



IMAP MB Partners

8. ÉVFOLYAM 65. SZÁM

2013
NOVEMBER
DECEMBER

KÜLFÖLDI CÉGVADÁSZOK
MAGYARORSZÁGON
GUN JUMPING SZABÁLYOK
A MAGYAR VERSENYJOGBAN
ELADÁSI FELKÉSZÜLÉS
MEGFAGYOTT PIACOK
ELŐTÉRBE A BIZTONSÁG

cégérték

CÉGELADÁS
TŐKEBEVONÁS
FELVÁSÁRLÁS

© cégérték Cégeladási, -értékelési, -felvásárlási és tőkebefektetési magazin vállalkozóknak és cégbe-fektetőknek. | Kiadja az IMAP MB Partners.
Felelős kiadó: IMAP MB Consult Kft. | Postacím: 1051 Budapest, József Attila utca 1. Telefon: 06 1 336 2010 | E-mail: cegertek@imap.hu



**BOLDOG
KARÁCSONYT
ÉS NÖVEKVŐ
CÉGÉRTÉKBEN
GAZDAG ÚJ ÉVET
KÍVÁNUNK!**

**MAGYAR ELADÓ
KÜLFÖLDI
VEVŐ?**



A MAGYAR KIS- ÉS KÖZÉP-VÁLLALKOZÓK SZÁMÁRA NAPI FONTOSSÁGÚ KÉRDÉS, HOGY MIT IS GONDOLNAK A KÜLFÖLDI BEFEKTETŐK AZ ORSZÁGRÓL. AMIKOR UGYANIS ROSSZ AZ ÁZSIÓNK, AKKOR AZT A LEGTÖBBÜNK A SAJÁT ZSEBÉN ÉRZI. OLYANKOR A MAGYAR-ORSZÁGON MŰKÖDŐ ÉS ITT BESZÁLLÍTÓKKAL RENDELKEZŐ VÁLLALATOK KEVESEBBET FEKTETNEK BE ÉS KEVESEBBET TERMELNEK. HA VISZONT MEGY AZ ORSZÁG SZEKERE, AKKOR A MULTIKTÓL IS VAN MEGRENDELÉS BŐVEN.

MAGYAR ELADÓ KÜLFÖLDI VEVŐ?

Miért fontos a külföldi befektetők véleménye?

Különösen éles ez a helyzet azon vállalkozók esetében, akik kiszállásban, azaz vállalatuk értékesítésében gondolkodnak. Amikor az országnak jó híre van, akkor az ő cégüket is többre értékelik a külföldiek – és ezen keresztül az esetleges hazai kérők is. Ha viszont problémás a reputációjuk, akkor a vállalatok értéke is nyomott lesz. Jó, nem jó, a vállalati érték szorosan kötődik az ország megítéléséhez. Ez alól csak azok a vállalatok tudnak kibújni, akik óriási exporthányaddal rendelkeznek, hisz az ő esetükben nem a magyar piac alakulása a meghatározó iparági körülmény. De még náluk sem beszélhetünk országtól független árazásról, hisz az adózási- és egyéb általános vállalati szabályozások magyarországi alakulása még rájuk is közvetlen hatással van.

Mi a helyzet most?

Először is szögezzük le: nincs és nem is volt soha egyetlen, általánosan osztott vélemény Magyarországról mint befektetési célpontról. Ami azonban létezik, az egy többé-kevésbé elfogadott közvélekedés, közbenyomás, amit aztán az egyes befektetők a saját szempontjaik mentén értelmeznek. Az IMAP MB Partners vezetői a múlt hónap végén Indiában, Mumbai-ban jártak, ahol a nemzetközi IMAP hálózat éves közgyűlésén vettek részt. A rendezvény lehetőséget nyújtott, hogy gyakorlatilag valamennyi, a magyar vállalkozások szempontjából relevánsnak tekinthető ország vezető befektetési tanácsadójával beszéljünk. Sajnos nem kaptunk igazán kedvező visszajelzéseket. A magyar gazdaság kilátásaival kapcsolatban meglehetősen negatív vélemények

HÁTRÁNYBÓL INDULUNK, AMIKOR MAGYAR VÁLLALATOKAT PRÓBÁLUNK ÉRTÉKESÍTENI. A HÁTRÁNY SAJNOS NEMCSAK AZ ÁZSIAI ALTERNATÍVÁKKAL SZEMBEN ÁLL FENN, HANEM BIZONY A HASONLÓ LENGYEL, CSEH ÉS SZLOVÁK FELVÁSÁRLÁSI CÉLPONTOKKAL IS.

uralkodtak és a közvélekedés az volt, hogy hazánk többé nem vonzó befektetési célpont. Ettől még volt olyan befektetési tanácsadó, aki bizonyos esetekben elképzelhetőnek tartotta, hogy magyar cégeket ajánljon megvásárlásra ügyfelei számára, de az is világos volt, hogy hátrányból indulunk, amikor magyar vállalatokat próbálunk értékesíteni. A hátrány sajnos nemcsak az ázsiai alternatívákkal szemben áll fenn, hanem bizony a hasonló lengyel, cseh és szlovák felvásárlási célpontokkal is. A vonatkozó nemzetközi felmérések azt mutatják, hogy nemcsak a befektetési tanácsadók, befektetési bankárok gondolkodnak így.

A Világbank által készített és szerte a világban cégek ezrei által használt „Doing Business” felmérés például szintén a befektetői környezet vonzereje szempontjából rangsorol 189 országot. A lista elején számos kelet-ázsiai országot találunk: Szingapúr (1.), Hong Kong (2.), Malajzia (6.), Dél-Korea (7.), Tajvan (18.) és Thaiföld (20.). A visegrádi országok lényegesen gyengébben szerepelnek: az éllovasnak számító Lengyelország a 45. helyen áll, míg Magyarország az 54. – Szlovákia mögött, de Csehország előtt.

Még lehangolóbb a kép, ha a régióban dominánsnak számító német vállalatok befektetési véleményét vizsgáljuk. A Német–Magyar Ipari és Kereskedelmi Kamara évről-évre készít felméréseket a németországi vállalatok körében arról, hogy melyik kelet-közép-európai piacot mennyire tartják vonzó befektetési célpontnak. Sajnos Magyarország már 2008 óta a visegrádi régió sereghajtója, 2013-ban pedig az összes vizsgált kelet-európai ország (beleértve a balti és a

balkáni országokat is) közül csak a 10. helyet tudta megszerezni. Ezzel a német vállalatok szerint Romániával és Oroszországgal esünk hasonló megítélés alá.

Két fő oka van hazánk kedvezőtlen megítélésének: a gyenge növekedési kilátások és a változékony üzleti környezet. Gazdaságunk nyolc éve stagnál és a középtávú növekedési kilátások sem kecsegtetnek lényeges változással. Mindezt tetézik a kiszámíthatatlan szabályozási viszonyok, azaz hogy az állam gyakran egyik pillanatról a másikra átírja egy-egy iparág működési környezetét.

5+1 lépés az eladási ár növelése érdekében

A feladat tehát nem könnyű. Szemben a válság előtti időszakkal, amikor szinte minden valamire való nyugat-európai vállalat terjeszkedni akart, ma már lényegesen kevesebben gondolnak expanzióra, magyarországi expanziót pedig alig néhány vállalat tervez magától.

1. Felkészülés

Az értékesítés előtti megfelelő felkészülés fontosabb, mint valaha. Az eladásra szánt vállalat nem szabad, hogy komoly csontvázakat rejtegetsen a szekrényben. Ez belefért és legfeljebb egy kis árcsökkenést eredményezett, amikor a vevők még nagyon akartak vásárolni, de könnyen a tranzakciós folyamat végét jelentheti most, amikor eleve kisebb a vásárlási elszántság. A vevők, különösen a külföldiek ugyanis megtehetik, hogy válogassanak és csak a problémamentes cégekre költsenek.

2. Eladási történet építése

Ahogy már említettük, a vevők egyre gyakrabban válogatnak a felvásárlási célpontok között. Megnézik, felméri és összehasonlítják azokat. Ezért aztán nem csak bemutatni kell a vállalatot, hanem egy vonzó történetet is építeni kell köréje. Ez a történet a jelenlegi helyzettel kezdődik és az új tulajdonos sikerével végződik. Magyarul el kell mondani, majd el kell

GAZDASÁGUNK NYOLC ÉVE STAGNÁL ÉS A KÖZÉPTÁVÚ NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK SEM KECSEGTETNEK LÉNYEGES VÁLTOZÁSSAL

AZ ELADÁSRA SZÁNT VÁLLALAT NEM SZABAD, HOGY KOMOLY CSONTVÁZAKAT REJTEGESSEN A SZEKRÉNYBEN

ismételni, szájba kell rágni, hogy mi is az az ok, ami miatt éppen ezt a vállalatot és nem valamelyik másikat kell megvennie. Hogy hogyan lesz a tranzakcióból jelentős hozam vagy stratégiai előny.

3. A megfelelő vevő-jelöltek azonosítása

Az eladó nagyon sokszor csak a saját szűken vett versenytársaira gondol, amikor az esetleges vevőket sorolja. Az utóbbi időben viszont szinte nem is találkoztunk olyan tranzakcióval, ahol az eredetileg elképzelt, úgymond természetes vevő vette volna meg a vállalatot. Az eladás sikerének egyik kulcsa, hogy lehetőleg minél több lehetséges vevő legyen azonosítva, felkeresve és meggyőzve – immáron nem csak Európában, de Ázsiában és esetenként Amerikában is.

4. Az eladási folyamat profi lebonyolítása

A vállalateladás nem olyan tevékenység, amit egy vállalkozó gyakran csinálna. A vevők azonban rendszerint olyan nemzetközi társaságok, amelyek komoly gyakorlattal rendelkeznek a cégvásárlásban. Emiatt aztán nagyon jól menedzselt eladási folyamatra van szükség ahhoz, hogy a vevő tapasztalati előnye ne váltódjék át árazási előnnyé is.

NEM CSAK BEMUTATNI KELL A VÁLLALATOT, HANEM EGY VONZÓ TÖRTÉNETET IS ÉPÍTENI KELL KÖRÉJE

KEVÉS OLYAN DOLOG VAN, AMELYIKBEN ANNYIRA INDOKOLT LENNE A TAPASZTALT KÜLSŐ TANÁCSADÓ IGÉNYBE VÉTELE, MINT A VÁLLALATELADÁS.

5. Rugalmasság a tranzakció kondícióit illetően

Ma Magyarországon a vállalat felvásárlások tekintetében vevői piac van, azaz rendszerint a vevők indulnak jobb tárgyalási pozícióból. Miközben megfelelő előkészületekkel és projekt menedzsmenttel ezek az előnyök jelentősen, esetenként akár teljes mértékben is csökkenthetőek, a tranzakció kondíciói tekintetében a sikerhez feltétlenül szükség van az eladó rugalmasságára. A vételár, a fizetési feltételek, és a fizetés időzítésének háromszögéből nem lehet mindháromban kötni az ebet a karóhoz – sőt, nem egyszer kettő tekintetében is engedni kell ahhoz, hogy a harmadik teljes mértékben érvényesülhessen.

+1. Tapasztalt eladási tanácsadó

Kevés olyan dolog van, amelyikben annyira indokolt lenne a tapasztalt külső tanácsadó igénybe vétele, mint a vállalateladás. Egyrészt ugyebár rendkívül fontos kérdésről van szó, ahol a legkisebb hibákért is súlyos milliókkal fizet az eladó. Itt nem egyszerűen a céges profit növeléséről van szó, hanem rendszerint egy élet, de legalább néhány évtized munkájának megfelelő pénzügyi elismeréséről. Másrészt nem nagyon van olyan vállalkozó, akinek komoly tapasztalata lenne saját vállalatának eladásában. Ezzel szemben például cégünk, az IMAP MB Partners az elmúlt 8 évben közel 30 ilyen eladási ügyletet bonyolított le. Ennyiszer jártuk végig a felkészülés – történetépítés – vevő azonosítás – folyamat lebonyolítás – tranzakció zárás rögzös útját sikerrel. Harmadrészt a külföldi vevők nem pont azt nézik, nem pont azt keresik, mint a hazaiak. A velük való megfelelő kommunikáció speciális feladat. Cégünk az IMAP MB Partners nagyon szerencsés, amennyiben szinte minden, hazánk szempontjából releváns országban rendelkezünk társ-irodákkal, amelyek aktívan segítik a vevőkkel való kapcsolattartásunkat.



ORBÁN KRISZTIÁN
ÜGYVEZETŐ
IMAP MB PARTNERS
KRISZTIAN.ORBAN@IMAP.HU



SZENDRŐI GÁBOR
PARTNER
IMAP MB PARTNERS
GABOR.SZENDROI@IMAP.HU

LENDVAI

Boutique Business Law Firm of the Year in Hungary

Global Law Experts Practice Awards 2013

photo by Naky

www.lendvaipartners.com

Lendvai és Társai Ügyvédi Társulás
1025 Budapest, Pusztaszeri út 33/A | +361 353 1165 | office@lendvaipartners.com

KÜLFÖLDI CÉGVADÁSZOK MAGYARORSZÁGON

A VÁLLALATELADÁSON GONDOLKODÓ TULAJDONOSOK GYAKORI KÉRDÉSE ÉS AGGDALMA, HOGY VAJON MILYEN GAZDÁI LENNÉNEK A CÉGNEK AZ ESETLEGES KÜLFÖLDI VEVŐK. ENNEK A KÉRDÉSNEK A MEGVÁLASZOLÁSÁHOZ MEGVIZSGÁLTUK AZ ELMÚLT ÖT ÉV OLYAN MAGYARORSZÁGI FELVÁSÁRLÁSAIT, AHOL KÜLFÖLDI BEFEKTETŐ SZERZETT TÖBBSÉGI TULAJDONT HAZAI VÁLLALKOZÁSBAN. CSAK AZOKAT A TRANZAKCIÓKAT VIZSGÁLTUK, AHOL TÖBBSÉGI TULAJDONI RÉSZESÉDÉS CSERÉLT GAZDÁT ÉS A BEFEKTETŐ NEM ÁL-KÜLFÖLDI VOLT.

Összesen 116 ilyen publikus ügyletet találtunk, melyek regionális megoszlásban a következő eredményeket mutatják: a tranzakciók bő kétharmadában nyugat-európai társaság volt a vevő, több mint 20 százalékot tettek ki a kelet-közép európai székhelyű játékosok által lebonyolított felvásárlások, míg a nagy reményekkel várt tengerentúli vásárlók ügyleteinek száma (amerikai vagy éppen távol-keleti befektetők) 10 százalék alatti részarányt képviselt.

A 2008–2013 KÖZÖTT, KÜLFÖLDI VEVŐK ÁLTAL VÉGREHAJTOTT FELVÁSÁRLÁSOK MEGOSZLÁSA:

Régió	Tranzakciók száma
Nyugat-Európa	83
Kelet-Közép-Európa	24
Amerika	7
Ázsia	2
Összesen	116

Forrás: Zephyr tranzakciós adatbázis

Nyugat-Európa

Nem meglepő módon a nyugat-európai vevők által végrehajtott tranzakciók teszik ki a hazánkban megvalósuló külföldi tőkebefektetések túlnyomó többségét. A nyugat-európai vevőkön belül a legnagyobb súlyt a német és osztrák cégek képviselik. Többségük stratégiai befektető, akik saját iparágukban keresnek felvásárlási célpontokat középtávú növekedési lehetőségeik biztosítására, ezzel kitérés pontot is biztosítva erősen versenyző piacokról. Jellemző, hogy olyan cégeket keresnek, amelyek valamilyen piaci vagy szaktudásbeli szinergiát is kínálnak – ilyen lehet egy jól bevezetett márka vagy nagyon erős know-how, amelyet a vásárló többi piacán is hasznosíthatónak vél. Egy-egy jellemző példa:

- **Nestlé:** A márka megszerzését célzó vásárlásra jó példa a **Balaton szelet** Nestlé általi felvásárlása. A tranzakció biztosította a Nestlé számára a második legnépszerűbb magyar szeletes édesség márkát,

továbbá a teljes gyártási és logisztikai know-how-hoz való hozzáférést, ezáltal alapot teremtve a további növekedésre.

- **Vitrolife:** A svéd Vitrolife 2012-ben vásárolta meg a magyar **Cyro Management Kft-t**, azzal a céllal, hogy saját termék portfólióját bővítse, és erősebb tudásra tegyen szert az IVF, azaz a mesterséges megtermékenyítési eljárások területén.

Kelet-Közép-Európa

Nem meglepő módon a második legfontosabb határon átvelő befektetői kört a visegrádi régióon belül találjuk. Ezek magyarországi tranzakcióinak kétharmada a szolgáltató szektorhoz, egyharmada pedig a feldolgozóipari ágazathoz köthető. E vállalatok számára természetes növekedési lehetőséget jelent, hogy kiterjesszék jelenlétüket és már bevált üzleti modelljeiket a szomszédos országok piacaira. Ennek a legkézenfekvőbb és talán legalacsonyabb kockázatú megoldása a már működő, sikeres versenytársak felvásárlása lehet.

A jelenleg is magas országgkockázatunk és kedvezőtlen befektetői megítélésünk révén felértékelődik a környező országokból várt külföldi tőkebefektetések jelentősége. A régiós konszolidátorok közül érdemes kiemelni a következő néhány befektetőt, akik egyenként is több akvizíciót hajtottak végre hazánkban:

- **Asseco:** a lengyel IT csoport az elmúlt öt évben két, azonos stratégiát követő felvásárlást hajtott végre Magyarországon: két-két lépésben először 60 százalékos, majd 100 százalékos tulajdont szerzett a magyarországi kórházi szoftverpiacon vezető **Globenet Zrt**-ben és az adatfeldolgozási megoldásaiban egyedülálló **Statlogics Zrt**-ben is. Mindkét akvizíció révén már a nemzetközi piacokon is bizonyított, saját, moduláris felépítésű szoftvereket fejlesztő társaságok lettek a csoport részei.

A lengyel cégcsoport nem csak a közép-európai országokban van jelen, hanem erős jelenléttel rendelkezik a balkáni országokban és néhány nyugat-európai leánycége is van. Az Asseco egyfajta konglomerátumként az egyes leányvállalatait nem integrálja szorosan, hanem inkább a meglévő kompetenciákra építve igyekszik azok stratégiai irányait meghatározni.

- **Medort:** az Avallon magántőkealap által tulajdonolt Medort, amely a lengyel ortopédiai és rehabilitációs termékek piacának vezető játékosa, szintén több lépcsős regionális terjeszkedést valósít meg, aminek első lépéseként 2011-ben vásárolta meg a magyar piacvezető **Rehab Trade**-et. 2013. november elején jelentette be az **Avallon**, hogy a Medort révén tovább folytatja európai terjeszkedését és egy német versenytárrsal is sikerült megállapodnia – a **Meyra Ortopedia**-nak lett tulajdonosa.
- **Agrofert:** említésre méltó a cseh csoport is, amely a vegyiparban, az agrárintegrációban és az élelmiszeripar számos szegmensében is aktív leánycégei révén. Magyarországon az elmúlt években megvásárolta az **IKR** mezőgazdasági termékdistribúciós hálózatát, valamint **Penam AS** sütőipari cégén keresztül a magyar **Ceres** sütőipari vállalatot is. Ezen cégvásárlások révén az Agrofert horizontális (földrajzi) terjeszkedést valósított meg, új piacok biztosítása és a csoporton belül már meglévő termékkörök részleges bővítése mellett. Ugyanakkor a birodalomépítés sem mindig lineáris tevékenység, 2013 tavaszától a tulajdonos-elnök, Andrej Babis politikai ambíciói, valamint pártja, az ANO által a 2013. októberi cseh országos választásokon elért második hely új irányokat szabott a cégcsoport további bővítésének.

Amerika

Az adatbázisban fellelhető, amerikai befektetők által végrehajtott hét cégvásárlási ügylet közül méretét tekintve (1 és 10 millió euró között) egyik sem kiemelkedő. Minden esetben szakmai befektető

vásárolt hazánkban, de nincs kizárólagosan kiemelhető szegmens: a célpontok között megtalálható biztosító és szoftverfejlesztő társaság, laboratóriumi kutatási eszközgyártó és kereskedő cég is.

Az amerikai **Humet** az egyetlen olyan szereplő, amely a publikált adatok szerint a vizsgált öt éves időszakban két ügyletben is vásárló volt: 2008-ban először egy finomvegyszergyárat, majd 2010-ben a táplálékkiegészítőket MLM rendszerben forgalmazó Organic Mission-t vásárolta meg. Nem találunk ugyanakkor egyetlen olyan, következetes felvásárlási stratégiát követő amerikai vállalatot sem, amely 2008-at követően bizalmat szavazott volna a magyar piacnak. Jellemzőbb az az attitűd, ami a hazain kívül más piacokon is helytálló megoldásokat és termékeket innováló vállalkozásokat keresi, kiemelten a Magyarország erősségének számító szoftverfejlesztő- és az egészségügyi műszer- és termékgyártási szektorokban.

Ázsia

Az elmúlt 5 évből mindössze két olyan publikus ügyletet találtunk a Zephyr tranzakciós adatbázisban, amelyekben távol-keleti tőke szerzett hazai vállalatokban többségi befolyást. Ezek azonban jellegükben is jelentősen eltérnek, korai lenne indiai herceget várnunk a fehér lovon:

1. míg a **Borsodchem** 2011. év eleji 100 százalékos felvásárlása (a kínai **Wanhua** társaság korábban 2010 júniusától 38 százalékos részesedéssel rendelkezett) egy 1,23 milliárd eurós opciós vételi jog gyakorlásának köszönhető,
2. a **Pusztá Konzerv Kft.** 2008. szeptemberi 100 százalékos megvétele az indiai **Global Green Company Ltd**-nek a két évvel korábbi, belgiumi hídfőállás létesítését követően a kelet-közép-európai és a balti államok irányába való stratégiai bővülés lehetőségét teremtette meg.



DELIKÁT ZSUZSA
KUTATÁSI VEZETŐ
ORIENS IM
ZSUZSA.DELIKAT@
ORIENSIM.COM



PAPP LÁSZLÓ
IGAZGATÓ
IMAP MB PARTNERS
LASZLO.PAPP@IMAP.HU

HORVÁTH GERGELY – LENDVAI ANDRÁS

GUN JUMPING SZABÁLYOK A MAGYAR VERSENYJOGBAN



AZ M&A TRANZAKCIÓK SZEMPONTJÁBÓL MINDEN ESETBEN KIEMELKEDŐ SZEMPONT, HOGY AZ ADOTT TRANZAKCIÓ A VERSENYHATÓSÁG („GVH”) ENGEDÉLYÉT IGÉNYLŐ ÜGYLETNEK MINŐSÜL-E. A VERSENYJOGI MEGFONTOLÁSOK HATÁSSAL VANNAK A TRANZAKCIÓ IDŐZÍTÉSÉRE, A SZERZŐDÉSES DOKUMENTÁCIÓRA ÉS A FELEK MEGÁLLAPODÁSÁRA IS. A MAGYAR VERSENYTÖRVÉNY LEGÚJABB, A CIKK ÍRÁSAKOR MÉG KIHIRDETÉS ELŐTT ÁLLÓ MÓDOSÍTÁSA A TRANZAKCIÓS SZERZŐDÉSEK JOGI STÁTUSA, VALAMINT A SZERZŐDÉS ALÁÍRÁSA ÉS ZÁRÁSA (AZAZ AZ ÁTRUHÁZÁS MEGTÖRTÉNTÉ) KÖZÖTTI IDŐSZAK ÚN. „GUN JUMPING”, „STAND-STILL” (FEGYVERNUGVÁSI) MEGÁLLAPODÁSAINAK TEKINTETÉBEN VEZET BE ÚJ SZABÁLYOKAT.

A versenytörvény módosítása

A versenytörvény elfogadott módosítása egyértelművé tette, hogy az olyan tranzakciók esetén, amelyek a küszöbértékeket meghaladják, a GVH engedélye szükséges a tranzakció végrehajtásához (az irányítás megszerzéséhez és gyakorlásához), de nem érinti a tranzakciós szerződések létrejöttét és hatályát. A tranzakció felei így érvényes és hatályos szerződést köthetnek, azonban a GVH engedély nélkül a tranzakció nem hajtható végre (pl. a vevő szavazati jogot nem gyakorolhat, vezető tisztségviselő kiválasztására nem jogosult). Ez a megoldás, amely hasonlít a német Vollzugsverbot-ra, a tranzakciós szerződés teljesíthetőségére vonatkozó, gyakorlati tilalmat vezet be. Ezen túlmenően a módosítás kimondja, hogy az üzleti döntések meghozatalakor és a felek közötti kapcsolatokban a tranzakciót „megelőző” helyzet alapján kell eljárni” a tárgyalások megkezdésétől a GVH engedély megszerzéséig (jellemzően tehát a tranzakció zárásáig), ebben az időszakban a vevő a céltársaság irányításával kapcsolatos jogokat nem gyakorolhatja. E módosítással a magyar versenytörvény is kifejezett szabályt alkotott a gun-jumping helyzetek elkerülése érdekében.

A „gun jumping” fogalma

Az M&A tranzakciók során az esetek jó részében megváltozik (pl. felvásárlással, egyesüléssel) két korábbi versenytárs viszonya. A felek a szerződés megkötését megelőzően tárgyalásokat folytatnak és – első sorban az átvilágítás során – üzleti és jogi információkat adnak át egymásnak a versengő tevékenységekkel kapcsolatban. Ezt követően a tranzakciós szerződés aláírása és zárása közötti időszakban az eladó korlátozásokat vállal az eladás alatt álló társaságok működésével kapcsolatban annak érdekében, hogy a céltársaságok értéke ne csökkenjen a zárásig. Ezek a lépések fegyvernugvást, a verseny szünetelését eredményezik a felek között, amely már a tranzakció megvalósulása előtt a verseny hatékonyságát csökkentő vagy megszüntető hatással lehet az adott piaci viszonyokra. A felek e körben egy még nem engedélyezett összefonódást hajtanak végre, illetve összehangolják magatartásukat, ami jelentős bírságot vonhat maga után. Az ilyen gun jumping esetek három jellemző esetkörét az alábbiakban mutatjuk be.

Átvilágítás

A részletes jogi és pénzügyi átvilágítás minden M&A ügylet velejárója. Az átvilágítás során a felek olyan információkat adnak át egymásnak (akár kölcsönösen is), amelyek lényeges információt nyújtanak a versenytárs működéséről, piaci stratégiájáról. Az ilyen információk alkalmasak arra, hogy hatással legyenek a versenytárs vevő piaci magatartásának befolyásolására. Annak érdekében, hogy a szokásos átvilágítás megtörténhessen, de a fenti információs kartell kockázatát a felek minimalizálják, rendszeresen alkalmazott technika a két-, vagy többfázisú átvilágítás, és az átvilágításhoz kapcsolódó részletes és kidolgozott titoktartási megállapodások alkalmazása. Ennek során az adatszobába felvett információkat az eladó tanácsadói felosztják, és az üzletileg és versenyjogilag érzékenyebb adatokat jóval szűkebb körben és a tranzakciós szerződés aláírásához időben közelebb megnyitott „titkos” (red file) adatszobában adják át a potenciális vevő(k)nek.

Zárás előtti kötelezettségvállalások, értékmegőrző korlátozások

A tranzakciós szerződés aláírása és zárása között, gyakran az árazással összefüggésben, az eladó számos olyan speciális szerződéses kötelezettséget (pl. ún. non-leakage kötelezettséget) vállalhat, amely korlátozza a céltársaság üzleti döntéseit a tranzakció zárásáig. Ebben az időszakban a vevő biztosítani akarja, hogy hosszú távú kötelezettségvállalásra, eszközvásárlásra legfeljebb a rendes üzletmenet erejéig, és/vagy a vevő engedélyével kerüljön sor. E korlátozások a tranzakció megvalósításához szükséges mértékre korlátozva változatlanul alkalmazhatóak, azonban az új szabályozás alaposabb megfontolást kíván. Amennyiben ugyanis e korlátozások olyan helyzetet eredményeznek, hogy a céltársaság a rendes

üzletmenetétől, korábbi üzleti stratégiájától eltérő lépéseket tesz, vagy a rendes üzletmenetének gyakorlása a vevő hozzájárulásától függ, úgy az a vevő idő előtti irányítás-gyakorlására utalhat. Ezt a felek nem tehetik meg, illetve – élve a versenytörvény módosításával – az ilyen potenciálisan jogsértő lépésekre előzetes GVH engedélyt kell beszerezni, feltéve hogy az irányítási jogok gyakorlására a céltársaság értékének megőrzése érdekében kerül sor. Az engedély megadásának részletesebb feltételeit a GVH gyakorlata fogja kialakítani.

A szerződő felek közös lépései

A tranzakciós szerződés aláírását követően a felek gyakran közös lépéseket tesznek a piac egyéb szereplői felé, például közösen jelentik be a tranzakciót, megkeresik a céltársaság fontosabb vevőit, hozzájárulást kérnek az irányításszerzéshez a finanszírozó bankoktól, megkezdődik a résztvevő vállalkozások felkészítése a tranzakcióval célzott (megváltozott) működésre. E lépések összehangolása során kiemelten kell ügyelni arra, hogy azok ne eredményezhessék a piaci viszonyok befolyásolását, és ne álljon elő olyan helyzet mintha a tranzakció már megvalósult volna (pl. a jövőbeni projektek, kampányok előkészítése).

Összefoglalás

A versenytörvény módosítása új helyzetet teremt a magyarországi, vagy magyar engedélyeztetést is igénylő nemzetközi M&A ügyletek vonatkozásában. A versenytörvénybe beemelt „gun jumping” szabályok miatt már a tranzakció korai fázisában azonosítani kell – mind a strukturálás, mind pedig a tranzakciós szerződés tárgyalása során – a fenti pontokat, és a feleknek közösen kell dönteniük e kérdések megfelelő kezeléséről és megoldásáról.



HORVÁTH GERGELY
ÜGYVÉD
LENDVAI ÉS TÁRSAI
ÜGYVÉDI TÁRSULÁS
GERGELY.HORVATH@
LENDVAIPARTNERS.COM



LENDVAI ANDRÁS
PARTNER
LENDVAI ÉS TÁRSAI
ÜGYVÉDI TÁRSULÁS
ANDRAS.LENDVAI@
LENDVAIPARTNERS.COM

ELADÁSI FELKÉSZÜLÉS

AZ ELADÁSI FELKÉSZÜLÉS (ISMERT ANGOL NEVÉN „GROOMING”) LEGINKÁBB AHOZ HASONLÍTHATÓ, MINT AMIKOR FELÖLTÖZTETJÜK A MENYASSZONYT. A LEHETŐ LEGJOBB ARCUNKAT PRÓBÁLJUK MUTATNI, ÉS MÁR JÓVAL AZ ESEMÉNY KEZDETE ELŐTT ELKEZDÜNK RÁ FELKÉSZÜLNI. A CÉGELADÁS SIKERE SZEMPONTJÁBÓL KEVÉS DOLOG VETÉLKEDHET A TUDATOS FELKÉSZÜLÉS FONTOSSÁGÁVAL.



Van olyan felmérés, amely szerint az előkészítés hiánya okozza a vállalat eladási és felvásárlási kudarcok 70 százalékát (lásd „Grooming for sale; www.bpif.financialalliance.com).

A megfelelő felkészüléssel nem csak a cégeladás valószínűségét javítjuk, de közben emeljük a társaság értékét és jobban menedzselhető céget hozunk létre. A cégeladás ugyanis nem csupán a számokról szól, hanem legalább ilyen mértékben a vevő és az eladó közötti bizalomról. Az eladási felkészülés ezt a bizalmat hivatott erősíteni, és ezen keresztül növeli a cég értékét.

A legfontosabb rövid távú lépések

Számos olyan lépés van, amelyek már rövid távon is emelik az eladandó cég értékét a vevő-jelöltek szemében. Ezek közül a legfontosabbak:

- Érthető, jól kommunikálható növekedési stratégia kialakítása;
- Transzparens és lehetőleg egyszerű tulajdonosi struktúra létrehozása;
- Az ingatlanok, termelő gépek és eszközök megfelelő állapotba hozása;
- A működés folytonosságát biztosító eszköz- és egyéb biztosítások megkötése;
- Adóhátralékok rendezése.

A legfontosabb középtávú lépések

Az eladási felkészülés bizonyos lépéseit érdemes korán elkezdni, hogy azok hatása teljes mértékben jelentkezhesen a cég folyamataiban. Tapasztalatunk szerint ennek kapcsán az alábbi főbb területekre érdemes fókuszálni:

Menedzsment

- A tulajdonosnak közvetlenül jelentő, hosszú távon a tulajdonos nélkül is működni képes menedzsment szintet ki kell építeni. Ezzel párhuzamosan a Társaság tulajdonosának a kulcs emberek megtartására vonatkozó stratégiát is ki kell dolgoznia.

Pénzügyek

- Az alaptevékenységhez szervesen nem kapcsolódó költségeket szorosabban kell fogni, pl. utazás, szórakoztatás és nem piac konform juttatásokat;
- Kétes kintlévőségeket be kell hajtani vagy le kell írni;
- A működő tőkefinanszírozási igényt alacsony szintre érdemes szorítani, készletszintet az iparági szinteken vagy annál jobban kell tartani;
- Kihasználatlan eszközöket értékesíteni kell, illetve az értékes eszközöket fel kell értékelni.
- K+F tételek esetében nagyon tudatosan megfontolni az aktiválás/ költségként való elszámolás dilemmát;
- Rejtett bevételek kimutatása, túlzott „költéségelés” elkerülésére, hisz a „tisza” adózás előtti nyereség a cégértékelés egyik kiindulási alapja.

Vezetői információs rendszerek

- Az eladásra szánt cégnek feltétlenül rendelkezni kell vállalatirányítási IT rendszerrel. Csak így lehetséges ugyanis bemutatni mindazon adatokat és elemzéseket, amelyek elengedhetetlenül szükségesek bármely vevő számára. Tapasztalatunk szerint az ilyen rendszer hiánya vagy alulfejlettsége jelentős értékromboló tényező egy tranzakcióban.

Jog

- Peres ügyek rendezése, potenciális peres ügyek felmérése;
- A legfontosabb „külső és belső” ügyfelekkel (vevőkkel, szállítókkal és munkavállalókkal) történő szerződések aktualizálása;
- Az immateriális jogok, védjegyek, szabadalmak értékelése, bejegyzése;
- Környezet-, munka- és egészségvédelmi előírásoknak való megfelelés biztosítása;
- A kölcsön és hitelszerződéseknel gyakori „tulajdonváltási tilalom” klauzulák finomítása.



ALMÁSI LEVENTE
SZENIOR TANÁCSADÓ
IMAP MB PARTNERS
LEVENTE.ALMASI@IMAP.HU

FELVÁSÁRLÁSI KÖRKÉP

MEGFAGYOTT PIACOK

2013. OKTÓBER

OKTÓBERBEN AZ M&A AKTIVITÁS JÓVAL ALULMARADT AZ ELŐZŐ HÓNAPHOZ KÉPEST. A KELET-EURÓPAI RÉGIÓBAN EBBEN AZ IDŐSZAKBAN MINDÖSSZE 58 TRANZAKCIÓT ZÁRTAK, AMI MAJDNEM 50 SZÁZALÉKOS CSÖKKENÉST JELENT SZEPTEMBERHEZ VISZONYÍTVA. EZ VALÓSZÍNŰLEG ANNAK KÖSZÖNHETŐ, HOGY A BEFEKTETŐK A PÉNZÜGYI ZÁRÁSSAL MEGVÁRJÁK A CÉLTÁRSASÁGOK ÉV VÉGI SZÁMAIT, MIVEL EZEKNEK TUDATÁBAN MÓDOSÍTHATJÁK KONKRÉT VÉTELI AJÁNLATUKAT.

Mindezek mellett így is számos nagy tranzakciós értékű ügylet zárult le, ezek közül is a legnagyobbak Magyarországon. A külföldi befektetők aránya is elmaradt a korábbi hónapokhoz képest és jellemzően csak piacvezető, vagy nagy hozzáadott értékkel rendelkező társaságokat vásároltak meg. 25 érdekesebb tranzakciót választottunk ki, melyeket részletesebben is bemutatunk.

Magyarország

A hazai piacon az **MMBF Földgáztároló** megvásárlásával az MVM-E.ON tranzakció után egy újabb, az államhoz köthető nagy energiapiaci ügylet zárulhat le. A MOL szándéknyilatkozatot írt alá a stratégiai gáztárolót tulajdonló MMBF Zrt.-ben való tulajdonrészének értékesítéséről. A megállapodás értelmében a magyar állam – a **Magyar Fejlesztési Bankon** keresztül – 51 százalékos tulajdonrészt szerez az Algyőn 1 900 millió m³ mobil kapacitású gáztárolót tulajdonló társaságban. A fennmaradó 21 százaléknyi Mol-részesedést pedig az MMBF-ben eddig is kisebbségi tulajdonos MSZKSZ vásárolja meg.

Október hónap másik fontos híre, hogy végül pont került a **KITE** eladásának végére, bár más forgatókönyv szerint, mint az várható volt. A korábban szinte 100 százalékos befutónak számító Bige Holdingnak végül nem sikerült megszereznie a KITE-t, mivel **Guba Sándor** korábbi alkalmazott, felügyelőbizottsági tag kiűtötte őket a nyeregből azzal, hogy közel kétszer olyan magas ajánlattal jelentkezett be a tranzakciós folyamatba, mint amit Bige László kínált. Ezt a közel 14 milliárd forintos ajánlatot el is fogadta a vállalat taggyűlése és ezzel Guba Sándor megszerezte a KITE 52 százalékos részvénycsomagját.

Az állam az energiaszektor mellett egy másik fontos stratégiai iparágba, a logisztikai szektorba is bevásárolta magát. A múlt hónap közepén az **MNV Zrt.** megszerezte a dunai személyhajózás területén a legnagyobb múlttal rendelkező **Mahart PassNave Személyhajózási Kft.** 51 százalékos tulajdonrészét 750 millió forintért, amely összeget az állam négy részletben fogja kifizetni a korábbi tulajdonos MASPED számára. Az első részlet a jövő évben lesz esedékes, az 51 százalékos tulajdonrészre jutó nyereséghányad fedezi a részletek összegét.

A hazai médiapiacra is volt mozgolódás, mivel a több mint 24 éves múlttal rendelkező **Juventus Rádió** új tulajdonosra talált. A dán-magyar tulajdonban lévő **Ayudate Holding** vásárolta meg a rádiót üzemeltető cégeket az ír Communicorptól. A 2 milliárd forint árbevételű Ayudate Csoport jelenleg 15 céget működtet Magyarországon, melyek elsősorban távközlési szolgáltatásokkal, IT infrastruktúra-fejlesztéssel foglalkoznak. A növekedés elősegítéséhez további felvásárlási célpontokat keresnek a távközlés és a média területén.

Kelet-Közép-Európa

A régió legnagyobb több országot is érintő ügylete, hogy a **Deutsche Telekom** – a Magyar Telekom fő tulajdonosa – 546 millió euróért megvásárolja a **GTS Central Europe** infrastruktúraalapú távközlési szolgáltatót. A 2012-ben 347 millió euró bevételt és 87 millió euró EBITDA-t elért GTS Közép- és Kelet-Európa egyik legnagyobb infrastruktúraalapú távközlési szolgáltatója, mely Csehországban, Magyarországon, Lengyelországban, Romániában és Szlovákiában rendelkezik kiterjedt optikai és adatcentrum-hálózattal. A Deutsche Telekom a GTS-t egy magántőke befektetési társaságokból álló konzorciumtól vásárolja meg. A vevő közleménye szerint a GTS ügyfelei számára komoly előnyt fog jelenteni a Deutsche Telekom által biztosított szakmai és pénzügyi háttér.

Bulgáriából érdemes kiemelni, hogy a **BayernLB** eladta az **MKB Unionbankot** egy bolgár pénzintézetnek a **Parva Investitionna**-nak. A tranzakció előrevetíti a magyar leánycég eladását is. Az olasz **Teddy Csoport**,

amely Európa egyik legfontosabb alsó kategóriás ruházati márkájának, a Terranova-nak is tulajdonosa, 100 százalékos részesedést vásárolt a 16 millió euró árbevételű márkás férfi és női ruházat kiskereskedelmi értékesítésével foglalkozó **Ital-Teks**-ben.

Csehországban a legnagyobb ügylet az amerikai székhelyű **Eaton Csoport** leányvállalatának eladása volt. A **DHL** logisztikai óriás csehországi cége 80 millió eurót fizetett a 210 millió euró árbevételű, elektromos és elektronikus ipari készülékek és berendezések gyártásában és kereskedelmében meghatározó piaci pozícióban lévő társaságért. Az egészségügy területén két nagyobb tranzakció is lezárult a múlt hónapban. A 44 millió euró árbevételű, erős piaci pozícióval rendelkező gyógyszer nagykereskedelmi társaság, a **Mucos Pharma** új tulajdonosra talált a kanadai **Atrium Innovations** személyében. Az **Euromedic** pedig értékesítette laboratóriumi üzletágát a diagnosztikai szolgáltatásokat nyújtó pozsonyi székhelyű **Alpha Medical** számára.

Horvátországban az osztrák **Uniq Csoport** terjeszkedett a **Basler Osiguranje** biztosító társaság megvásárlásával, melyért közel 75 millió eurót fizetett ki. Az IMAP horvát partnerének az Ascendant Capital-nak közreműködésével pedig lezárult a **Technomobil** biztonságtechnikai társaság eladása, melyet a svéd **Securitas** vásárolt meg. A tranzakció részletes bemutatását a 15. oldalon találja.

Lengyelország vonatkozásában figyelemreméltó tranzakciónak számított a kórházi és labor technológiai felszerelések értékesítésével foglalkozó **Mediserv**

VÁLLALAT FEL- ÉS KIVÁSÁRLÁSI ÜGYLETEK KÖZÉP- ÉS KELET-EURÓPÁBAN (2013. OKTÓBER)

Ország	Tranzakciók száma	Ebből határon átvélő
Lengyelország	20	6
Bulgária	13	2
Csehország	10	2
Magyarország	6	0
Románia	3	0
Horvátország	3	2
Szlovénia	3	1
Szlovákia	0	0

forrás: Thomson Reuters



JELENTŐSEBB ÜGYLETEK HAZÁNKBAN ÉS A RÉGIÓBAN (2013. OKTÓBER)

Céltársaság	Céltársaság székhelye	Iparág	Befektető	Befektető székhelye	Cégtérték (EV, millió EUR)	Célpont árbevétele (millió EUR)
Magyarország						
MMBF	HU	Energetika	Magyar Állam	HU	474,0	110,2
Kite	HU	Mezőgazdaság	Guba Sándor	HU	54,3	757,3
Mahart - Passnave	HU	Szállítmányozás	MNV	HU	n.a.	8,4
Radio Juventus	HU	Média	Ayudate Holding	HU	n.a.	1,2
Közép-Kelet Európa						
GTS Central Europe	PL	Informatika	Deutsche Telekom	DE	546,0	102,6
MKB Unionbank AD	BG	Pénzügy	Parva Investitsionna Banka	BG	n.a.	39,9
Milki Grup Bio	BG	Kereskedelem	Magánszemélyek	BG	n.a.	52,8
Ital-Teks	BG	Kereskedelem	Teddy Group	IT	n.a.	16,5
Pointpark Properties Sro	CZ	Ingyenforgalmazás	Ivanhoe Cambridge	CA	n.a.	n.a.
Euromedic	CZ	Egészségügy	Alpha Medical	SK	n.a.	n.a.
Mucos Pharma	CZ	Egészségügy	Atrium Innovations	CA	n.a.	44,4
Eaton Elektrotechnika	CZ	Ipar	DHL Supply Chain	CZ	n.a.	211,3
Basler Osiguranje Zagreb	HR	Pénzügy	Uniqa Versicherungen	AT	75,0	52,9
Tehnomobil	HR	Szolgáltatás	Securitas	SE	3,8	8,4
Mediserv	PL	Kereskedelem	Resmed	US	n.a.	n.a.
Interactive Solutions	PL	Informatika	Publicis Groupe	FR	n.a.	2,3
Kol - Dental	PL	Kereskedelem	Plandent	FI	n.a.	23,9
Wirtualna Polska	PL	Média	O2 Group	PL	90,0	40,6
Armaġor	PL	Ipar	Armatura Krakow	PL	3,4	12,3
Television Central Europe	PL	Média	Compal Electronics	TW	n.a.	n.a.
Rolimpex Nasiona	PL	Kereskedelem	Spearhead International	PL	n.a.	16,7
ING Lease Romania	RO	Pénzügy	Raiffeisen Leasing	RO	n.a.	n.a.
Transilvania Constructii	RO	Építőipar	SIF Banat-Crisana	RO	5,4	15,5
Digicom Systems	RO	Informatika	Ines Group	RO	n.a.	1,2
Aerodrom Ljubljana	SI	Szolgáltatás	China Southern Airlines	CN	n.a.	30,8

értékesítése a San Diego-i székhelyű orvosi berendezések gyártásával foglalkozó **Resmed Inc**-nek. A tranzakció megvalósításával a vevő vertikális integrációt hajtott végre, melynek eredményeként a Mediserv kereskedelmi bázisán keresztül hatékonyabban tudja kiszolgálni a termékei iránti igényeket a kelet-közép-európai piacon. Az **Innova Capital** magántőke-alap, a European Media Holding speciális célú társaságán keresztül finanszírozza a **Wirtualna Polska** felvásárlását a TP S.A.-tól, valamint a vállalat összeolvadását a **Grupa o2**-vel. A 85 millió eurós tranzakció eredményeként létrejövő **Grupa Wirtualna Polska** elnevezésű média csoport egyszersmind az internetes portál szegmens új vezető vállalatává lép elő Lengyelországban.

Romániában az **ING Leasing** piaci információk szerint körülbelül 30 millió euróért értékesítette eszközeit a **Raiffeisen Leasing** számára. A **SIF Banat-Crisana**, kolozsvári székhelyű befektetési társaság 49 százalékos részesedését 100 százalékra növelte az építőipari generál kivitelezéssel és ingatlanforgalmazással foglalkozó **Transilvania Constructii S.A**-ban.

Szlovéniában a legnagyobb tranzakció a ljubljanei **Jože Pučnik repülőtér** értékesítése volt, melyet a **China Southern Airlines** 76 millió euróért vásárolt meg a többségi tulajdonos szlovén államtól.



ÜNNEP TAMÁS
ELEMZŐ
IMAP MB PARTNERS
TAMAS.UNNEP@IMAP.HU

ELŐTÉRBE A BIZTONSÁG

A SECURITAS AB, A VILÁG EGYIK VEZETŐ BIZTONSÁGI SZOLGÁLTATÓ CSOPORTJA 65 SZÁZALÉKOS RÉSZESÉDÉST VÁSÁROLT A TECHNOMOBIL D.O.O-BAN, A HORVÁT BIZTONSÁGTECHNIKAI ÉS VAGYONVÉDELMI PIAC MEGHATÁROZÓ SÚLYÚ ÉS DINAMIKUSAN FEJLŐDŐ VÁLLALKOZÁSÁBAN, 6,1 MILLIÓ EURÓÉRT.

A magyarországi leányvállalattal is rendelkező Securitas a világ egyik vezető biztonsági szolgáltatója, amelyet 1934-ben a svéd Sörensen család alapított. A Társaság – melynek részvényeit 1991 óta Stockholmi tőzsdén jegyzik – 2012-es konszolidált árbevétele meghaladta a 6 milliárd eurót. Több mint 300 ezer alkalmazottja Észak- és Latin-Amerika, Európa, a Közel-Kelet, Ázsia és Afrika 52 országában nyújt specializált élőrés őrzési, tanácsadói és magánnyomozói szolgáltatásokat, tervez-telepít biztonságtechnikai megoldásokat és biztosít távfelügyeleti szolgáltatásokat.

A zágrábi székhelyű Technomobil a horvát biztonságtechnikai piac egyik meghatározó szereplője. A társaság komplex szolgáltatásokat biztosít a biztonságtechnika területén, a fenyegetések értékelésétől egészen az automatizált biztonsági rendszerek kiépítéséig. A Társaság főbb szolgáltatási területei a videó megfigyelő rendszerek, tűz és gáz jelző- és védelmi rendszerek, beléptető és parkolási rendszerek tervezése és telepítése. A 85 főt foglalkoztató társaság 2012-ben 8 millió euró árbevételt és 800 ezer eurós üzemi eredményt ért el.

Az utóbbi években jelentős felvásárlási aktivitást mutató Securitas mostani tranzakciója agresszív expanziós stratégiájának következő állomása. Ezzel az üggyel tovább növelte jelenlétét a kelet-közép európai piacon, ahol további terjeszkedést tervez.

A tranzakcióban az IMAP horvát partnere, az Ascendant Capital Advisors az eladó tanácsadójaként vett részt.



A Securitas AB 65 százalékos részesedést vásárolt



a horvát biztonságtechnikai piac meghatározó cégében a **Technomobil d.o.o.**-ban.

A tranzakcióban az IMAP horvát partnere, az Ascendant Capital Advisors vett részt.





GRÁNIT BANK

egyszerűen, magyarul

TESTRESZABOTT
FINANSZÍROZÁSI
MEGOLDÁSOK

VIDEÓBANK

ALACSONY
SZÁMLAVEZETÉSI
KÖLTSÉGEK

MNB NÖVEKEDÉSI
HITELPROGRAM

**Mi a GRÁNIT Banknál
hiszünk abban,
hogy a bankolás lehet egyszerű,
olcsó és kényelmes.**

www.granitbank.hu