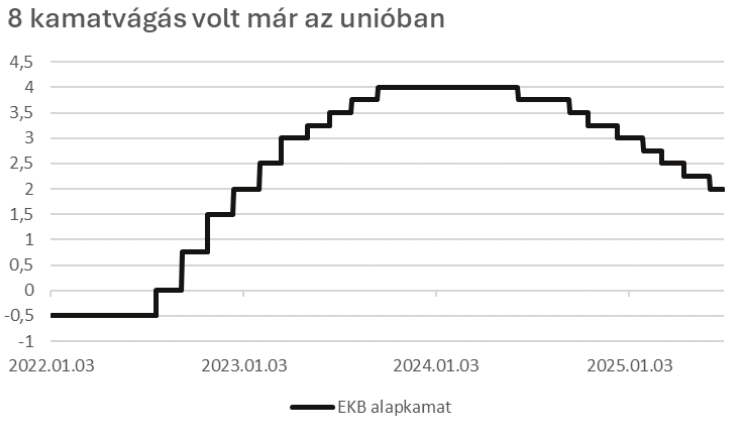
Visszatérés a reflektorfénybe: az európai kis- és középvállalatok új esélye?

Az európai kis- és középvállalkozások (KKV-k) az Európai Unió gazdaságának gerincét alkotják. A statisztikák szerint az összes vállalkozás több mint 99%-át KKV-k teszik ki, és ezek biztosítják a vállalati szektorban foglalkoztatottak több mint kétharmadát. Az európai GDP-hez hozzávetőlegesen 50–60%-ban járulnak hozzá, ezzel is kiemelve a szektor makrogazdasági jelentőségét.

2025 júliusára markánsan átalakult a makrogazdasági környezet az eurózónában, és ez komoly következményekkel járhat a kis- és középvállalatok részvényeire nézve. Az Európai Központi Bank (EKB) nyolcadik kamatvágását hajtotta végre június elején, 2,25 %-ról 2,00 %-ra csökkentve az irányadó refinanszírozási kamatot. Ezek a kamatcsökkentések különösen fontosak, mert az európai KKV-k többsége banki finanszírozásra támaszkodik, így a hitelköltségek mérséklődése közvetlenül javítja likviditási helyzetüket, ösztönözve új beruházások indítását és a működési költségek csökkentését.



1. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

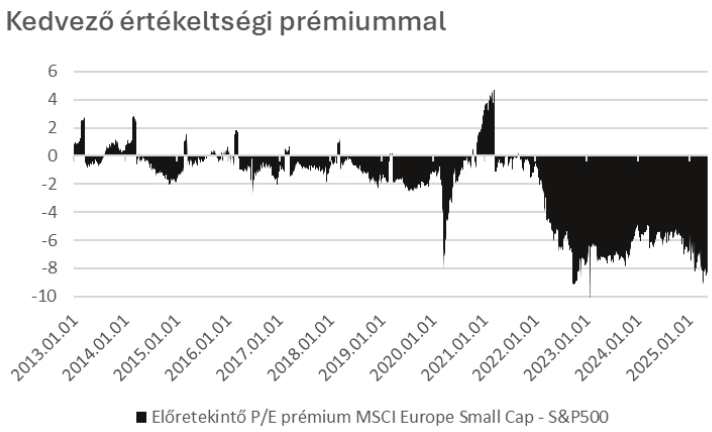
A hitelfeltételek javulása emellett növelheti a kkv-k finanszírozási diverzifikációját, hiszen a piaci likviditás bővülése lehetővé teszi számukra, hogy részben elmozduljanak a kizárólagos banki hitelezésről tőkepiaci eszközök, például kötvények irányába is. Ez hosszú távon stabilabb finanszírozási szerkezetet eredményezhet.

Az infláció 2%-ra való visszaesése, a maginfláció mérséklődése, valamint az EKB előretekintő kommunikációja, miszerint a szeptemberi ülésen újabb csökkentés sem kizárt, egy olyan környezetet teremt, amelyben a kamatérzékeny kisvállalati szegmens újra vonzóvá válhat a befektetők szemében.

Diszkontált jövő: értékeltségi mélypontok és relatív vonzerő

A kis- és középvállalatokat tömörítő MSCI Europe Small Cap (SMID-cap) index 2025 júliusában még mindig elmarad a pandémia utáni globális részvénypiaci fellendülésből profitáló nagyvállalati benchmarkoktól. Míg az S&P 500 idén már történelmi csúcsokat döntött, az európai SMID-cap index még mindig a 2021-es csúcsszint alatt tartózkodik. A relatív értékeltség alapján azonban a különbség egészen szélsőségessé vált: a kisvállalatokat jellemző előretekintő P/E ráta jelenleg 11–13-szoros tartományban mozog, ami 20–30%-

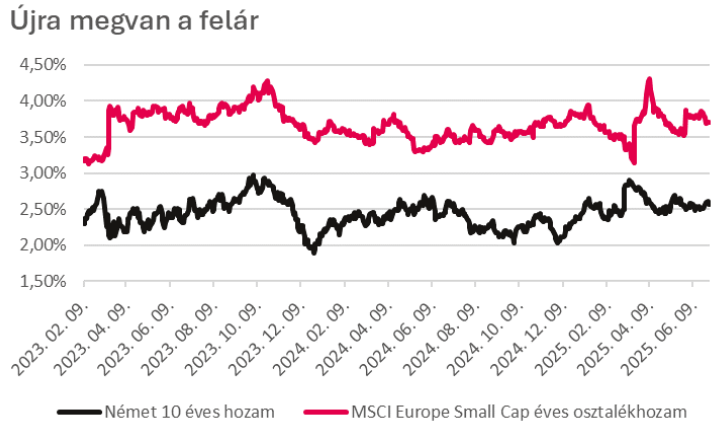
os diszkont a nagyvállalati benchmarkokhoz, sőt, az S&P 500-hoz viszonyítva akár 40%-os lemaradás is tapasztalható.



2. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Ezek az értékeltségi szintek historikusan nézve is rendkívül attraktív belépési pontot jelezhetnek, az elmúlt 13 évben egyszer volt olyan periódus, amikor az európai kisvállalatok ekkora relatív diszkonton forogtak volna. A jelenlegi piaci helyzet tehát nem csupán korrekciót, hanem újrafelfedezést is ígérhet. Ezentúl a KKV-k általában gyorsabban tudnak reagálni a piaci és technológiai változásokra, mint nagyobb versenytársaik, ami növeli a növekedési potenciált.

Ezzel párhuzamosan a kötvénypiacon a német 10 éves államkötvény hozama 2,5–2,6% között stabilizálódott, míg a kisvállalati részvények várható osztalékhozama meghaladja a 3,7 %-ot. 2025 elején ez az olló beszűkült, amikor ellentétes mozgást mutattak be, azonban mára újra nyílt az olló és helyreállt a felár. Az osztalékhozam hozam előnye egyértelműen javítja a részvények megítélését a befektetők körében, különösen fontos egy hosszabb távú portfólióban, ahol a stabil osztalékjövedelem vonzó lehet a nyugdíjalapok és biztosítók számára.



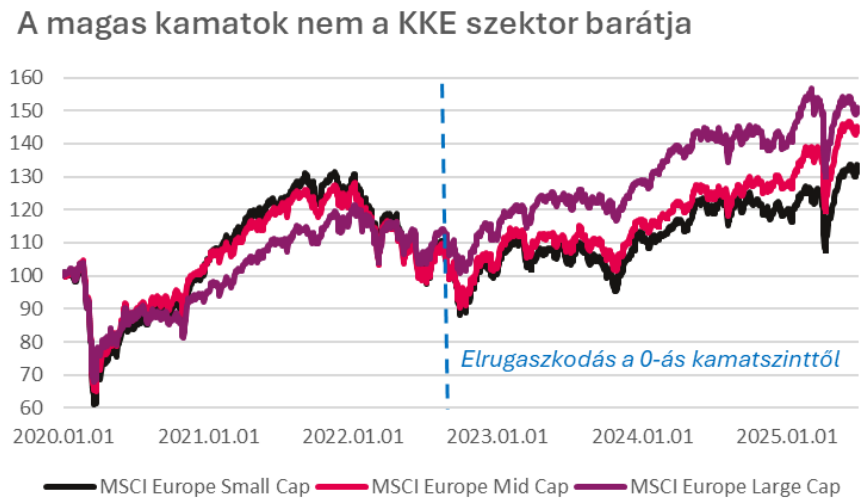
3. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Teljesen szétváltak a teljesítmények

2022 végén, a kamatemelési ciklus kezdetén tartósan magas kamatokat árazták az elemzők, mivel az infláció erősödése miatt a jegybankok, élükön az Európai Központi Bankkal és a Feddel, szigorítani kezdték monetáris politikájukat. Ez a kamatemelési környezet jelentős nyomást helyezett a tőkepiaci szegmensekre, különösen azokra a vállalatokra, amelyek érzékenyebbek a finanszírozási költségek változásaira, így az MSCI Europe Small és Mid Cap indexekben szereplő cégekre. A small és mid cap vállalatok általában kevésbé rendelkeznek erős tőkehelyzettel, és nagyobb részben támaszkodnak külső finanszírozásra, amelynek költsége a kamatemelésekkel nőtt.

Ezt tovább súlyosbította az is, hogy a kamatemelési környezet általában a kockázatosabb eszközök elutasítását vonja maga után, ami a kis- és középvállalati részvényeknél erősebben jelentkezett, mint a nagy kapitalizációjú, stabilabb pénz áramlással rendelkező cégeknél.

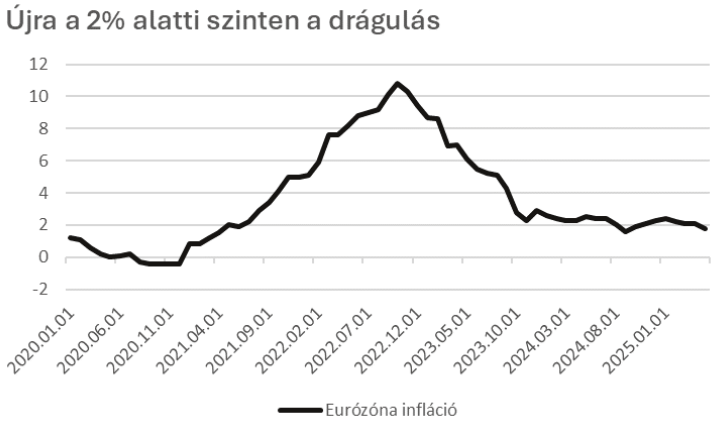
Az azt megelőző években, amíg az irányadó kamatszint nulla környéki szinteken tudott maradni, együtt mozogtak a szektorok, sőt a kisebb szektorok voltak a felülteljesítők. Azonban amióta elrugaszkodtunk a kamatmentes környezettől folyamatos az alul teljesítés a kisebb papírok részéről.



4. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Visszatérés az irányadó kamatszint alá

Az eurózóna éves fogyasztói árindexe májusban 1,9 %-ra csökkent, az EKB 2%-os célja alá esett. A maginfláció, élelmiszer és energia nélkül 2,3 %-ra mérséklődött, jelezve, hogy a bázishatás és a belső nyomás is enyhülőben van. Ez a környezet tette lehetővé a nyolcadik kamatvágást, és nagy valószínűséggel további csökkentést rejt a jövő, várhatóan 1,75–2,00 % között.



5. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Fontos megjegyezni, hogy az infláció visszaszorulása csökkenti az termelési költségek nyomását, így javítva a KKV-k profitabilitását, különösen azokét, akik nem tudják teljes mértékben áthárítani költségeiket az árakban, a túl nagy verseny miatt.

Finanszírozási fordulat: a kamatcsökkenés valódi nyertesei

Már 2023 közepe óta fellendülőben van az európai hitelezés, amely korábban közel 25 éves mélyponton volt. Az európai hitelezési index ezt a javuló aktivitást tükrözi, ami kulcsfontosságú a gazdasági élénkülés szempontjából. Ez különösen jelentős a kis- és középvállalatok számára, akiknek finanszírozási lehetőségei így bővülnek, és akik így hatékonyabban tudnak reagálni a piaci kihívásokra.

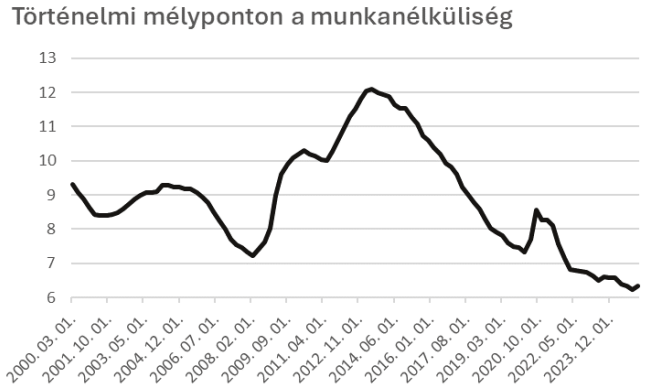
6. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Makrogazdasági támasz: új lendület a reálgazdaságból

A monetáris lazítás mellett a reálgazdasági fundamentumok is egyre kedvezőbb képet mutatnak az eurózónában, ami különösen fontos azon vállalatok esetében, amelyek döntően a belföldi, illetve az európai piacokon értékesítenek. A kis- és középvállalatok esetében a bevételek több mint 60%-a az eurózóna tagországaiból származik, szemben a nagyvállalatokkal, amelyek exportorientáltsága jóval magasabb. Ez azt jelenti, hogy a belső gazdasági élénkülés, a fiskális kiadások növekedése, a beruházások felpörgése és a fogyasztás lassú, de biztos emelkedése közvetlen hatást gyakorol ezekre a cégekre.

Emellett az európai vállalatok, különösen a belföldi piacra fókuszáló kis- és középvállalatok, ellenállóbbnak bizonyulnak a külső kereskedelmi feszültségekkel szemben, mint például a Trump-korszak alatti vámháborúk. Mivel bevételeik túlnyomó részét az eurózónán belüli kereskedelemből szerzik, kevésbé érintik őket az importvámok és az exportkorlátozások, ami további stabilitást és növekedési potenciált biztosít számukra.

Az eurózóna nominálisan szerény, de viszonylag egyenletes növekedést produkál: az Q1-es GDP +0,3–0,6 %-os negyedéves bővülést mutatott, míg a munkanélküliség 6,3 %-on áll, közel a legjobb szintje az euró bevezetése óta. A foglalkoztatottság javulása további keresletélénkítő tényező, amely a fogyasztási oldalról is pozitív hatással lehet a KKV-k bevételeire.



7. ábra Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

A német költségvetési fegyelem részleges feloldása és az új zöld és védelmi infrastruktúrákat támogató beruházási programok hatására a várakozások szerint 2025 második felében a német GDP növekedése újra megközelítheti az 1,0%-ot, 2026-ra pedig még magasabbra is emelkedhet. Ez közvetve a teljes eurózóna dinamizmusát is erősítheti, különösen a kkv-szektorban, ahol a beruházási hajlandóság régóta elsorvadt. Azonban a fordulat közeledhet, az ipari szektor beszerzési menedzserindexe (PMI) 50 fölé kúszott májusban, ami a vállalati bizalom visszatérésére utal.

A német fiskális mozgástér kibővülése, az infrastruktúra-fejlesztési és védelmi kiadások dinamikája az ipar, építőipar és kis és középvállalati szektor fellendülését segítheti, különösen az olyan belföldi orientációjú

vállalatok számára, amelyek a regionális ellátási láncokban fontos szerepet töltenek be. Ez a környezet ösztönözheti a KKV-k innovációs kapacitásának bővülését és a munkahelyteremtést, ami hosszabb távon fenntartható növekedési pályára állíthatja a szektort.

Piaci dinamika: újjáéledő kereslet és ETF-beáramlás

A piac sem hagyta figyelmen kívül a fenti tényezőket: az iShares STOXX Europe Small 200 ETF-be 2025 első felében jelentősen több tőke áramlott, mint az elmúlt évek hasonló időszakaiban.

Az aktív alapok is egyre inkább visszatérnek a szegmenshez, mivel a kisvállalatok túlnyomó része nem szerepel passzív indexekben, így a fundamentális elemzés alapján való kiválasztás újra előnyhöz juttathatja az aktív kezelőket. Ez a folyamat várhatóan tovább fokozza az árfolyam és likviditási dinamizmust a KKV szegmensben.

A kisvállalatok között ráadásul számos olyan célpont is található, amelyek potenciális M&A (felvásárlás és összeolvadás-várományosok): az alacsony árazás, a stabil cash flow és a piacra jutási lehetőség különösen vonzó lehet stratégiai befektetők számára. A 2023–24-es éveket jellemző M&A-csend után 2025-ben újra élénkülő akvizíciós aktivitás jelei láthatók, különösen a gyógyszeripar, ipari automatizáció és B2B szolgáltatások területén.

Globális bizonytalanság és energiaárak

Mindezek ellenére a kilátások nem kizárólag pozitívak. A globális növekedés lassulása, az amerikai vámpolitika, valamint a Közel-Keleten kiújuló konfliktusok újabb energiaár-emelkedéseket idézhetnek elő, ráadásul az EKB is figyelmeztet, hogy "material changes" (azaz jelentős változások) esetén gyorsan beavatkozhat. A szolgáltatások maginflációja még mindig 3,2 % körüli, vagyis az árak ezen komponense alapjaiban nem rendeződött. Az energiaárak esetleges emelkedése különösen érzékenyen érintheti az energiaintenzív KKV-kat, növelve működési kockázatukat és profitabilitási nyomásukat.

Ezen túlmenően, az energiaárak ingadozása hosszabb távon is nehezítheti a KKV-k költségtervezését, ami bizonytalanságot visz a vállalatok stratégiai döntéseibe. Egyúttal a geopolitikai feszültségek és a nemzetközi kereskedelmi bizonytalanságok tovább fokozhatják az üzleti környezet kiszámíthatatlanságát, ami visszafoghatja a beruházásokat és a munkahelyteremtést a KKV szektorban.

Szabályozási és adminisztratív kihívások

Az európai kis- és középvállalatok egyik jelentős kockázata a folyamatosan bővülő szabályozási és adminisztratív terhek növekedése. Az EU-s környezetvédelemre, adatvédelemre (pl. GDPR), munkajogi

szabályozásokra és pénzügyi átláthatóságra vonatkozó előírásai egyre összetettebbé és költségesebbé teszik a működést, különösen a kisebb cégek számára, amelyeknek nem áll rendelkezésükre a nagyvállalatoknál megszokott jogi és megfelelőségi infrastruktúra.

Ez a szabályozási bonyolultság nemcsak megnöveli az adminisztratív költségeket, hanem elvonhatja az erőforrásokat a vállalatok alaptevékenységéről is. A különböző tagállamok közötti eltérő alkalmazások és helyi szabályok további komplexitást jelentenek, ami megnehezíti a KKV-k nemzetközi terjeszkedését.

Emellett a szabályozási környezet, különböző adóterhek gyors változásai bizonytalanságot okozhatnak a kisvállalatok stratégiai tervezésében, ami elbizonytalaníthatja a befektetőket.

Kilátások: taktikai belépés és portfóliókeverék

Mindent egybevetve a jelenlegi piaci és makrogazdasági helyzet kedvező lehetőséget kínálhat az európai kis- és középvállalatokra építő részvénypozíciók kiépítésére. A befektetői közösség figyelme ugyan még mindig elsősorban az amerikai technológiai szektorra és a mesterséges intelligencia-narratívára összpontosít, de a globális eszközallokációs ciklusok idővel kiegyenlítődnek, ahogy az idei évben az európai kontinens is felülteljesítő volt. A kamatlábak csökkenése, a reáljövedelmek lassú emelkedése, valamint a kisvállalatok historikus alulárazottsága együtt egy olyan belépési pontot jelent, amely ritkán kínálkozik ilyen kedvező fundamentális háttérrel.

Egy európai részvényalapú portfólióban a kis- és középvállalati szegmens kettős stratégiai szerepet tölthet be: rövid–középtávon a kamatcsökkenési ciklusból fakadó olcsóbb finanszírozás és a fundamentálisan alulárazott részvények előbb-utóbb pozitív ármozgást eredményezhetnek. Hosszabb távon a hazai piacokra épülő növekedés, strukturális reformok és belső fogyasztási trendek folytán stabil megtérülést kínálhat.

Összegzésként 2025 nyara egy olyan fundamentálisan alátámasztott időszakot jelent, amelyben az európai kis- és középvállalatok valószínűleg újra a növekedés útjára léphetnek. A monetáris könnyítés, alacsony kamatkörnyezet, belföldet ösztönző fiskális politika és strukturális növekedési dinamika együtt egy olyan befektetési környezetet idéz elő, amelyre érdemes stratégiával reagálni.

Jogi figyelemfelhívó tájékoztatás

Publikációs információk
A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.
A kiadványhoz felhasznált adatforrások: Bloomberg
A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. év 07. hónap 04. napja 16:57 (óra:perc)
A véleményekhez használt adatok 2025. év 07. hónap 03. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.
A dokumentumot készítő elemző/k neve és beosztása:

Radák Máté
Bankpénzügyi elemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

Jogi nyilatkozat
1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok Körútja 9. G.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz. III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak, abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.
Jelen dokumentumnak, a benne foglalt információknak nem célja, hogy az ügyfelek konkrét befektetési döntéseinek az alapját képezze. A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak

alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat. Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját. Jelen tájékoztatás nem minősül adótanácsadásnak, a konkrét adó- és illetékjogi információk pontosan csak az érintett ügyfél egyedi körülményei alapján ítélhetők meg, valamint az adó- és illetékjogi jogszabályok a jövőben változhatnak.

5. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat.

6. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a múltbeli teljesítmény nem megbízható mutatója a jövőbeli eredményeknek, és sem a múltbeli hozamok, sem a jelenlegi vélemények nem jelentenek garanciát az érintett pénzügyi eszköz, befektetési alap jövőbeli teljesítményére, azokból a jövőbeli hozamok megbízhatóan nem jelezhetők előre. Az árfolyamok a piaci folyamatok alapján pozitív és negatív irányba is változhatnak.

7. A befektetési alapokkal kapcsolatos előzetes tájékoztató információk, így különösen a tájékoztató, a kezelési szabályzat, a Kiemelt Befektetői Információk, a portfolió jelentések, valamint a befektetési alapok és a kínált szolgáltatások szerződési feltételei, dokumentumai megtalálhatók az érintett alapkezelők közzétételi helyein, honlapjain, továbbá a forgalmazók honlapjain. A teljesítmény információk a megelőző 5 évre, amennyien a termék ennél rövidebb ideje létezik, erre a teljes időszakra, az érintett befektetési alap vonatkozásában az érintett alapkezelő honlapján érhető el.

8. Az adatok a teljesítményeket bruttó módon mutatják be, melyek esetében az aktuális jutalékok, díjak, és egyéb költségek felszámításra és érvényesítésre kerülnek. Felhívjuk a figyelmet arra is, hogy a magyar forint devizanemtől (HUF) eltérő pénznemben kibocsátott eszközök esetében a megtérülés, a

teljesítmény hozama növekedhet, illetve csökkenhet is az árfolyamingadozások következtében, mely árfolyamingadozás kockázatot hordoz az eszköz teljesítménye vonatkozásában.

9. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

10. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal.

11. A jelen kiadványban feltüntetett befektetési alapokra és egyéb pénzügyi eszközökre vonatkozó példák nem mutatják be a teljes befektetési kínálatot. További tájékoztatás, üzletszabályzatok, hirdetmények érhetőek el az aktuális szolgáltatásokról, az MBH Befektetési Bank Zrt. www.mbhbefektetesibank.hu honlapján, az MBH Bank Nyrt. bankfiókjaiban és a www.mbhbank.hu honlapján, vagy a www.mbhbank.hu/privatebanking oldalon, továbbá az MBH Bank privát banki kiszolgálást nyújtó egységeinél.
Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el. MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.)

12.Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.