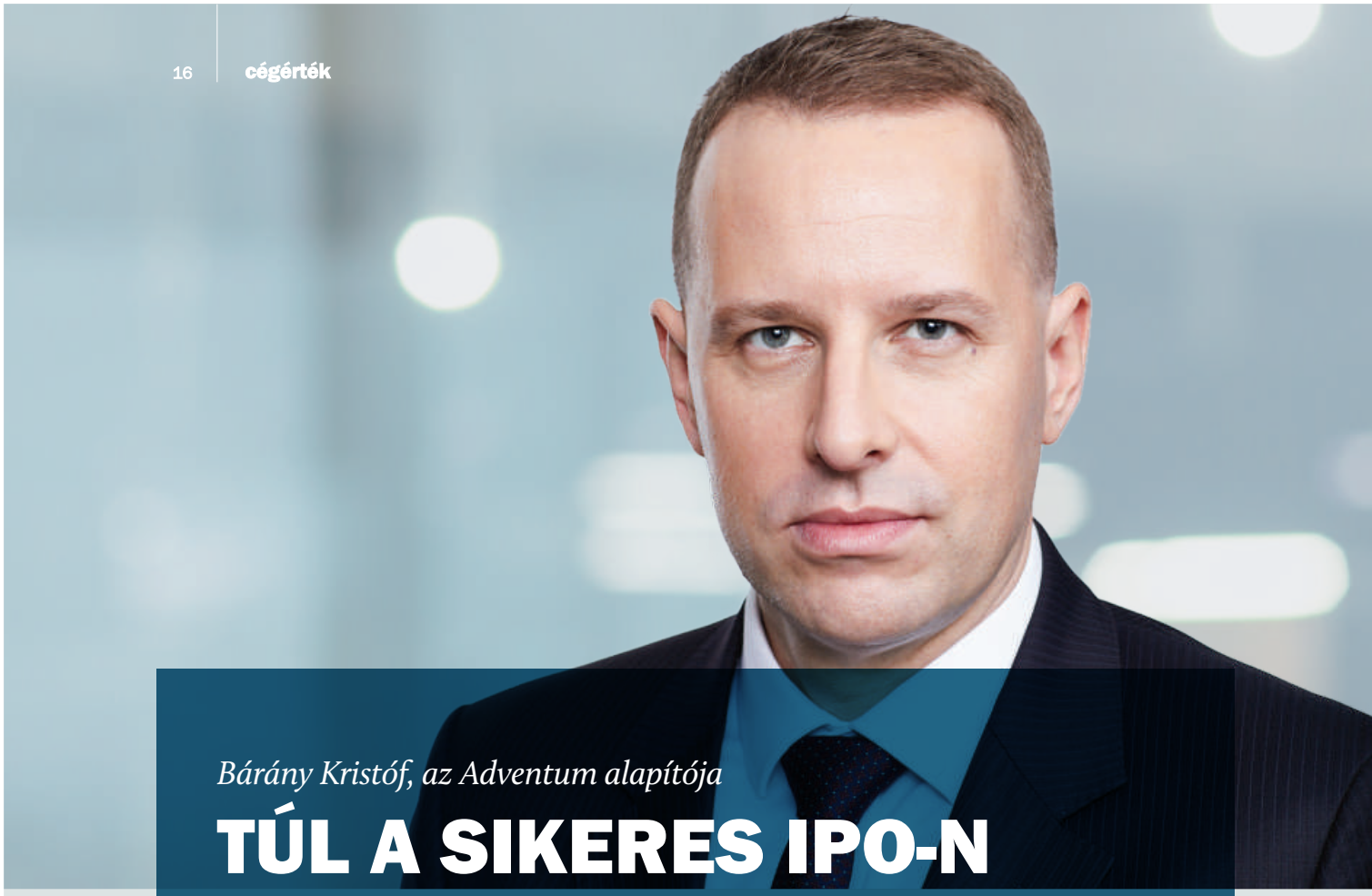
A kihelyzett kötelezettségek lényeges lehetőségeket is rejtenek, amik a fenntarthatósági elemek mihamarabbi implementációjára ösztönzik a vállalkozásokat. Ezek közé tartozik a külső tőke bevonásának könnyebb lehetősége. A bankok hitelnyújtás során ellenőrzik a vállalatok ESG-teljesítményét, illetve annak kockázatát, ami befolyásolhatja a hitel kamatát. A tőzsdei finanszírozás is szinte ellehetetlenült alapos ESG-szabályozás nélkül, ez kötvénykibocsátás során is felmerül. Drasztikusan csökkennek az olyan vállalatok EU-s forrásokhoz jutásának esélyei, amelyek nem fenntartható beruházásokkal proponálnak.

Az új fogyasztói és munkavállalói társadalomban egyre nagyobb figyelem kerül a fenntarthatóság köré, így szignifikánssá váltak az ESG-szempontok. A pandémia, az éghajlatváltozás és a természeti erőforrásokkal való visszaélés arra készteti a lakosságot, hogy eliminálja az elavult gyakorlatokat, mint a tisztességtelen bérek, nem újrahasznosítható termékek gyártása, vagy fosszilis tüzelőanyagokba való befektetések.
Mint az korábban említve lett, a jogrendelet a közvetlen beszállítókra is kihat, így az üzleti kapcsolatok fenntartása érdekében a partnercégeknek is minél hamarabb alkalmazkodni kell az új jogi körülményekhez. Mindent figyelembe véve kijelenthető, hogy a hazai cégekre fokozódó nyomás van helyezve, hogy a lehető leghamarabb alkalmazzák az ESG-szempontokat, melyek nélkül működésük kulcselemeit reszkírozhatják. Ezt a kockázatot csökkenthetik képzéssel, kockázati és teljesítménymutatók létrehozásával, valamint megbízható ellátási lánc biztosításával. Habár Magyarország a törvény bevezetésével fél lépéssel az Unió előtt jár, rövid idő kérdése, hogy kövessenek minket. Addigra remélhetőleg a magyar cégek fel lesznek készülve a változásokra.

FORRÁSOK:
www.economx.hu/gazdasag/esg-torveny-kotelezettseg-kkv.783262.html
www.jogaszvilag.hu/szakma/elfogadtak-az-esg-torvenyt-fenntarthato-finanszirozas-vallalati-felelossegvallalas/
www.blog.kpmg.hu/2023/12/a-hazai-esg-torvenyjavaslat/
www.pwc.com/hu/hu/sajtoszoba/2023/januar_1-jetol_hatalyos_az_uj_ESG-torveny.html
www.portfolio.hu/gazdasag/20231213/a-parlament-elfogadta-a-magyarorszagi-esg-torvenyt-657473
www.hvg.hu/brandcontent/20231211_ESGs_unios_iranyelvek_Magyarorszag_CMS_Budapest_interju
www.portfolio.hu/gazdasag/20240102/megjelent-a-magyarorszagi-esg-torveny-660469
www.gmtlegal.hu/cikkek/szallitoi-szerzodeses-kapcsolatokra-is-kihatnak-az-esg-eloirasok.php

ÜNNEP TAMÁS
IGAZGATÓ
CONCORDE MB PARTNERS
TAMAS.UNNEP@CMBP.HU

BÁNÓCZI ANNA
ELEMZŐ
CONCORDE MB PARTNERS
ANNA.BANOCZI@CMBP.HU



Bárány Kristóf, az Adventum alapítója

TÚL A SIKERES IPO-N

A *SHOPPER PARK PLUS NYRT. (SPP)* JELENLEG 4 CSEHORSZÁGI ÉS 14 MAGYARORSZÁGI KISKERESKEDELMI INGATLANBÓL ÁLLÓ PORTFÓLIÓT TULAJDONOL, MELYNEK ÖSSZESEN TÖBB MINT BRUTTÓ 320 EZER NÉGYZETMÉTER BÉRELHETŐ TERÜLETÉN KÖZEL 600 ÜZLETHELYISÉG OSZTOZIK. HOSSZÚ TÁVON A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI RÉGIÓ MEGHATÁROZÓ RETAIL PARK PORTFÓLIÓ TULAJDONOSÁT ÉS ÜZEMELTETŐJÉT SZERETNÉ LÉTREHOZNI AZ SPP-BŐL A TÉRSÉG KERESKEDELMI INGATLANPIACÁN KOMOLY TAPASZTALATOT SZERZETT *ADVENTUM.* A KÉT ADVENTUM-ZÁSZLÓSHAJÓ A MAGYARORSZÁGI *ADVENTUM BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐ ZRT.*, VALAMINT A MÁLTAI BEJEGYZÉSŰ *ADVENTUM INTERNATIONAL LTD.*, AMELYEK A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI RÉGIÓ INGATLANJAIBA FEKTETŐ BEFEKTETÉSI ALAPOKAT KEZELNEK. EZEK AZ ALAPOK TÖBB MINT 700 EZER NÉGYZETMÉTERNYI KERESKEDELMI ÉS IRODA INGATLANTULAJDONOSAI A TÉRSÉGBEN, A KEZELT VAGYON ÉRTÉKE MEGHALADJA AZ 1 MILLIÁRD EURÓT. *BÁRÁNY KRISTÓF*FAL, AZ *ADVENTUM* ALAPÍTÓJÁVAL BESZÉLGETTÜNK.

A Shopper Park Plus Nyrt. részvényeivel 2023 novembere óta lehet kereskedni a Budapesti Értéktőzsde prémium kategóriájában. Honnan jött az ötlet, hogy a cég részvényeit tőzsdére viszitek?
Már a 2022-es ingatlanportfólió-akvizíciót követően elindítottuk az előkészítő folyamatot annak érdekében, hogy 2023-ban be lehessen vezetni a BÉT Prémium kategóriájába a kiskereskedelmi bevásárlópark-portfóliót tulajdonló társaságot nyilvános forgalomba hozatal és részvényjegyzés keretében. Abszolút motiváció volt a SZIT-té alakulás. Ez ideális forma a jövedelemtermelő ingatlanpiaci befektetésekre, amelyek folyamatos, stabil cash flow-t termelnek, és így folyamatos osztalékfizetésre lehetnek képesek. Előnye például a nyilvános alapokkal szemben, hogy nincs mismatch a cash-flow-ban a kevéssé likvid ingatlanbefektetés és a likviditást igénylő visszaváltás között, ugyanakkor a részvény a BÉT-en értékesíthető, tehát a likviditás így a részvény szintjén biztosított lehet. Egyébként a társaság SZIT-ként történő bejegyzése időközben már meg is történt, ami hosszú távon biztosítja a társasági- és iparűzésiadó-mentességet is.

Az SPP részvényei euróban denomináltak, és a részvényekkel történő kereskedés is euróban történik. Miért döntöttetek így, miért nem forint alapú a részvény és a kereskedés?
Az alapjaink eurósak, a többségi tulajdonos euróban számol, a könyvelést euróban vezetjük, a bevételek többsége, a finanszírozásunk is, valamint a fizetett osztalék is euró alapú. Egy forint árfolyamú részvény csak zavart okozott volna, és árfolyamkockázatot hordozna. A magyar tőzsdét pedig azért választottuk – tulajdonképpen a létező legtermészetesebb módon –,

mert ez a termék dominánsan magyar, az ingatlanok többsége magyarországi, mi, a cég vezetői is magyarok vagyunk, a támogató SZIT-szabályozás is Magyarországon elérhető, több más európai országban még nem, itt volt a legkönnyebb bevezetnünk az SPP-t.

Az SPP részvényeit nemcsak bevezettétek a Budapesti Értéktőzsdére, hanem sikeres IPO-t hajtottatok végre, aminek során 37,2 millió euró értékű részvényértékesítés történt intézményi és lakossági befektetők részére. Ez a tranzakció adta a forrását a társaság tőkeemelésének. Mi a célotok a tőkeemeléssel?
A tőkeemelés összegének nagyobb részét beruházásokra szánjuk. Ezek elsősorban az ingatlanok jövedelmezőségét fogják javítani új bérlői kiépítésekkel, másodsorban az ingatlanok hatékonyságát is javítani tervezzük különböző zöld beruházásokkal. A tőkeemelés továbbá fedezetet adhat a bevásárlóparkportfólió bővítésére is.

Milyen előnyökkel jár az, ha az SPP SZIT-ként működik?
A szabályozott ingatlanbefektetési társaságként való működés adóelőnyökkel jár, társasági- és iparűzésiadó-mentességet jelent, növelve ezzel az osztalékfizetési képességet és régiós szinten a versenyképességünket is. Továbbá, mivel tőzsdei termékről van szó, így magánbefektetőink TBSZ-ről is vásárolhatják a terméket, ami további adóelőnyt jelent magyar befektetőink számára.

Hol látjátok az SPP-t öt év múlva? Mire szeretnétek büszkék lenni?
Közép-Kelet-Európa egyik vezető cégévé kívánunk válni a retail parkok területén, mind a méret, mind a brand szempontjából. Ettől most sem állunk messze, de sok lehetőség van a következő években a növekedésre és a jövedelmezőség javítására. Azt gondoljuk, azok a retail parkok tudnak a legjobban működni, ahol a mindennapi bevásárlás hatékony offline, online és hibrid elintézésére minden lehetőség adott fenntartható körülmények között. Zöld beruházásainkkal és stratégiánkkal mind a vásárlók, mind pedig a bérlők számára még vonzóbbá kívánjuk tenni retail parkjainkat. Amennyiben új országba is belépünk, ott is olyan volumenben kívánunk jelen lenni, amely a vásárlók jelentős része számára láthatóvá tesz bennünket.

Mi volt a legnagyobb kihívás az IPO során?
Egy IPO során rendkívül sok feltételnek kell megfelelni, és ezt az operációval együtt kezelni a menedzsment számára jelentős kihívás. A legnagyobb feladat talán ennek a szoros időbeli korlátok közé szorított folyamatnak a feszes logisztikai menedzselése volt, amelyben tanácsadóink nagy segítségünkre voltak, azonban így is folyamatos munkát igényelt a menedzsment részéről.

Milyen terveitek vannak a közeljövőben?
Abban hiszünk, hogy az energiahatékonysági beruházások növelik a hatékonyságot. A racionalizálási lépések következetes és rendszerszintű alkalmazásával jó gazda módjára lehet pontosan nyomon követni az ingatlanok energiahatékonysági teljesítményét, optimalizálni és folyamatosan mérsékelni az energiafelhasználást. Az üzemeltetés hatékonyabbá tételét olyan átfogó fenntarthatósági törekvések egészítik ki, amelyek ténylegesen csökkentik az ingatlanok szén-dioxid-kibocsátását, növelik az épületek működési hatékonyságát, amelyek így költséghatékonyabbá, kiszámíthatóvá és fenntarthatóvá teszik az üzemeltetést. A bérlőknek olcsóbb a helyszínen tartózkodni, és az energiaár-volatilitás pénzügyi hatásai is csökkennek, ami egy energiaársokkot követően nagyon előnyös, másrészt az ingatlanok értékét is növeli. Azt gondoljuk, hogy 3-5 év múlva a nem megfelelő ESG-értékelésű ingatlan már nem is lesz eladható. Zöld stratégiánk részeként BREEAM In-Use típusú zöld minősítés megszerzését tűztük ki célul minden házunk esetében – az Opavában található retail parkunk december közepén a 18 ingatlan közül elsőként kapta meg a „Very Good” minősítést.

Amit szintén nagyon fontosnak tartunk hangsúlyozni, hogy ez a cég szektorspecifikusan csak retail parkokba kíván fektetni. Ez egyrészt versenyelőnyt biztosít, hiszen jobban ismerjük ezt a szektort, és lényegében minden számottevő, a piacon jelen lévő bérlőt ismerünk. Másrészt a retail parkok relatíve magas eszközarányos megtérülést biztosítanak a többi ingatlanpiaci eszközosztályhoz képest, amely viszonylag magas, terveink szerint 8% fölött osztalékhozamot tehet lehetővé. Összefoglalva: zöld és hatékony retail parkokat szeretnénk üzemeltetni, amelyek mind a vásárlók, mind a bérlők körében kedveltek, a befektetőinknek pedig szeretnénk a tervezett 8%-os osztalékhozamot biztosítani.

Van tanácsotok azok számára, akik tőzsdei bevezetésen vagy tranzakción gondolkodnak?
Az IPO komplex folyamat, talán a legkomplexebb a különböző finanszírozási lehetőségek közül. Ebből adódóan csak akkor szabad belevágni, ha megfelelő tanácsadókkal vértezzük fel magunkat, megfelelő menedzsmentidőt allokálunk rá, továbbá felkészülünk a folyamat idő- és költségigényeire is, amely folyamat hosszabb és drágább, mint egy hitelfelvétel, kötvénykibocsátás vagy tőzsdén kívüli tőkebevonás. Azt kell mérlegelni, hogy a tőzsdei bevezetéssel járó előnyök ezt ellensúlyozzák-e. Az SPP esetében mi a bevezetést követően is úgy látjuk, hogy megérte ezen a folyamaton végigmenni.

MICHALETZKY MÁRTON
PARTNER
CONCORDE MB PARTNERS
MARTON.MICHALETZKY@CMBP.HU

MULT ÁKOS
IGAZGATÓ
CONCORDE MB PARTNERS
AKOS.MULT@CMBP.HU

Nekünk EU kell

VÁLSÁGOKON KERESZTÜL VEZET AZ ÚT AZ EURÓ BEVEZETÉSE FELÉ

HÚSZ ÉVVEL EZELŐTT, 2004. AUGUSZTUS 13-ÁN MEGNYITOTTÁK ATHÉNBAN A XXVIII. NYÁRI OLIMPIAI ÉS PARALIMPIAI JÁTÉKOKAT, AMELY AZTÁN MINDEN VÁRAKOZÁST FELÜLMÚLT. EGY ÉVTIZEDDEL KÉSŐBB AZONBAN GÖRÖGORSZÁG GYAKORLATILAG A NEMZETI SZUVERENITÁSÁNAK EGY JELENTŐS RÉSZÉT ELVESZTVE, 25 SZÁZALÉKOS MUNKANÉLKÜLISÉGI MUTATÓVAL, ZÉRÓ GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSSEL, 177 SZÁZALÉKOS GDP-ARÁNYOS, ÖSSZESEN TÖBB MINT 325 MILLIÁRD EURÓS ÁLLAMADÓSSÁGGAL A TELJES GAZDASÁGI KILÁTÁSTALANSÁGBA MANŐVEREZTE MAGÁT. EZZEL AZ ATHÉNI OLIMPIA A KÖZVÉLEMÉNY GONDOLKODÁSÁBAN, DE MÉG A KÖZGAZDÁSZ TÁRSADALOM EGY JELENTŐS RÉSZÉNEK A TUDATÁBAN IS A GÖRÖG GAZDASÁGI VÁLSÁG FŐ OKOZÓJA ÉS A BUKÁS SZINONIMÁJA, A JÁTÉKOK ELLENZŐINEK PEDIG A LEGKEDVESEBB ÜTŐKÁRTYÁJA LETT. A VALÓSÁG EZZEL SZEMBEN TELJESEN MÁSRÓL SZÓLT.

A görög adósságválság egyik oka a fiskális fegyelmezetlenség volt, ami a katonai junta 1974-es bukása óta folyamatosan tetten érhető volt az országban. 1960-tól 1973-ig a görög gazdaság minden évet költségvetési többlettel zárt, aztán a hadsereg hatalomból való távozását követően Görögország 1981-ig folyamatosan 3 százalék alatti költségvetési deficitet produkált. Majd az uniós csatlakozást követően bedobták a gyeplőt a lovak közé. Ekkor megkezdődött a nagy jóléti költekezés és a korrupció korszaka, amihez az egymást követő bal- és jobboldali kormányok egyformán asszisztáltak azzal, hogy hatalmasra duzzasztották az állami szférát, rugalmatlanná tették a munkaerőpiacot, fenntarthatatlan szociális és nyugdíjrendszert vezettek be, miközben hagyták az adófizetői morált teljesen eltűnni. Mindennek eredményeként 1993-tól 90 százalék fölé kúszott a görög államadósság. És ha mindez nem lett volna elég, akkor ott volt még a hadsereg teljesen indokolatlan fejlesztése is.

Görögország a kétezres évek elején évi 5 milliárd eurót költött hadiipari megrendelésekre, ami a GDP-hez mérten az Egyesült Államok után a legnagyobb katonai kiadás volt az egész világon.

A görög válság másik oka az euró idő előtti bevezetése volt. 2000. január 19-én Görögország a tizenkettedik EU-tagállamként vezette be a közös pénzt, mely fokozatosan növelni kezdte a gazdaságon belül a fajlagos bérköltséget, ami egyre jelentősebb versenyképességi hátrányt jelentett az áruk és szolgáltatások előállításában. Ez pedig az import további erősödéséhez és az export, valamint a devizabevételek gyors gyengüléséhez vezetett. Mindeközben Görögországban turistáskodni is egyre drágább lett a külföldiek számára. Az állam ezzel pedig egyre nyomasztóbb folyó fizetési mérleghiánnyal szembesült, ami annyit jelentett, hogy a lakosság sokkal többet fogyasztott, mint amit megtermelt. Ráadásul a többletfogyasztást külföldről felvett hitelekből finanszírozták a görögök. Ezt viszont egyre olcsóbban lehetett megtenni, hiszen az euró megjelenésével jelentősen csökkent a görög kamatszint, így az állami és a magánszektor egyre több hitelt tudott felvenni változatlan kamatteher mellett.

Mivel azonban a görög kamatszint még így is magasabb hozamot biztosított a befektetőknek, mint a legfejlettebb országok állampapírjai, így egyre több és egyre olcsóbb pénz áramlott be a helyi gazdaságba. A hitelezők azt feltételezték, hogy baj esetén az *Európai Központi Bank (EKB)* és az összes többi eurózóna-tagállam megsegíti majd Görögországot. Amikor a Nasdaq dotcom részvényei összeomlottak 2000 februárjában, az euró bevezetését követő alacsony kamatkörnyezetnek és az olimpiai fejlesztéseknek köszönhető megugró gazdasági növekedés tudta Görögországot a víz felett tartani. Csakhogy amikor 2008 szeptemberében a New York-i székhelyű *Lehman Brothers,* a világ egyik legnagyobb befektetési bankja összeomlott, a bankközi piacok az egész világon befagytak, a hitelezés leállt, a világgazdaság recesszióba zuhant, így pedig a bankok meglévő hitelállományának egyre nagyobb része vált dinamikusan problémássá.

A súlyos szerkezeti és versenyképességi problémákkal küszködő görög gazdaságot pedig ez a pénzügyi és gazdasági sokk mindenkinél gyorsabban és jobban megviselte. Ráadásul olaj volt a tűzre az új kormány 2009. októberi bejelentése, miszerint a korábbi államadósságra és a költségvetési hiányra vonatkozó számok manipuláltak voltak. A bejelentett 13 százalékos hiány kétszerese volt az előző kormány becsléseinek, és négyszerese a Stabilitási és Növekedési Paktum által megengedett mértéknek. Közvetlenül ezt követően Görögország teljes adósságát a GDP 130%-ára értékelték át, ami több mint kétszerese az EU-szerződésekben rögzített 60%-os törvényi határnak. Ez azonnali és nagyon súlyos bizalmi válsághoz vezetett a piacokon, aminek köszönhetően nagyon jelentősen megugrottak a görög kötvényhozamok és csődkockázati felárak *(Credit Default Swap – CDS)*. Ez pedig annyit jelentett, hogy Görögország nem tudta tovább finanszírozni a piacról a költségvetési és a folyó fizetési mérleg hiányát.

Ebben a helyzetben egy eurózónán kívüli más ország hagyta volna leértékelődni a valutáját, hogy így ellensúlyozza a versenyképességi problémáit. Pénznyomtatással pedig megvédte volna a bankrendszerét, és elkezdte volna elinflálni az állam adósságának egy részét, megteremtve ezzel az esélyt a pénzügyi egyensúly helyreállítására. Magyarország gazdasági és versenyképességi problémái 2009–2011 között olyan súlyosak voltak, a görög példa pedig annyira ijesztő, hogy innentől kezdve én magam is arra az álláspontra helyezkedtem, hogy nem elégséges a maastrichti elvárások teljesítése, ezért az euró bevezetését Magyarországnak teljesen le kell vennie a napirendről, és nem is kell vele foglalkoznia, amíg nem látjuk a görög dráma végét és a következményeit. Legalábbis addig nem, amíg nincsenek a makrogazdasági mutatóinkon túl a magyar gazdaság versenyképessége is nyugat-európai szintekkel összemérhető állapotban. Az eurót ugyanis csak jól szabad bevezetni.

A görög válság azonban messze túlmutatott önmagán. Mivel az EU-szerződések nem határoztak meg semmilyen automatikus mechanizmust egy euróövezeti ország és annak a bankrendszerének a megmentésére vonatkozóan, ezért hamarosan Írország és Portugália is sokkal magasabb kamatok mellett tudta magát a piacról finanszírozni. Ugyanis ezt a két országot érintette leginkább a globális recesszió a náluk kialakult fenntarthatatlan ingatlan-fejlesztési és -finanszírozási buborékoknak köszönhetően, ami pedig a lakásárak összeomlásához vezetett. Egy év leforgása alatt négy euróövezeti ország, Ciprus, Görögország, Írország és Portugália igen közel került ahhoz, hogy dönteniük kelljen az államcsőd vagy az euróövezetből való kilépés között, amennyiben a többi tagállam nem

Azzal mindenki egyetértett, hogy egy európai bankcsőd hullám mindennél pusztítóbb lett volna, ezért azt minden áron el kellett kerülni.

Az emberek csak akkor fogadják el a változást, ha szembesülnek a szükségszerűséggel, a szükségszerűséget azonban csak akkor ismerik fel, ha az életük már válságba került.

nyújt nekik sürgősségi hitelt. Azzal mindenki egyetértett, hogy egy európai bankcsőd hullám mindennél pusztítóbb lett volna, ezért azt minden áron el kellett kerülni.

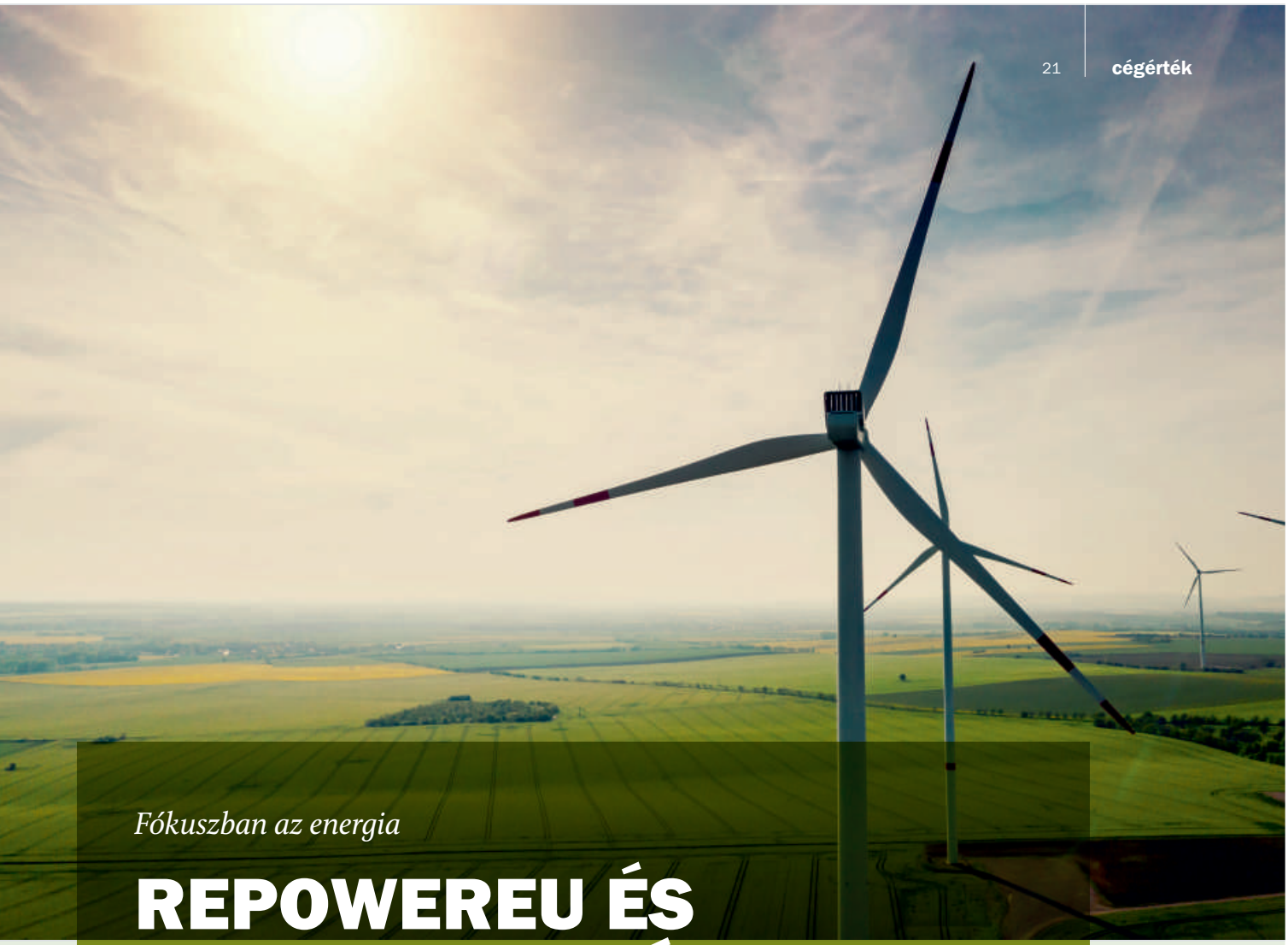
Végül attól félve, hogy a krízis hamarosan Olaszországot és Spanyolországot is elkaszálja, 2011-ben az EU két, összesen 700 milliárd eurós nagyságú állandó mentőalap, az *Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF – European Financial Stability Facility)* és az *Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM – European Stability Mechanism)* létrehozásáról döntött azzal a céllal, hogy adott esetben hitelt nyújtson a pénzügyi nehézségekkel küzdő eurózóna-tagországoknak. A két alap elégséges méretű lett ahhoz is, hogy adott esetben Olaszországot és Spanyolországot is egyszerre meg tudja menteni. Mindeközben az EKB döntött az OMT-program (Outright Monetary Transactions) elindításáról, mely lehetővé tette a jegybanknak a válság során bajba került euróövezeti országok kötvényeinek vásárlását, és a bankjaiknak nyújtandó hosszú lejáratú kedvezményes hiteleket. A fiskális szabályozás és annak felügyeletét szintén megerősítette az EU. Ennek köszönhetően a tagállamok előterjesztésre kerülő költségvetési terveit előzetesen az EU-nak jóvá kell hagynia. Továbbá a tagállamok kötelesek nemzeti egyensúlyi költségvetési szabályokat és eljárásokat kialakítani az uniós szintű szabályok és monitoring szerint. Az EFSF, az ESM és az EKB csak azokat az országokat segíti pénzügyileg, amelyek elkötelezték magukat egy ilyen eljárás mellett. Végül az EU egy három pillérből álló „bankunió" kiépítésébe kezdett. *Az Egységes Felügyeleti Mechanizmus (SSM – Single Supervisory Mechanism)* rendszerszinten a jelentős bankok felügyeletét jelenti.

Az *Egységes Szanálási Mechanizmus (SRM – Single Resolution Mechanism)* az EKB által felügyelt csődhelyzetben lévő bankok szanálására vonatkozik, és egy egységes szanálási alapra támaszkodhat. Végül az EU Bizottság 2015 novemberében javaslatot tett az *Egységes Európai Betétbiztosítási Rendszer (EDIS – European Deposit Insurance Scheme)* kialakítására. A *Maastrichti Szerződés* által elképzelt monetáris unió korábban félkész projekt volt, amelyből hiányoztak a megfelelő biztosítékok és mechanizmusok a tagállamok közötti pénzügyi szolidaritás vészhelyzetben történő életbe léptetésére vonatkozóan. Azonban a 2012–2015-ös euróválság során elfogadott reformok elmélyítették mind a fiskális, mind a pénzügyi integrációt az euróövezeten belül. A rendszer hatékonyságának a nagyszabású tesztjére alig öt évet kellett várni. A 2020-as koronavírus-járvány, majd a 2022-es ukrajnai orosz invázió okozta energetikai sokkot már nem követte újabb bank-, hitel- és pénzügyi válság az eurózónán belül. Tehát igaza lett *Jean Monnet*-nek, az EU egyik alapító atyjának, aki az 1976-ban publikált emlékirataiba ezt jegyezte le: „Mindig is hittem abban, hogy Európa válságokon keresztül épül majd fel". Monnet magyarázatot is kínált a válságok kreatív hatására: „Az emberek csak akkor fogadják el a változást, ha szembesülnek a szükségszerűséggel, a szükségszerűséget azonban csak akkor ismerik fel, ha az életük már válságba került." Ami igaz az emberekre, az még inkább igaz az EU-ra, amely nehéz döntéshozatali eljárásokkal és a kollektív cselekvés minden vele járó nehézségével működik. Összességében elmondható, hogy a végrehajtott reformok eredményeképpen egyetlen ország sem szakított az euróval, az eurózóna pedig megmaradt és megszilárdult.

2008 nyara és 2009 tavasza között 230-ról 316-ra (37 százalékot), majd 2020 és 2022 között 334-ről 433-ig (30 százalékot) gyengült a forint az euróval szemben, komoly lendületet adva ezzel az inflációnak, a magyarok elszegényedésének, a megtakarítások devizába történő átvándorlásának és a magyar fizetőeszköz iránti lakossági bizalmatlanságnak. Ráadásul mindkét válság azonnal világszinten is a legsebezhetőbb országok sorába emelte Magyarországot. A két súlyos gazdasági krízis és az eurózóna megerősítése együttesen az elmúlt évek során visszahoztak a közgazdászok azon táborába, akik azt vallják, hogy a forint mára már sokkal inkább akadálya, mint támasza a versenyképességünk további fejlődésének. Éppen ezért úgy gondolom, hogy ideje első lépésben egy politikai-szakmai konszenzust kialakítani arról, hogy pontosan milyen feltételek teljesülése esetén kezdeményezze a mindenkori magyar kormány az eurózónába történő belépésünket.

Fontos, hogy mindenki pontosan lássa, hogy milyen hosszú az előttünk álló út, és mikor fogunk megérkezni. A folyamat felgyorsítása érdekében pedig szükséges már most a retorikai fordulat, valamint a konkrét reálgazdasági lépések terén a gazdaságpolitikai prioritásaink közé emelni az euró mihamarabbi bevezetését.

SZALAY-BERZEVICZY ATTILA
A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE KORÁBBI ELNÖKE



Fókuszban az energia

REPOWEREU ÉS MAGYARORSZÁG

2023 NYARÁTÓL KEZDVE ATTÓL HANGOS A HAZAI MÉDIA, HOGY A REPOWEREU MAGYAR FEJEZETE ALAPJÁN MAGYARORSZÁG MINTEGY 1 MILLIÁRD EURÓ ELŐLEGET KAPHAT ENERGETIKAI, ENERGIAKÖZELI ÉS ENERGIAHATÉKONYSÁGI FEJLESZTÉSEKRE. MI IS AZ A REPOWEREU? MIT TARTALMAZ A MAGYAR TERVEZET? MILYEN FEJLESZTÉSI CÉLPONTOK TALÁLHATÓK A TERVEZETBEN? MILYEN FORRÁSOKAT ÉRHETNEK EL A VÁLLALATOK? EZEKRŐL KÉRDEZTÜK *DR. SZABÓ LÁSZLÓ* FÜGGETLEN ENERGETIKAI ÉS ENERGIAHATÉKONYSÁGI SZAKÉRTŐT BESZÉLGETÉSÜNK ELSŐ RÉSZÉBEN.

Hogyan született a REPowerEU gondolata?
Az Ukrajna ellen indított orosz támadás után, 2022. május 18-án jelent meg az EU közleménye a REPowerEU Terv cím alatt, a benne megfogalmazott cél egyértelmű: „A lehető leggyorsabban csökkenteni az orosz fosszilis energiahordozóktól való függést és a lehető leggyorsabban a zöld átállás felé fordulni."

A terv 297 milliárd eurót (!) allokál három, az Unió számára rendkívül fontos energetikai célra:

- energia-megtakarítás (a legolcsóbb energia a fel nem használt energia),
- tiszta energiatermelés (klímavédelem és egyben energiafüggetlenség),
- a primer energiaforrások diverzifikációja.

Közép-Kelet-Európa a rendszerváltás előttről örökölte az orosz energiafüggést (pl. Barátság kőolajvezeték, Jamal gázvezeték), Európa nyugati fele stratégiai hibát vétve önként választotta az *Északi Áramlat* nevű tengeralatti orosz gázvezetékhez történő csatlakozást. A 297 milliárd euró forrásból 75 milliárd euró támogatásként, míg 225 milliárd hitelként áll a tagállamok rendelkezésére a tagállami *Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv* elfogadása esetén.

Az Európai Unió egy bürokratikus szervezet. Most mégis gyorsan előálltak egy konszenzusra épülő tervvel.
Az Unió már két évtizede dolgozik az energiarendszereinek, energiapiacainak harmonizálásán, egységesítésén

és a tagállamok közötti kooperáció ösztönzésén. 2022. március 18-án hirdette ki a „Közös európai fellépés a megfizethetőbb, biztonságosabb és fenntarthatóbb energiáért" elnevezésű közös fellépést, amely szinte minden energetikai területen fejlesztési célokat jelölt ki, különösen a megújuló termelés, a hálózatfejlesztések és a piac-/termékfejlesztések terén.

2021 óta tartott az *Energiahatékonysági Direktíva (EED)* és a *Megújuló Energia Direktíva (RED)* konszenzusos aktualizálási, fejlesztési folyamata. Ezek a direktívák 2023-ban hatályba léptek, és kötelező épületfelújítási (EED) és megújuló integrálási (RED) feladatokat rónak a tagállamokra.

Nem vezet káoszhoz ennyi előírás és célkijelölés? Miért van erre szükség?
Azért van szükség, mert az EU-ban szinte minden energetikai terület, minden tagállam méretes lemaradásban van, és emiatt már az orosz–ukrán háború előtt is számos hiányosság, késedelem okozott problémákat, és emelte az energetikai sérülékenységet minden tagállamban:

- Elavultak az elektromos hálózatok, centrális elrendezésűek, kevés az átviteli kapacitás, nincsenek felokosítva (smart/fejlett trafók, hibrid kábelek, digitalizálás, smart mérők), ezért nem tudják kellő ütemben befogadni a megújulókat. Halaszthatatlan a fejlesztési program minden tagállamban.
- Elavult az energetikai, főleg az áramtermékek összetétele, struktúrája és a tagállami piacok együttműködése.
- Jelentős arányú az energiapazarló, rosszul szigetelt, régi épületek száma, emiatt a legtöbb tagállamban drámai az energiapazarlás, különösen az 1990 előtt épült középületek, családi házak, társasházak körében.
- A fent említett okok miatt túlzott arányban támaszkodott a legtöbb tagállam az orosz gázra és kőolajra.

Mit céloz meg, mire koncentrál a REPowerEU Terv magyar fejezete? (Erre már jóváhagytak 1 milliárd euró előleget, de a teljes keret 4,6 milliárd euró.)
A magyar fejezet szerint „a Nemzeti Energiastratégia és a felülvizsgált Nemzeti Energia- és Klímaterv legfontosabb célkitűzése az energiaszuverenitás és az energiabiztonság megerősítése, a rezsicsökkentés eredményeinek fenntartása, valamint a dekarbonizáció. E célokhoz a magyar H*elyreállítási és Ellenállóképességi Terv* REPowerEU fejezete négy fő beavatkozási iránnyal járul hozzá:

- az energetikai infrastruktúrának a megújuló energiaforrások további elterjesztését elősegítő és az elektrifikációt kiszolgáló fejlesztésével;
- az ipar, mint jelentős energia-felhasználó zöldítésével és a zöld gazdasági kapacitások bővítésével;
- a megújuló energia nagyobb mértékű hasznosításával és az energiahatékonyság javításával;
- az alternatív mobilitás elterjesztésével."

Ez egy nagyon magyaros megfogalmazás, mert még mindig védi a rezsicsökkentést, de energiahatékonyságot szeretne javítani a lakosságnál is. A magyar fejezet tartalmaz 14 intézkedést/reformot, amihez nem kell pénz, de életbelépésük elengedhetetlen a fejlesztésekhez, beruházásokhoz, és tartalmaz 15 beruházáscsoportot, melyekre (többségében) lehet majd pályázni.

Mik a vállalkozások és a lakosság számára legfontosabb vállalt, jövendőbeli intézkedések, reformok?
Minden intézkedés, reform annyit ér, amennyi a konkrét intézkedés jövendőbeli szövege által kiváltott hatás; a címe még nem jelent eredményt, de lássuk a legfontosabbakat:

- Az aggregátorok szerepének erősítése és az energiaközösségek kibővítése: azaz az energiaközösségek legyenek jogi személyek és ne csak áramban, hanem hűtés-fűtés területen is szerveződhessenek.
- Hálózati csatlakozás gyorsítása áramban és okosmérő-, akkumulátortelepítés-ösztönzés, olykor -kötelezés.
- Új metódus a hálózati tarifákra és dinamikus áramárképzés: ha a hálózatok óriási forrásokat kapnak hálózatfejlesztésre, akkor azzal csökkentsék a hálózati díjakat, illetve, ha napközben több ezer mWh napenergia ömlik a rendszerbe, akkor az legyen olcsóbb, hogy ösztönözze a napközbeni fogyasztást.
- Geotermikus szabályozási keret fejlesztése: hazánk rendkívül gazdag geotermikus energiában. Ezt szinte csak a fürdőink használják ki. Ösztönözni kell a drága, fejnehéz geotermikus beruházásokat elsősorban erőművi célokra, de fűtés- és agrárcélokra is.
- Lakóépületek energiahatékonysági fejlesztésének keretrendszere: drámaian sok energiát veszítünk a rosszul szigetelt, régi építésű lakóépületeken keresztül. Ez fáj a lakóknak, fáj a közszolgáltatóknak és az országnak is. Tömeges felújítási program kell, aminek ösztönöznie kell a tulajdonosokat, szolgáltatókat (EKR-kötelezettek), a hazai energiahatékonysági ipart, az építőipart, beleértve a kivitelező szerelőket is.

Nézzük a támogatandó beruházáscsoportokat! Mely támogatások érhetőek el csak az energiahálózatoknak és melyek a vállalkozásoknak?
A teljes hazai keret vissza nem térítendő részét, mintegy 262 milliárd Ft-ot a klasszikus villamosenergia-hálózatfejlesztésre szánja a kormány kiemelt projekt keretében. Ebből átviteli és elosztó hálózati fejlesztéseket hajtanak végre: ide tartoznak a kábelek, oszlopok, trafók és alállomások.

DR. SZABÓ LÁSZLÓ
Dr. Szabó László már 1994-től a Pécsi Egyetem Közgazdaságtudományi Karának oktatójaként dolgozott, 1998-ban pedig címzetes egyetemi docenssé nevezték ki. Tizennégy évig volt a Raiffeisen Bank régióvezetője és ügyvezető igazgatója, majd vezető tanácsadói tisztséget töltött be a Jurideco Zrt.-nél. 2013–2015 között az EXIM Bank bankkapcsolatok és refinanszírozási osztályának volt igazgatója, majd szenior szakértő a Magyar Fejlesztési Banknál. Ezt követően három évet töltött az ELMŰ-ÉMÁSZ-nál ügyvezető igazgatóként. 2021-től egy évet töltött főosztályvezetői pozícióban az ITM energiahatékonysági főosztályán. Jelenleg független szakértőként nyújt tanácsot energetikai, energiahatékonysági területeken.

A hitelrészből három kiemelt projekt részesedik, ami nem pályázható, hanem minisztériumi allokációt kap.

- Villamosenergia-hálózatfejlesztés és digitalizálás: a hálózat és a hálózatüzemeltetők felokosítása (smart mérők, fejlett trafók, digitális hálózat, adatközpontok, szoftverek, felokosított időjárás előrejelzés).
- Vasút-villamosítás: új szakaszok villamosítása és a meglévők digitalizálása.
- Zöld gazdaság emberi erőforrásának megerősítése: felsőoktatás, szakképzés, át- és továbbképzés és a korábban megismert (alacsony hatékonyságú) szemléletformálás tanúsítványosztással.

Mire pályázhatnak a vállalkozások?
A vállalkozások, különösen a termelő és a jelentősebb állóeszközzel rendelkező szolgáltatók több beruházási útvonalat is találnak majd a kiírásokban:

- **Vállalkozások energiahatékonysági fejlesztése:** épület és technológiai energiahatékonyság-javítás.
- **Zöld gazdasági gyártókapacitások kiépítése:** napelem-telepítés lehetőleg akkumulátorral, belső hálózatfejlesztés és felokosítás, DSR (fogyasztó oldali rugalmassági szolgáltatások).
- **Zöld technológiák alkalmazása:** ez főleg a dekarbonizációs célokat szolgálja (hűtés-fűtés fejlesztés, technológiai dekarbonizáció).
- **Ipari parkok energetikai célú zöldítése:** ha nem minden pályázatot az akkumulátor- és autógyárak nyernek el, akkor ez nagyon haladó célokat szolgálhat, úgymint közös energiabeszerzés, közös napelempark, ipari park mint energiaközösség, mikrogrid építés (saját belső hálózat és vezérlés), ipari parki belső rugalmassági szolgáltatások, közös feszültség- és frekvenciaszabályozás.
- **Energetikai digitalizáció:** ha nem viszi el mind az elektromos hálózat és a telco szolgáltatók, akkor a vállalatok smart mérőket, mikrogrideket, távoli elérésű energetikai vezérlést, adatközpontokat, szenzorok ezreit szerezhetik be.

Van olyan, ami nem klasszikus vállalati lehetőség, de érdemes odafigyelni rá?
Persze, hogy van. Ilyenek a következők:

- **Földhőhasznosítás-program**, ami nemcsak többlépcsős fűtésre (1. technológia 2. épületfűtés, 3. melegházfűtés) alkalmas, hanem mikrogrid rugalmassági áramtermelésre, rugalmassági szolgáltatások értékesítésére.
- **Középületek energiahatékonysági fejlesztése:** ebbe a programba nemcsak eszközöket, anyagokat kell beszállítani, hanem az energiahatékonyságot szolgáltatásként is el lehet adni, sőt az ESCO-vállalatok és azok tulajdonosai is kiváló lehetőségeket kapnak.
- **Lakosság energiahatékonysági beruházásai:** a kormány az MVM-en keresztül tömeges lakossági energiahatékonysági programokat fog indítani. Kötelező minimum 20 ezer lakás felújítása, és minimum 30% energiahatékonysági javulás elérése, és ez csak az EU által kikényszerített minimum kormányzati program. Ez lehet több is a kormányzat elhatározása alapján. Továbbá a támogatás nélkül, saját erőből és hitelből megvalósuló beruházások ezrei is várhatók, mert már nem szeretne a középosztály sem feleslegesen pénzt költeni az elfecsérelt energiára. Ez rengeteg energiahatékonysági alvállalkozó, szerelő, installáló vállalat számára jelent megrendelést.

A témát folytatjuk a Cégérték következő számában, beszélgetésünk második részében az *EU Grid Action Plan*-t, azaz az Európai Unió ún. elektromos hálózati akciótervét és annak magyar vonatkozásait járjuk körbe.

NAGY GÁBOR
EGYÜTTMŰKÖDŐ PARTNER
CONCORDE MB PARTNERS
GABOR.NAGY@CMBP.HU

A forint izgalmas évei

KÉPZELT INTERJÚ EGY IFJÚ VETERÁNNAL

FIATALKORI ÉVEIRŐL, AZ UTÓBBI ÉVEK NEHÉZSÉGEIRŐL, KIHÍVÁSAIRÓL, AZ EURÓVAL VALÓ KAPCSOLATÁRÓL, A DIGITALIZÁCIÓRÓL, A BITCOINRÓL ÉS 2024-RŐL IS KÉRDEZTÜK A *MAGYAR FORINT*OT KÉPZELT INTERJÚNKBAN.

Kedves Magyar Forint, megtisztelő, hogy interjút ad, köszönjük! És ugye nem bánja, hogy ifjú veteránnak tituláltuk a címben?
Nem, dehogy. Nagyon is találó az elnevezés, végül is sok tanult kollégámhoz képest egészen fiatal pénznem vagyok. A *font* vagy a *dollár* több száz évesek már, és akkor még nem is beszéltünk az euróbevezetésben elhunyt nagy öregről, a *drachmá*ról, aki az ókorban született! De ha a hazai nyugdíjkorhatárt nézzük, meg azt a sok mindent, amit már átéltem az elmúlt bő 77 évben, akkor bizony a veterán jelzőt is el kell fogadnom. 1946. augusztus 1-én születtem ugyanis, de a középkorban persze már voltak forint nevű őseim. *Károly Róbert* aranyforintjára különösen büszke vagyok. Tudja, az 1300-as években, amikor…

Bocsásson meg, igazán nem szeretném önbe fojtani ezt az izgalmas visszaemlékezést, de kanyarodjunk vissza inkább önhöz személyesen: 2020–23 folyamán sok nehézséget élt át, hogy van mostanában?
Hát, bizony az elmúlt három-négy év nem volt egyszerű. A 2010-es években már-már kezdtem megszokni a fokozatos gyengülgetést, gondoltam, biztos a korral jár… de ami 2020-tól jött! A Covid is erősen megviselt, egy majdnem 8 százalékos zuhanás tavasszal, amikor a Covid-korlátozások kezdődtek, aztán a 370-es szint közelében kicsit meg is szédültem… Kicsit feljebb is kellett emelni a kamatomat, de akkor még csak az egyhetes betétit egy cseppet. Ha akkor tudtam volna, mi vár még rám…

Merthogy jött az infláció, az európai energiaválság, a háború…
Ne is mondja! 2021-ben még egészen szépen stabilizálódtam, bár az inflációm kicsit megemelkedett, de a magyar GDP is megugrott, szépen korrigált a Covid miatti visszaesés után. Az év vége felé viszont már egy kicsit kezdtem gyanakodni, hogy bujkálhat bennem valami: az infláció akkor már 7 százalék fölött járt, miközben a kamatok még alig voltak 2 százalék fölött. És akkor jött a soktényezős infláció 2022-es gyorsulása – költségvetési stimulussal, energiaár-emelkedéssel, aztán a háborús helyzettel. És hát magunk közt szólva a gyengélkedésemmel én is hozzájárultam az infláció gyorsulásához. Akkor jártam először a 400-as szint felett, és bizony 70 éves kor fölött annyi gyengülés olyan hirtelen azért már megviseli az embert… illetve a devizát, persze. Még ha nem is voltam teljesen egyedül ezzel a helyzettel, *zloty* barátom is jelentős leértékelődésen ment keresztül akkoriban. Viszont az energiamérlegünk borulása sokkal nagyobb volt, mint a régióban általában, így a devizafinanszírozási igény megugrása a fizetési mérlegben szintén nem tett jót nekem. Kellett is kamatemelés bőven, 2022-ben 2,40

százalékról 13,00 százalékra, aztán év végén még a normál alapkamaton felül 18 százalékra. Akkor (410-420 körül) azért kicsit meg voltam ijedve.

Azért az infláció kérdésétől ne kanyarodjunk el teljesen. Hogy is volt az pontosan?
Arról a 25 százalékot elérő durva inflációról nem szívesen beszélek, főleg, hogy 40 százalék feletti élelmiszer-inflációval is járt. Na, hallja, az én múltammal! Háromnegyed évszázad alatt elég sokat veszítettem a vásárlóerőmből, de azért 34 százaléknál nagyobb éves átlagos inflációs rátám sose volt! Az is csak a rendszerváltás utáni gazdasági átalakulás éveiben. Egyébként 2000-től már egyszámjegyű inflációt hoztam, 2001–10 között 5,7 százalékos, 2011–20 között 2,3 százalékos éves átlaggal. Nem akarok elmerülni a nosztalgiában, de tudja milyen erős voltam, amikor megszülettem? 1946-ban mindössze 11 forintot kellett adni belőlem egy dollárért. Akkor még a váltótársam, a *fillér* is olyan jó kondiban volt, hogy a kétfilléres érmének is volt értelme, és az 5 filléressel együtt egészen 1992-ig forgalomban voltak. A váltótársam ma már nem nagyon dolgozik velem, de a folyószámlákon még ott van, mint digitális elszámolási egység. A precíz kamatszámításhoz vagy a devizaárfolyam-jegyzésekhez például ma is nélkülözhetetlen a segítsége.

Gazdaságpolitika és euró

Ha már a kamatot említette, mostanában milyen a viszonya a monetáris politikával?
2022-ben már egyre erősebb támaszt kaptam a monetáris politikától, de a Covid előtti (nominális) fényemet még így sem nyertem vissza. Mondjuk akkor nem is volt olyan nagy infláció. Nem mondom, hogy nem szívesen támogatom meg egy kicsit az exportunkat, de így magunk között bevallom: általában jobban szeretem, ha ezzel a feladattal más versenyképességi mutatók foglalkoznak. Ott vannak mindjárt a nominális bérköltségek, a munkaerő-hatékonyság… persze tudom, más szempontok is vannak. Én hosszabb távon sosem éreztem magam ebben a munkában elég hatékonynak, de hát engem sokszor könnyen rá lehetett venni egy kis gyengülésre. A lassú, kiszámítható gyengüléssel általában nem is nagyon voltak problémáim, de hosszabb távon azért ennek is megvannak a kockázatai. Most mindenesetre úgy érzem, hogy az infláció elleni küzdelmet jobban tudom szolgálni, ha nem gyengülök újra olyan ütemben, mint tavaly.

Többször is szóba hozta a hosszú táv kérdését, de ha nem túl indiszkrét a kérdés, pontosan milyen hosszú távra tervez? Az euróbevezetésre gondolok.
Az euróbevezetés bizony egy fogas kérdés! Eleinte elszomorított, hogy olyan öreg harcostársakat veszítettem el az *euró* miatt, mint a francia *frank* vagy a spanyol *peseta.* És persze ott volt az egykori fő jegyzésdevizám, a német *márka,* akit jelenlegi formáját tekintve egészen fiatalon ért a leváltás. De ma már nem vagyok borúlátó. Az euró ugyan néhány születési rendellenességgel jött világra, nem volt például kellő méretű közös költségvetés vagy közös kötvénypiac mögötte, de így is szépen meg tudott erősödni a dollárral szemben, és az inflációja is elég alacsony volt. Persze ennek se tudott mindenki örülni, de hát ki érti az embereket? Az egyik erős devizát akar, a másik gyengét, az egyik önálló monetáris politikát akar, a másik erősebb európai integrációt. Én nem akarok politizálni, de úgy tudom, a nyugdíjazásom nem szerepel ennek az évtizednek a terveiben. Pedig ki tudja: talán jobb lenne, ha szépen nyugdíjba mennék, jöjjenek a fiatalok, itt az euró, 25 éves ifjú titán…

Bizony, 2024-ben negyed évszázados fennállását ünnepli az euró! Ön hogyan tekint euróövezeti kollégájára: inkább partner vagy versenytárs?
Most mondhatnám, hogy a közös devizák elveszik a munkánkat, de nem akarok populista lenni. 1999-ben 11 kollégám ment nyugdíjba az euró bevezetése kapcsán, aztán az azóta eltelt időben még további 9. Talán ez az élet rendje, nem is tudom, hiszen az euró terjedésében nem csak pénzpiaci-gazdasági megfontolások játszanak szerepet. De én maradnék a saját szakterületemnél, a devizapiacoknál: semmi rosszat nem szeretnék mondani fő jegyzésdevizámról és fő kereskedelmi partneremről. Ez könnyen érthető is, hiszen össze vagyunk kötve, sokan forintárfolyam alatt is valójában az EUR/HUF árfolyamot értik. Ilyen szempontból természetesen partnerként tekintek a közös európai devizára. De azt is megértem, hogy olyan időkben, amikor kicsit megrendül az egészségem, például gyors gyengülés fog el, vagy éppen túlságosan ingadozónak látszom, akkor bizony versenyeznem kell az euróval a befektetések vagy éppen a vállalati hitelezés területén. Sajnos inflációban mindig ő volt a jobb, pedig a 2010-es évek közepétől én is nagyon igyekeztem. Talán a 20 százalék fölötti 2022–23-as inflációs hónapok már elhomályosítják azoknak az időknek az emlékét, de például 2014-ben és 2015-ben nekem is negatív éves átlagos inflációm volt!

Mi jöhet ki hosszabb távon ebből a kettős euró-forint viszonyból?
Egy olyan közös deviza mögött, mint az euró, sokkal erősebb támogatás van, mint amit egy kis ország önmagában tud nyújtani. Azt viszont, hogy ez a vonzóbb, vagy a saját deviza jelentette nagyobb mozgástér – ami bevallom, néha nagyobb nehézségeket is jelent –, a gazdaságpolitikai döntéshozóknak kell megítélniük. Egy olyan kis nyitott gazdaságban, mint Magyarország, ahol a külkereskedelem meghatározó a GDP egészét tekintve, sok előnnyel járhat egy stabil devizaövezethez való csatlakozás. Ugyanakkor ehhez kellően felkészültnek is kell lenni, és nem árt, hogy ha az előírt kritériumok mellett a kellő reálgazdasági fejlettség is megvan, és a megtakarítók sem járnak rosszul a váltáskor.

Digitalizáció

Ha már a fiatalokat és a versenytársakat említettük, mi a véleménye a kriptodevizákról, például a *bitcoin*ról, aki a mai napig is a legnagyobb közöttük?

Na, hallja, hogy valaki ilyen volatilitással devizának nevezze magát?! Már elnézést, de még rendes kibocsátója sincs. Ahogy látom, a nagy jegybankok sem örülnek neki, inkább saját megoldásokat fejlesztenek. Nekem semmi bajom ezekkel a digitális fiatalokkal, befektetési eszköznek még jók lehetnek, na de devizának, pláne globális devizának...

Úgy látom, azért kissé elragadták az érzelmei. A bitcoin olyan kunsztokat tud, amiket előtte a digitális és központi elszámoló nélküli pénzek nem nagyon tudtak, ellenőrizhető nyilvántartással működtet gyors globális tranzakciókat.
Azért hasonló trükköket én is tudok, és nekem is van digitális verzióm! 74 éves voltam, amikor olyan mutatványt gyakoroltam be, mint az azonnali átutalás, és mondhatom, hogy azóta is nagyon jól megy, még hétvégén is. Na, ezt csinálja utánam egy bitcoin!
A központi kibocsátó pedig olyan jogi hátteret és biztonságot ad, amiről szerintem a kriptodevizák még sokáig csak álmodozhatnak. Egyébként hadd mondjam el, hogy én már akkor digitális voltam, amikor a kriptók még a blokkláncos csattogós lepkéjüket se tologatták... A Bankközi Klíring Rendszer már lassan 30 éve, 1994 vége óta működik, azóta a bankközi forintforgalom teljesen elektronikus alapokon valósul meg. Tudta ön, hogy a teljes M2-es állományom 80 százaléka digitális kereskedelmi banki pénz? Jó, a fizetési forgalomban még nem értem el ilyen magas digitális arányt, de azért én se vagyok teljesen bankjegyhez ragadt papírdeviza! A kiszámíthatóságról pedig csak annyit jegyeznék meg, hogy forintra folyamatosan 8-10 ország elemzőitől lehet a magyar gazdasági folyamatokon alapuló árfolyam-előrejelzéseket találni. Próbálta már maga a *bitcoin* árfolyamát előre jelezni?!

Bevallom, egy fundamentális bitcoinmodell kalibrálásával lehet, hogy gondjaim lennének... de ott van például a bitcoin korlátos kínálata, nem lehet csak úgy elinflálni.
A bitcoin mint digitális arany, igaz? Hááát... Hondurasban például valahogy elérte, hogy hivatalos pénznemnek nevezzék ki, de úgy hallom, azért nem megy simán a dolog. A valódi fizikai arany egy igazán különleges kolléga, már akkor a pénzügyi szakmában volt, amikor az emberek még érméket se vertek. Ráadásul egyszerre több eszközosztályban is szerepel, és bár egyetlen országnak sem hivatalos pénzneme, a világ szinte összes jegybankjával ma is elég jóban van. Amikor a kínálati rugalmassága a világgazdaság igényeihez képest már kevésnek bizonyult (illetve különösen, amikor a dollár 1971-ben viharosan szakított vele) és a hitelpénzrendszer egyre népszerűbb lett, ő is egyre inkább a befektetési szakmára kezdett koncentrálni. Hajlott korához képest fizikailag is nagyon erős maradt, a mai napig is megbecsült munkatárs az ékszeriparban és az elektronikában is. Néha én is dolgozom még vele, az utóbbi években nagyon szép forint arany emlékérmék jöttek ki. De visszakanyarodva az eredeti kérdéshez: hogy az arany a bitcoint digitális rokonának tekinti-e, arról inkább tessék őt kérdezni.

2024

Rendben, akkor maradjunk a közeljövőnél: mire számít 2024-ben?
Nagyon szeretnék már egy kis nyugalmat! Ez az évtized nekem kicsit húzósan kezdődött, de persze ezzel nem vagyok egyedül. Az inflációm tavaly sokat csökkent, de úgy érzem, még nem eléggé. Az idén viszont 5-6 százalék között, jó esetben kicsivel 5 százalék alatt lehet az éves átlagos infláció, szóval a tavaly decemberi 5,5 százalékhoz képest 2024-ben trendszerű javulást nem várok. A jegybank alacsonyabb, 3% +/- 1 százalékpontos inflációt céloz, de ők is és a piaci szereplők is inkább 2025-re látják ezt elérhetőnek. Az irányadó kamatom viszont még bőven csökkenhet, hiszen még kétszámjegyű tartományban, 10,75 százalékon kezdte ezt az évet. Igaz, ezt a kamatpiac és forward kollégáimmal én is már bőven beáraztam, talán egy kicsit túl optimistán is. Viszont ha a jegybank még továbbra is tartani kíván egy nemzetközileg is versenyképes pozitív reálkamatot, akkor lehet, hogy az év közepe felé 7 százalék közelében leáll a kamatcsökkentési folyamat.

És a nemzetközi hatások, árfolyamkilátások?
Persze, sok múlhat az EKB és a Fed döntésein is, azaz, hogy mikor és milyen lendületesen kezdődnek az idén tavasztól-nyártól várt új kamatvágási ciklusok.
A globális hatású geopolitikai feszültségek és az idei évben világszerte következő jelentős parlamenti, illetve elnökválasztások esetleges piaci-gazdasági hatásai sem elhanyagolhatóak. Sokan erősebb dollárárfolyamra számítanak, ami kockázatot jelenthet a feltörekvő piacok számára. Ezekkel a külső kockázatokkal együtt is, és a hazai költségvetési kockázatokat is figyelembe véve, a magyar reálgazdasági háttér javuló GDP-dinamikával és erősebb fizetési mérleggel kecsegtet 2024-ben, ezek is segíthetik a stabilitásom javulását. Tudom, a stabilitásnak és a már most is látható alacsony volatilitásomnak a traderek nem mindig örülnek, de megnyugtatok mindenkit: erre is lehet jó befektetési pozíciókat építeni. Ráadásul egy stabil, visszafogott leértékelődést hozó trendbe azért beleférnek mozgalmas időszakok, amikor egy jól eltalált forward vagy opciós pozícióval, vagy éppen egy részvény-kötvény portfólió devizaarányának beállításával szépen lehet pénzt keresni velem! A profithatások tekintetében kérdezzék meg privátbankárukat, tanácsadójukat...

Köszönjük az interjút, és kellemes árfolyamingadozást kívánunk 2024-re!

JOBBÁGY SÁNDOR
VEZETŐ MAKRO-GAZDASÁGI ELEMZŐ
CONCORDE ÉRTÉKPAPÍR ZRT.

CONCORDE

SOK DÖNTÉST HOZUNK MEG AZÉRT, HOGY ÖNNEK CSAK EGYET KELLJEN

VAGYONKEZELÉS A CONCORDE SZAKÉRTELMÉVEL

www.con.hu | +36 1 489 2390 | vagykez@con.hu

CMBP KÖNYVKLUB

Abhijit Banerjee és Esther Duflo:
Jó közgazdaságtan nehéz időkre, A szegények gazdálkodása

KÖZGAZDASÁGTAN ÉS HUMANIZMUS

ESTHER DUFLO **ÉS** ***ABHIJIT BANERJEE*** **A VILÁG LEGSZEGÉNYEBBJEIVEL VÉGZETT MUNKÁJUKÉRT 2019-BEN MEGKAPTÁK A KÖZGAZDASÁGI NOBEL-DÍJAT. A SZERZŐPÁROS LEGNAGYOBB HOZZÁJÁRULÁSA KORUNK KÖZGAZDASÁGI TUDÁSÁHOZ A RANDOMIZÁLT KONTROLLÁLT VIZSGÁLATOK SZÉLES KÖRŰ ALKALMAZÁSA AZZAL A CÉLLAL, HOGY RÁJÖJJENEK: MIVEL TUDUNK TÉNYLEG SEGÍTENI A LEGSZEGÉNYEBB 1 MILLIÁRD EMBERNEK A FÖLDÖN? EZEN A TERÜLETEN ELÉRT EREDMÉNYEIKET FOGLALTÁK ÖSSZE A 2011-BEN MEGJELENT,** ***A SZEGÉNYEK GAZDÁLKODÁSA (POOR ECONOMICS)*** **CÍMŰ KÖNYVÜKBEN. DUFLO ÉS BANERJEE AZÉRT TUDTAK MARADANDÓT ALKOTNI EZEN A TERÜLETEN, MERT NEM ABBÓL INDULTAK KI, HOGY SZERINTÜK VAGY ÉPPEN BÁRMELYIK GAZDAG ORSZÁGBAN ÉLŐ TUDÓS, KÖZGAZDÁSZ VAGY POLITIKUS SZERINT MIRE VAN SZÜKSÉGE A SZEGÉNYEKNEK, HANEM AZT EGYSZERŰEN A LEGMODERNEBB ÉS MEGBÍZHATÓBB MÓDSZERTANNAL MEGMÉRTÉK.**

Olyan kérdésekre adtak választ, hogy ha pénzbeli támogatást kapnak az éhezők, akkor a több kalória helyett miért esznek „finomabb” kalóriát? Hogyan bízzon valaki a jövőbeni hozamban, ha sem neki, sem a környezetében lévőknek sincs olyan tapasztalata, hogy ha valaki ma befektet, félretesz, a finom helyett a többet eszi, hogy erősebb legyen, az majd évekkel később sikeresebb lesz?

Vagy ott van a fejlődő országok elszigetelt részeinek elektrifikációja. Kenyában, Indonéziában és sok más országban sok olyan hely van, ahol ritka a népsűrűség és rendkívül alacsony a fogyasztás, így az állam nem építi ki az elektromos hálózatot, mivel az gyakorlatilag soha nem térülne meg. Az ilyen helyeken kis méretű és olcsó, szigetüzemű napelemekkel oldják meg a minimális áramszolgáltatást. A két legfontosabb és a rászorulók által leginkább igényelt elektromos eszköz a világítás és a mobiltelefon. A világ gazdagabb fele talán azt gondolná, hogy a hűtő vagy valamilyen más konyhai eszköz a következő a sorban, mégiscsak komoly probléma az éhezés a világ ezen felén. A meglepő válasz viszont: a televízió. Az ilyen körülmények között élő, harmadik világbeli embereket nagyon kevés impulzus éri, röviden: unatkoznak. Emellett az évezredek alatt kialakult annak a módja, hogy tudnak hűtő nélkül ételeket tárolni, illetve elektromos sütő, főzőlap és mikró nélkül azokat elkészíteni.

A Jó közgazdaságtan nehéz időkre című könyvük 2019-ben íródott, ebben az időszakban és azóta is az alaphangulatot a populista politikai erők előretörése, a „szekértábor-mentalitás” felerősödése, a fejlett világ munkásainak elégedetlensége és romló életszínvonala, valamint az egész világban robbanásszerűen növekvő egyenlőtlenségek adták. A könyvben Duflo és Banerjee ezekre a problémákra irányítják közgazdasági tudásukat és elemzési képességeiket. Mindezt teszik azzal a hittel, hogy jó minőségű közgazdaságtani kutatásokkal felfedhetők ezen problémák gyökerei, sőt még megoldások is javasolhatók rájuk. A könyv a két kutató saját eredményeinek prezentálásán túlmutató, a felvetett problémák fényében, az egész kortárs közgazdaságtan legfrissebb kutatásait felvonultató mű. Mindezt a szerzők kellően szakmaian, de közérthetően teszik.

A könyv például olyan kérdéseket feszeget, hogy az elmúlt negyven évben valóban romlott-e az észak-amerikai munkások életszínvonala? A xenofóbia hogy függ össze ezzel a trenddel, és a bevándorlás elutasítottsága miért nőtt ugrásszerűen, főleg olyan helyeken, ahol nincsenek is bevándorlók? Mitől függ és miként oszlik el a társadalom egyes rétegei között a gazdasági növekedés? Van-e recept arra, hogy egy gazdaság hogy tud gyorsabban növekedni?

Szerencsére nemcsak kérdéseket vetnek fel, hanem válaszokat is kapunk. Rámutatnak arra, hogy a jóléti államoknak és a gazdasági intézményeknek mennyire fontos szerepe van a válságok kezelésében. A szerzők esettanulmányokon és összehasonlító elemzéseken keresztül szemléltetik, hogy egyes esetekben mi lehetne a legeredményesebb út. A könyv célja összességében a közgazdaságtan és annak eredményeinek közelebb hozása a mindennapokhoz és a laikusokhoz.

Duflo és Banerjee fő tézise, hogy az emberiségnek akkor jó, ha mindenki jobban él, és ehhez az állapothoz a tudomány tud minket közelebb vinni. A *Jó közgazdaságtan nehéz időkre* című könyvet ajánljuk mindazoknak, akik nyitottak a kutatási eredményeken alapuló diskurzusra a világ nagy problémái kapcsán, és szívesen látnak tovább a saját szűkebb környezetüknél. Az igazán ínyenceknek pedig javasoljuk, hogy *A szegények gazdálkodásá*val kezdjenek. Ez a könyv átformálja az ember világlátását, és lebontja a szegényebb embertársainkkal szemben a társadalomba beépült előítéletek nagy részét. Röviden, a szerzőknek köszönhetően másképp látjuk majd a világot, méghozzá egy kevésbé acsarkodó, sokkal humanistább helynek.

Duflo és Banerjee fő tézise, hogy az emberiségnek akkor jó, ha mindenki jobban él, és ehhez az állapothoz a tudomány tud minket közelebb vinni.

TÓTH NÁNDOR
IGAZGATÓ
CONCORDE MB PARTNERS
NANDOR.TOTH@CMBP.HU

HOGY NE VESZÍTSÜK EL A CSALÁDI VAGYONKEZELÉS ELŐNYEIT?

AZ ADÓZÁSI JOGSZABÁLYOK ÉVKÖZI VÁLTOZÁSA MIATT A TAVALYI ÉVBEN RENGETEGEN VÁGTAK BELE BIZALMI VAGYONKEZELÉS LÉTREHOZÁSÁBA. ENNEK KÖVETKEZTÉBEN 2023 NYARÁN LÉNYEGÉBEN MEGDUPLÁZÓDOTT A MAGYARORSZÁGON NYILVÁNTARTÁSBA VETT BVK-K SZÁMA. MINDEKÖZBEN SOKAN NEM TUDTÁK PONTOSAN, HOGY MIRE IS VÁLLALKOZNAK, AMELY HIBÁKHOZ, TÖBBLETADÓZÁSHOZ VAGY A BANKI KAPCSOLATOKBAN FELMERÜLŐ ÉRTETLENSÉGHEZ VEZETETT. EZEN ÁTGONDOLATLAN VAGY ELRONTOTT BVK-KBÓL MUTATJUK BE A TIPIKUS ESETEKET.

A kezelt vagyontömegnek nincs külön adószáma. Bár technikai, adminisztratív feladatnak tűnik, de súlyos kockázata van annak, ha a kezelt vagyontömeg részére nem igényelünk külön adószámot. A legfőbb problémát az jelenti, hogy így a kezelt vagyont érintő adóbevallási és esetleges fizetési kötelezettségeknek nem tud a vagyonkezelő eleget tenni. Ezen felül, adószám nélkül megfelelő bankszámla sem nyitható, így a vagyonelkülönítési kötelezettségének sem tud a vagyonkezelő megfelelni. Ez pedig végső soron oda vezet, hogy a vagyonkezelésbe adott vagyonnak a hitelezői követelésekkel szembeni védelme megszűnik.

Bár adómentesnek gondoltam, mégis adót kell fizetnem. A bizalmi vagyonkezelés egy nagyon jó eszköz vagyonelemek generációk közti átadására oly módon, hogy közben többletadó-fizetési kötelezettség ne keletkezzen. Ráadásul, mind a tavaly szeptember 11-én hatályon kívül helyezett rendelkezések, mind pedig a tavaly decemberben módosított szabályok lehetőséget biztosítanak arra, hogy a vagyonrendelő vagyonát piaci értékre felértékelje, és ezáltal egy későbbi vagyonértékesítés adóterhét mérsékelje.

A bvk adósemlegessége azonban feltételekhez kötött, amiről sokan elfeledkeznek a tervezés során. Így a bvk-ban termelődött teljes hozam adókötelessé válik abban a pillanatban, amikor a vagyonkezelő akár egy forintnyi, nem pénzügyi jellegű bevételt is realizál. Szintén elveszti a bvk-ba tett vagyon az adómentes jellegét, ha a vagyonrendelő nem magánszemély, hanem társaság. Mindezen esetekben a bvk által realizált hozam adóköteles lesz a társasági adó rendszerében.

A bizalmi vagyonkezelésbe adott vagyonelemek nem a kezelt vagyon elkülönült számláján, hanem a vagyonkezelő saját számláján kerültek jóváírásra. Konkrét jogszabály nem írja elő, hogy a kezelt vagyontömeg részére külön számlát (értékpapírszámlát, illetve bankszámlát) kell nyitni. Emiatt sokan – akár gondatlanságból, akár takarékosságból – megelégszenek azzal, hogy a vagyonkezelésbe adott eszközöket a vagyonkezelő saját számláin írják jóvá. Márpedig ez a gyakorlat helytelen, és sok kockázatot hordoz magában.

Jogi szempontból nem mindegy, hogy az a számla, amelyen a bvk-eszközök elhelyezésre kerülnek, a vagyonkezelő saját adószámának, vagy a kezelt vagyontömeg adószámának feltüntetésével nyílik-e meg. Ha például a vagyonkezelővel szemben adótartozása miatt végrehajtási eljárást kezdeményeznek, úgy a két számla elkülönítésének hiányában könnyen előfordulhat, hogy a kényszerintézkedést a kezelt vagyonra vezetik rá. Komoly erőket kell ilyenkor megmozdítani annak érdekében, hogy az inkasszóval beszedett pénzt utólag a vagyonkezelő visszaszerezze. Másrészről, a két számlának eltérőek a tényleges tulajdonosai, aminek egyre nagyobb szerepe van a banki compliance ellenőrzések során. Arról nem is beszélve, hogy a tényleges tulajdonosok helytelen feltüntetése pénzmosási intézkedéseket is vonhat maga után (pl. számla befagyasztása). Nem mindegy továbbá az sem, hogy a vagyonkezelésbe adott pénzeszközök vagy értékpapírok a vagyonkezelő, vagy a kezelt vagyon könyveiben kerülnek-e nyilvántartásra. Ennek összekeverése súlyos adózási következményekkel járhat.

Nem került vagyonrendeléskor megfelelően dokumentálásra az átruházott vagyon piaci értéke. A tavaly szeptemberig hatályban lévő szabályok nem írták elő azt, hogy vagyonértékeléssel kell alátámasztani a bvk-ba átadott vagyon értékét. Márpedig ez a vagyonrendelő elemi érdeke. A kedvezményezetti kifizetés adómentessége ugyanis azon fog múlni, hogy keletkezett-e értéknövekedés a bvk-ba bevitt eszközökön a vagyonrendelési értékhez képest. Ha valaki vagyonrendeléskor nem támasztja alá megfelelő dokumentációval az akkori piaci értéket, úgy a kifizetéskori esetleges adóellenőrzéskor nehezen tudja majd bizonyítani, hogy mi alapján állapította meg ezt az értéket – utólag pedig nehéz egy korábbi állapotban fennálló vagyonérték mellett érvelni. Az, aki nem tud a vagyonrendeléskor (vagy ahhoz közeli) időpontban készített, hiteles vagyonértékelést felmutatni, egy későbbi adóvita során lényegesen hátrányosabb pozícióból indul.

Most akkor enyém a vagyon vagy sem? Bár a vagyonrendelő – ha önmagát vagy egy általa alapított társaságot bízott meg vagyonkezelőként – meg tudja őrizni a vagyon feletti kontrollt, az már nem a saját vagyona, azzal saját vagyonaként nem rendelkezhet. Mindez azt jelenti, hogy a vagyonrendelő önállóan, saját diszkrecionális döntésével, megfelelő dokumentáció nélkül ezt a vagyont már nem veheti ki a vagyonkezelésből.

A vagyonkezelő a vagyont a kedvezményezettek érdekében, a vagyonkezelési szerződés rendelkezései szerint kezeli. Még ha a vagyonrendelő is a vagyonkezelés (egyik) kedvezményezettje, a vagyonkezelési elveket be kell tartania, és megfelelően kell dokumentálnia a kedvezményezetti kifizetéseket. A kifizetések csak akkor teljesíthetők, ha azok összhangban állnak a vagyonkezelési szerződéssel, és azokat a vagyontömegre elfogadott mérleg támasztja alá. Ráadásul, a kedvezményezetti kifizetések eltérő adózási következmények alá is esnek. Adózási szempontból nem mindegy ugyanis, hogy tőke vagy hozam kerül kifizetésre, milyen rokoni kapcsolat áll fenn a vagyonrendelő és a kedvezményezett között, a vagyonrendeléshez képest hány év elteltével kerül sor a kifizetésre. Ezek mind-mind mérlegelendők, mielőtt a vagyonból kifizetést teljesítünk.

Mit érdemes tennünk?

Senki sem képes arra, hogy a vagyonkezelési struktúrája jogszabályi megfelelőségét folyamatosan kövesse. Ráadásul, a vonatkozó jogszabályok is rendszeresen változnak. De ellenőrzési pontokat mindenképpen be kell építeni a rendszerbe.

A felülvizsgálat célszerű időpontja minden év május 31-e (vagy annak környéke). Eddig a napig kötelesek ugyanis a vagyonkezelők a kezelt vagyontömeg beszámolóját elkészíteni, és adóbevallásukat beadni. Ez a beszámoló az alapja a kedvezményezetti kifizetéseknek is. Ez a határnap egy nagyon jó fogódzót ad arra, hogy a bvk alanyai megvizsgálják/megvizsgáltassák a vagyonkezelési struktúrájuk jogszabályi megfelelőségét, és a korábban elkövetett esetleges hibákat is korrigálják.

DR. HOSSZÚ PÉTER
ÜGYVÉD, ADÓTANÁCSADÓ
JALSOVSZKY
PHOSSZU@
JALSOVSZKY.COM

AMENNYIBEN MÁS AZ ELKÉPZELÉSE A VAGYONTERVEZÉSRŐL...

BIZALMI VAGYONKEZELÉS | GENERÁCIÓVÁLTÁS | ADÓZÁS | CÉGELADÁS

JALSOVSZKY

VAGYONTERVEZES.HU