

Tulajdonosi szerkezet és vállalati teljesítmény – a Pick esete

FENYŐVÁRI ZSOLT – VOSZKA ÉVA

Az elmúlt években ismét egyre több cég cserélt gazdát. A mozgás nemcsak az állami és a magántulajdon között, hanem az utóbbi körön belül is felgyorsult – részben piaci okok miatt, a válság hatására, de részben a vagyonok újraelosztásának vállalkozói törekvését felkaroló vagy éppen kezdeményező kormányzati politika következtében. E folyamatok értékeléséhez is adalékkal szolgálhat egy fordulatos történet, ami egyrészt árnyalja a tulajdonlás jellegéről alkotott közkeletű képet, másrészt plasztikusan mutatja a részvényesi szerkezet változásának a vállalat működésére gyakorolt hatását.

Journal of Economic Literature (JEL): G 34, L25, L 66.

Az átalakuló országokban végrehajtott privatizáció azon a feltételezésen alapult, hogy a magántulajdonosok hatékonyabban működtetik a vagyont, mint az állam. Az azonban már az 1990-es évek elejétől vitatott volt, hogy kik a jobb tulajdonosok: a cégeken belüli munkavállalók vagy külső csoportok, hazai vagy külföldi, szakmai vagy pénzügyi befektetők. A döntéshozók a politika természetéből következően nem kizárólag gazdasági szempontokat mérlegeltek – ráadásul nem is támaszkodhattak volna egyértelmű elméleti modellekre vagy gyakorlati tapasztalatra –, amikor az egyes országokban induláskor nagyon eltérő tulajdonosi szerkezeteket részesítettek előnyben, és ezeknek megfelelő privatizációs módszereket választottak.¹ A politikusok azóta is hajlamosak valamilyen tulajdonosi szerkezetet *általában* kedvezőbbnek minősíteni, többnyire anélkül, hogy ennek tartalmát és értelmezési keretét (az érintett cég vagy a makrogazdaság perspektíváját, a társadalmi vagy a hatalmi-politikai megfontolásokat) világossá tennék.

Fenyővári Zsolt, a Szegedi Tudományegyetem adjunktusa.

E-mail cím: fenyovzs@eco.u-szeged.hu

Voszka Éva, a Szegedi Tudományegyetem tanára. E-mail cím: voszka@yahoo.com

¹ Lásd például: *Stark* [1992], *Soós* [2009].

Cikkünkben a lehetséges hatásokat kizárólag az érintett *vállalat* szempontjából vizsgáljuk, és azt tekintjük jó tulajdonosi szerkezetnek, ami megteremti a pénzügyi és piaci stabilitás, a hosszabb távú növekedés feltételeit. A tulajdonosi struktúra és a vállalati teljesítmény összefüggését (is) vizsgáló empirikus kutatások (például: *Vedres*, 2000, *Tóth*, 2005) többnyire a külföldi cégek, esetenként a hazai magánszemélyek domináns jelenlétének kedvező hatását mutatják ki. Ezt a megállapítást nem cáfolva, de tovább finomítva elemzésünk arra hívja fel a figyelmet, hogy a befektetők több más vonása, elsősorban szakmai vagy pénzügyi jellege is fontos, miközben sem ennek, sem a hazai-külföldi kategóriapárnak az elhatárolása sem magától értetődő.

Tételünket egy vállalati esettanulmánnyal illusztráljuk. Választásunk a szegedi Pickre esett, mert a cég hosszú története sokféle tulajdonosi típust felvonultatott. Közülük az 1990-es évektől induló három váltást vesszük közelebről szemügyre. Feltevésünk szerint a vállalat teljesítményének ingadozása ebben a periódusban nemcsak a piaci folyamatok alakulását tükrözi, hanem a tulajdonosi szerkezet módosulásainak hatását is.

Tisztában vagyunk azzal, hogy az esettanulmány nem csodaszer, tanulságaiból csak óvatosan lehet általánosabb következtetéseket levonni.² Annak bemutatásához azonban elég, hogy a tulajdonosi szerkezet akár erőteljesen is befolyásolhatja a vállalat teljesítményét, és ezzel a mércével mérve a hazai tulajdonlás a külföldinél kedvezőtlenebb is lehet. A felhasznált források között a tanulmány jellegéből következően túlsúlyban vannak a sajtóközlemények, amelyeket a cég nyilvános beszámolóinak feldolgozásával és a vállalat néhány vezetőjével készített interjúkkal egészítettünk ki.

Hullámvasúton: a Pick tulajdonosváltásai

A történet dióhéjban

Az eredeti vállalatot a névadó Pick Márk terménykereskedő alapította 1869-ben. A cég családi vállalkozásként 1886-ban kért iparendélyt a híressé vált szalámi készítésére. 1912-ben már középvállalat volt, később hadimegrendelések is hozzájárultak növekedéséhez. 1948-ban államosították, majd az Állatforgalmi és Húsipari Tröszt tagvállalata lett. Szervezeti önállóságát 1987-ben, a tröszt megszűntével nyerte vissza (Pick, 2012, *Bihari*, 2012).

² A módszer előnyeiről és hátrulitöiről lásd például *Flyvberg* [2006] nem elfogulatlan, de tanulságos elemzését.

A Pick csoport néhány kiemelt adata 1992–2012

Év	Nettó árbevétel (milliárd forint)	Létszám (fő)	Saját tőke (milliárd forint)	Adózás előtti eredmény (milliárd forint)
1992	5,9	n. a.	n. a.	0,5
1993	13	n. a.	n. a.	1,11
1994	17,5	n. a.	n. a.	1,41
1995	22,7	2032	9,5	1,88
1996	27,1	2100	10,9	2,22
1997	31,9	2088	17,9	2,45
1998	52,5	4692	21,9	4,12
1999	51,6	4658	26	4
2000	60,8	4713	29,5	4,21
2001	77,7	4988	31,5	1,78
2002	47,1	3618	15,3	1,9
2003	39,2	3179	14,3	-0,47
2004	42,1	2464	7,9	-6,42
2005	30,6	1677	7,9	-0,55
2006	51,6	1790	9,5	1,53
2007	58,8	2999	17,9	3,61
2008	59,9	2891	15,9	-0,73
2009	64	2836	17,3	1,55
2010	58,4	2911	17,5	0,16
2011	58,1	2885	14,7	-2,76
2012	57,8	2831	13,5	-1

Forrás: 2001-ig TOP 200, 2001-től Pick éves beszámolók.

A privatizáció 1992-től négy éven keresztül zajlott, különböző nagyságú állami pakettek sorozatos tőzsdéi értékesítésével. Az osztott tulajdonlást fokozatosan váltotta fel egy hazai, kockázatitőke-társaságnak tekinthető befektetői csoport: az Arago első vásárlásai 1998-ra tehetők, és a 2001-es nyilvános ajánlattétel után 2002

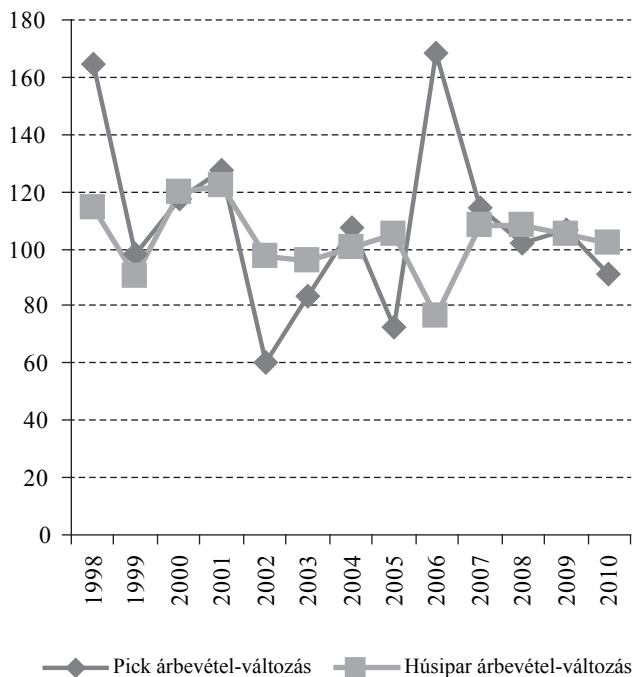
végén vezették ki a céget a tőzsdéről, 2005-től pedig a húsiparban már korábban érdekeltségeket szerző Bonafarm csoport lett a tulajdonos.

A vállalat néhány fontosabb adatát áttekintve szembeötlő, hogy 2001-ig az árbevétel, a nyereség, a saját tőke és a létszám is töretlenül nőtt, a következő évben viszont a forgalom 40 százalékkal, a foglalkoztatás közel 30 százalékkal csökkent, a saját tőke megfeleződött. Az addig milliárdos nagyságrendű profit 2001 és 2004 között folyamatosan zuhant. 2005-től viszont a mutatók mindegyike javulásnak indult. (Lásd az 1. táblázatot és az 1. ábrát.)

1. ábra

A Pick és a húsipar árbevételének változása

(Előző év = 100)



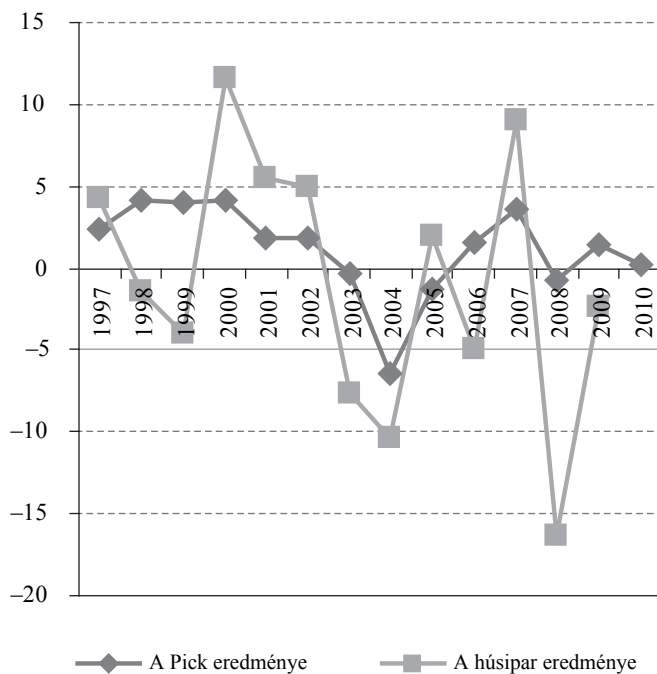
Forrás: Pick éves beszámoló, húsipar Agrárgazdasági Kutatóintézet közlése.

Magyarázhatók-e ezek az ingadozások a húsipar általános helyzetének, teljesítményének módosulásaival? A Pick árbevételének az előző évhez viszonyított növekménye 2002 és 2005 között alacsonyabb volt, mint az ágazat egészében. (Lásd az 1. ábrát.)

2. ábra

A Pick és a húsipar eredményének alakulása

(Adózás előtti eredmény, milliárd forintban)



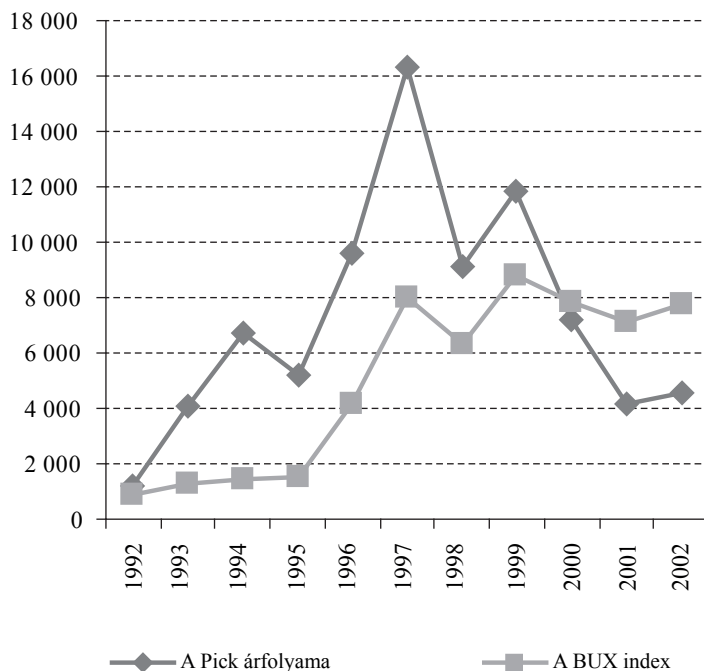
Forrás: Pick éves beszámolók, húsipar Agrárgazdasági Kutatóintézet közlése.

A vállalati nyereség 2000 és 2005 között elmaradt a húsipar többi cégének eredményeitől. (Lásd a 2. ábrát.)³ A cég részvényeinek árfolyama a bevezetéstől kezdve erőteljesebben nőtt a BUX-indexnél, de 2000-től az alá esett. (Lásd a 3. ábrát.)

³ A 2003. év kivételével. Mivel a Pick súlya az ágazati eredmények alakulásában nagy, a húsipari nyereséget a Pick eredményétől megtisztítva vettük számításba.

A Pick árfolyamának és a BUX-indexnek az alakulása 1992–2002 között

(Forint, illetve pont, 1990 = 1000)



Forrás: Mihályi Péter [2010], 2. kötet, 220-221., BÉT alapján.

A Pick mutatóinak fordulópontjai tehát nem a húsipar vagy a tőzsde konjunktúráját követik: a 2000-es évek első felében térnek el negatív irányban az ágazat trendjeitől. Kézenfekvő a feltételezés, hogy ebben a tulajdonosváltások is szerepet játszhattak. Nézzük meg közelebbről, mi is történt az egyes periódusokban.

A tőzsdei privatizáció és az osztott tulajdon évei

Hogyan került magánkézbe a Pick, milyen stratégiát követett tőzsdei céggként, és milyen eredményeket ért el – ezekről a kérdésekről szól a következő fejezet.

A Pick állami vállalatot 2,27 milliárd forint alaptőkével 1992-ben alakította át részvénytársasággá az Állami Vagyonügynökség. A menedzsment, élén az 1990-ben kinevezett, a cégen belül felnevelkedett vezérigazgatóval⁴ tőzsdei privatizációra törekedett. Egy tőkeerős szakmai befektető megjelenése révén veszélyeztetve érezték volna egzisztenciájuk és döntési jogköreik biztonságát – hivatalos megfogalmazással: tartósan magyar tulajdonban akarták tartani a Pick márkanevet. Álláspontjuk szerint a cég mind piaci pozícióit, mind belső erőforrásait tekintve megfelelt a kor színvonalának, alkalmas volt a diverzifikált tulajdonosi szerkezetet és tényleges tőkebevonást eredményező tőzsdei kibocsátásra (Bihari, 2012).

A vállalat vezetői elérték céljukat: a Pick részvényeit 1992. december 21-én bevezették a Budapesti Értéktőzsdére. A papírokat hazai intézményi és kisbefektetők, valamint külföldiek vásárolták meg. Az utóbbiak részesedése éppen az angol tanácsadó céggel egyetértésben megcélzott 30 százalék lett.⁵ A vezérigazgató szorgalmazta, hogy a vállalat dolgozói – vagyonjegyek formájában – kapjanak tíz százalékot; ezt is sikerült megközelíteni.⁶ Az alkalmazottak – valószínűleg a tulajdonosi tudat erősítése érdekében – minden nap értesülhettek az árfolyam alakulásáról a bejáratnál elhelyezett hirdetőtábláról. Az ÁVÜ az első kibocsátás idején, majd 1993-ban is jelentős pakettet, az akkori alaptőke több mint 15 százalékát ajánlotta fel kárpótlási jegyért cserébe. A papírok bevonásával járó, néhány év múlva bekövetkező koncentráció jelei ekkor még nem mutatkoztak.

1996-ban az állami kézben lévő maradék részvénycsomag értékesítésével lezárult a Pick privatizációja, ami osztott tulajdonlást hozott létre. 1997 decemberében megközelítőleg 6300 kül- és belföldi, intézményi és kisbefektető 94,6 százalékot birtokolt a részvényekből, a három legnagyobb részesedésű befektető a Letéteményes (Depositary, 17,8%), a Natsumco (17,0%) és a Creditanstalt-Bankverein AG (6,3%) volt.⁷ E letétkezelőkön kívül nem volt olyan részvénytulajdonos, akinek a részesedése közvetve vagy közvetlenül meghaladta volna a szavazatok öt százalékát. Állami kézben csak egy elsőbbségi részvény maradt, az eredeti szándék szerint a márkanév

⁴ A szegedi származású Bihari Vilmos egyetemi tanulmányait követően 1969-ben került a Pick-hez üzemszervezőként. 1972-től osztályvezető, 1986-tól gazdasági igazgató, 1990-től 2003 júniusáig vezérigazgató volt.

⁵ A határ meghúzásában, mint még szó lesz róla, a korabeli adószabályok is szerepet játszottak.

⁶ A vagyonjegyes konstrukció elindításakor az informális piacon az 1 vagyonjegy = 1 korsó sör cserearány uralkodott (Bihari, 2012).

⁷ 1998-ban a részvényeket bevezették a londoni tőzsdére is, aminek elsősorban üzenetértéke volt a külföldi partnerek számára (Credit Suisse First Boston, 1997).

védelve érdekében. A különleges jogok közé tartozott, hogy az állam az igazgatóság és a felügyelő bizottság egy tagjának megválasztásakor 51 százalékos szavazattal rendelkezett. E tag hozzájárulása kellett többek között az alaptőke ötödét meghaladó ügyletekhez és a hosszú távú stratégia meghatározásához. Így a kormányzat elvileg megakadályozhatta az alapvető működési keretek megváltoztatását. A vállalat vezetői is úgy gondolták, hogy az aranyrészvény védernyőként működik (Bihari, 2012), csakúgy, mint önmagában az osztott tulajdonlás,⁸ amit ráadásul az ötszázalékos korlát is megerősített: ennél több szavazattal a tulajdonhányadtól függetlenül közvetve sem rendelkezhetett senki.⁹

Vállalati stratégia: terjeszkedés eladósodás nélkül

A privatizációnak a Pick nemcsak tárgya, hanem aktív résztvevője is volt. Alapvető törekvése ugyanis a megalakulásától kezdve a horizontális és vertikális irányú terjeszkedés lett, amiben fontos – bár nem kizárólagos – szerepet kapott több állami cég megvásárlása. A fő cél egyfelől a versenytársak bekebelezése és a piaci pozíciók erősítése, másfelől a kiszolgáltatottság mérséklése volt a beszerzési és értékesítési oldalon is, hogy a menedzsment álma valóra válhasson: az európai uniós csatlakozás idejére a kelet-közép-európai régió legjelentősebb húsipari cégévé fejlesszék fel a céget (Jakysz, 2003).

Az első nagy lépés 1993-ban a nagy rivális Herz Szalámigyárra kiírt bérleti tender megnyerése.¹⁰ A Pick eredeti szándéka a vásárlás volt, az ÁVÜ és az ágazati minisztérium azonban attól tartott, hogy amint a cég birtokon belül kerül, felszámolja korábbi versenytársát. A szegedi vállalat ekkoriban a Gyulai Húskombinátra is sikeresen pályázott. Az ÁVÜ vezetőivel folytatott alkudozás eredményeként a Pick lemondott az utóbbiról, cserében – versenyhivatali engedéllyel – megkapta a Herzet. A menedzsment a beolvasztott vállalat lerombolása és bejártott német piacainak bekebelezése helyett jelentős, milliárdos nagyságrendű fejlesztéssel lényegében új-jáépítette az akkorra igencsak rossz műszaki állapotba került gyárat. 1997-ben a Pick

⁸ A közgyűlésen háromnegyedes többséget igényeltek a következő döntések: az alapszabály, az alaptőke, a részvényesi jogok módosítása, az egyesülés, az egybeolvadás, a szétválás, a megszűnés, a társaságforma-váltás, a részvénytársaság, a felülbélyegzés, tőzsdei be-, illetve kivezetés.

⁹ A tanácsadó képviseletében Jármai Zsigmond így indokolta a lépést: „A James Capel elfogadta, hogy az ÁVÜ a Picket – ahogy angolul mondják – family silverként, azaz a családi ezüst részeként kezelje, s nem akarja, hogy bárki külföldinek döntő befolyása legyen rá, ezért öt százaléknál több részvény nem kerülhet egy kézbe” (Jakysz, 2003).

¹⁰ A stratégiát elsősorban a Pick [2012a] és Bihari [2012] alapján foglaljuk össze.

megnyerte a jelentős orosz piaccal és kiegészítő termékskálával rendelkező Ringa privatizációs pályázatát. 2000-ben megvették a Ceglédhús Kft. eszközeit, a korszerű daraboló üzemet és hűtőházat. A vertikum kiegészítése is elindult, mégpedig mindkét irányban: az alapanyag-előállítás és az értékesítés felé.

Az eladások területén a Pick először a *külkereskedelmet* vette saját kézbe: 1993 végén felmondta az évtizedes együttműködést a Terimpexszel. 1998-tól pedig a vállalat legfontosabb exportpiacán, Németországban a régóta kizárólagos jogokkal rendelkező nagykereskedő cég helyett a prémium termékeket gyártó olasz Senfterrel alakított közös vállalat bonyolította a kivitel. A Pick vezetői szerint a vállalattól független *belkereskedelmi* csatornák is túlzottan nagy hasznot húztak a viszonteladásból. A saját hálózat kiépítésére 1994–95-ben megnyílt a Kereskedők Háza a központi telepen, három budapesti és egy kecskeméti boltot alakítottak ki, és megnyerték a Szegedi Élelmiszer-kiskereskedelmi Rt. (Éliker) privatizációs pályázatát is. A korábbi magas működési költségeket és érdekellentéteket azonban az önálló értékesítés addig ismeretlen terhei és kockázatai váltották fel. A Pick jelentős tanulópénz árán kénytelen volt belátni, hogy a multinacionális áruházláncokkal csak vállalhatatlan áldozatok árán lehetne szembeszállni. Új boltjaik egy részét bezárták, és 1997-ben az Éliker részvényeit is jelentős haszonnal eladták.

A vertikum kiegészítéseként 1998-ban felszámolásból megvették a jó hírű szegedi paprikafeldolgozó cég eszközeit, hogy a szalámigyártás során fel nem használt alapanyagokat a konzerviparban hasznosítsák, és a vállalat ne kerüljön egy másik érdeklődő húsipari konkurens kezébe. A *hizlálás* vagy *élőállat-felvásárlás* a vállalat vertikális terjeszkedési stratégiájának többször visszatérő dilemmája volt. Az előbbi mellett szólt az élőállat-piac ingadozásainak mérséklése, ellene pedig az, hogy a sertésstenyésztés kívül esett a Pick hagyományos szakmai kompetenciáján. Az erre vonatkozó döntések – például a tápéi és a dombegyházi hizlalda megvétele – a vezetők közötti kompromisszummal születtek, és utóbb elhibázottnak bizonyultak.

Az akvizíciókat és fejlesztéseket a Pick elsősorban új részvények kibocsátásával, valamint saját forrásokból finanszírozta – hitelek felvételétől lehetőség szerint tartózkodott. 1994-ben 387 ezer darab új törzsrészvényt bocsátottak ki. A 2,4 milliárd forintos bevételt elsősorban a Herz megvételére felvett hitel visszafizetésére, a budapesti vállalat felújítására és forgóeszköz-igényének finanszírozására, valamint a társaságcsoport más rövid és hosszú lejáratú kötelezettségeinek kiváltásra hasz-

nálták. A cégvásárlásokat és a hitelállomány leépítését szolgálta a 1997. decemberi zártkörű¹¹ kibocsátás is. Így két alkalommal összesen 7,8 milliárd forintot vontak be a szegedi húsiparba.

A finanszírozás másik fő forrásához, a *saját jövedelmek felhalmozásához adókedvezmények* is hozzájárultak. 1992-től a Pick megfelelt azoknak a normatív feltételeknek (a vagyon legalább 50 millió forint, a külfölditulajdon-hányad 30 százalék, és a tevékenység a magyar gazdaság számára kiemelten fontos), amelyekhez öt évig 100, további öt évig 60 százalék adókedvezmény kapcsolódott. Ezen kívül a csoport többfajta, elsősorban az exportot ösztönző támogatást kapott (Nomura, 2000).

A felhalmozást segítette az *osztalékpolitika* is. 1993-ban rendezték az első olyan közgyűlést, amelyen sok részvényes jelent meg. Vitájukban a magas osztalékot követelő – leginkább a kisztrészes álláspontot tükröző – érveléssel a vezetők fejlesztésorientált és ennek révén magasabb jövőbeli hozamokat ígérő álláspontja állt szemben. Végül 20 százalékos osztalékról döntöttek, és az 1,1 milliárdos eredményből 450 millió forinttal felemelték az alaptőkét. A közakarat kétségtelenné tette, hogy a jelentős profitból mindenképpen fizetni kell osztalékot. A mérték azonban – ami ezután a következő évekre is iránymutatónak számított – nem tette lehetetlenné a saját források folyamatos emelését. Mindehhez a töretlenül javuló teljesítmény adott alapot.

Eredmények

A Pick az 1990-es években *gyors ütemben* fejlődött. Árbevétele az 1992-es 5,9 milliárdról a csúcsot jelentő 2001-ig több mint tizenháromszorosára nőtt, a 2200 fős létszám a transzformációs válság idején sem csökkent számottevően, majd 1998-tól bővülésnek indulva a következő években megközelítette az ötezret. E két mutató alakulásában természetesen a szervezeti bővülés (és a forgalomnál az infláció)¹² is közrejátszott, de közben a profit is folyamatosan nőtt: félmilliárról 4,2 milliárdra. A cég az ezredfordulón lényegében hitel nélkül gazdálkodott. A nyereség a tőkére vetítve 13 és 20, az árbevételhez viszonyítva pedig 6,5 és 8,2 százalék között ingadozott, egészen a 2001-es csökkenésig. A számok a húsipar egészéhez viszonyítva

¹¹ Ezt a formát a tanácsadók javaslatára alkalmazták, mert a kisbefektetői kört már nem lehetett mozgósítani – így nagyobb volt az esélye a gyors és sikeres lebonyolításnak (Bihari, 2012).

¹² A kumulált infláció 1990 és 2001 között 682 százalék volt, míg a Pick árbevétele kilencszerezére emelkedett.

is imponálóak, amelyben az árbevétel 1992 és 2001 között csak háromszorosára, a Pick nélkül számított eredmény a hétszeresére emelkedett. (Lásd az *1. táblázatot* és az *ábrákat*.)

Ezek az eredmények a részvényárfolyamokban is tükröződtek. Az 1220 forintos kibocsátási ár a következő évben 4100 forintra nőtt, és 1997-ben ért a 16 300 forintos csúcusra. Az 1998-as általános tőzsdei visszaesés után a Pick árfolyama is regenerálódott, és 2000-ig minden évben jobban teljesített a BUX indexnél. (Lásd a *3. ábrát*.) A trendváltásban közvetlenül is szerepet játszott egy új nagytulajdonos megjelenése.

Az Arago-szindróma

Miért érdemes és hogyan lehet megszerezni egy jól menő tőzsdei vállalatot? Hogyan fogadta a belépést a menedzsment és az aranyrészvényes állam? Milyen hatást gyakorolt a tulajdonosváltás a Pickre?

A lopakodó tulajdonszerzés

Az Arago 1995-ben jött létre¹³ azzal a céllal, hogy kárpótlási jegyeket vegyen saját részvényeiért cserébe, majd ezeket hasznosítsa a privatizációban. Néhány év alatt 13 ezer embertől vásároltak ilyen papírokat 1,7 milliárd forint értékben. 1996 és 1999 között megszerezték a korábbi munkásszállókból álló Eravist, a Pannon-Váltó egyharmadát, a volt szanatóriumokból felépített a Hunguestet, a gyógyszerkereskedő Westpharmát, a furcsa körülmények között „visszaállamosított” Bizományi Áruház Vállalatot, majd ez utóbbi két cég gyors és többmilliárdos hasznot hozó eladása után a Zalakerámia 15,7 százalékát. 2000-ben az Arago saját tőkéje 5,2 milliárd, a portfóliójában lévő tőzsdei papírok értéke a húsipari befektetés nélkül mintegy 12 milliárd forint volt (Csendben..., 2000). A vevő múltja és portfóliójának összetétele alapján pénzügyi befektetőnek, kockázati tőkealapnak tekinthető – tartósabb és eleve átmenetinek szánt tulajdonrészekkel. Elvileg a Pick esetében is mindkét lehetőség nyitva állt.

¹³ Az eredetileg HB Westminster II. elnevezésű vállalkozás 1996-ban vette fel az Arago nevet. A cég fő tulajdonosa a vizsgált időszakban – kereszttulajdonlással – annak az egyik leányvállalata, a Domestore Kft., amelynek viszont egyetlen tulajdonosa az Arago. A befektetések történetének forrása: Arago... [2005].

Az Arago első embere, *Leisztinger Tamás* a felvásárlások üzleti taktikáját így határozta meg: „Csendben, halkán, olcsón” (Csendben..., 2000). Ezt követték a Pick esetében is: kis lépésekkel indítottak, barátságos viszonyt építettek ki a vállalat vezetésével, nem próbálták azonnal megváltoztatni a cég stratégiáját. A részvényvásárlások 1998-ban kezdődtek. A befektető képviselője az 1999-es közgyűlésen bukkant fel először Szegeden, magánszemélyként, egy frissen vásárolt ezerdarabos részvénytöredék birtokában, mint mondta, információgyűjtés céljából. Röviddel később a szegedi Hunguest-érdekeltségű Forrás szálló igazgatója bemutatta *Bihari Vilmosnak* a főnökét, *Leisztinger Tamást*. A vezérigazgató az udvarias beszélgetést követő napokban értesült arról, hogy Londonban is vásárol az Arago (*Bihari*, 2012). Sem ő, sem a munkatársai nem éreztek veszélyt.

A Pick-akció több mint egy évig tartott anélkül, hogy észrevehető lett volna. Az első jel, ami a tőkepiac figyelmét felkeltette, az *ötszázalékos szavazati küszöb* eltörlése volt 2000 áprilisában. A javaslattevő igazgatóság szerint ezt a részvények árfolyamának és likviditásának növelése indokolta: sok nagy alapkezelő szívesen tartana több papírt a portfóliójában. A szaksajtó ezt már akkor gyenge érvnek tartotta, mert a szavazati korlát a vásárlásokat nem akadályozta, és a tipikusan passzív tulajdonos alapkezelők nem a közvetlen befolyásuk kiterjesztésében érdekeltek (Koncentráltabb..., 2000).

Amit a tőkepiac már korábban sejtett, az 2000 júliusában beigazolódott. Hivatalosan is bejelentették, hogy az Arago megszerezte a Pick 32,98 százalékát (Már..., 2000). Az igazgatóság felhatalmazást kapott a közgyűléstől húszszázalékos *tőkeemelésre* (Pick..., 2000b). A forrásbevonás indoka a várható akvizíciók finanszírozása volt – de mint kiderült, az ügylet az Arago vásárlásait segítette. 33 százalékos részesedés elérése után a nagytulajdonosnak nyilvános ajánlatot kellett volna tennie, mégpedig a szavazati korlát helyére beépített védvonal szerint a 90 napos súlyozott tőzsdei átlagárnak legalább a 130 százalékán (Koncentráltabb..., 2000). A tőkeemelés viszont nem részvényátruházás, hanem új jegyzés, ezért erre nem terjednek ki a vállalatfelvásárlási szabályok és nem érvényes a 30 százalékos felár sem. A 2001. januári kibocsátás összes részvényét az Arago jegyezte le 6900 forintos árfolyamon (Itthon..., 2001) – miközben a háromhavi átlagár 7300 forint fölött volt –, így részesedése 41,3 százalékra nőtt. A befektető azt hangoztatta, hogy a Pickkel hosszú távú tervei vannak, a szegedi cég terjeszkedését szeretné segíteni tőkével és pénzügyi tapasztalataival (Csendben..., 2000).

A tőkepiaci szereplőknek azonban kétségeik voltak. A tekintélyes japán tanácsadó Nomura már 2000 nyarán sommás álláspontot fogalmazott meg. „Javas-

lat: Sell... Eladási javaslatunk elsősorban a tulajdonosi struktúrában bekövetkezett változásoknak és az azzal kapcsolatos negatív véleményeknek tulajdonítható” (Nomura, 2000, 1. o.). Feltételezésük szerint ugyanis az Arago nem pénzt vagy eszközt biztosít a vállalat számára, sokkal inkább saját céljaira, más ügyleteinek finanszírozására használja majd a Pick forrásait. Meg is kezdődtek a gyors eladások, a cég részvényeinek havi átlagára az 1999 végi 11 850 forintról 2000 végéig 7235 forintra esett. Beindult az önmagát beteljesítő prófécia: a kétes hírű befektető megjelenése leszorítja az árfolyamot, így a vevő egyre olcsóbban növeli tulajdonrészét, ami újabb eladásokra készlet.

A szegedi vállalat vezetői viszont kezdetben hittek a befektető ígéreteinek, nem tekintették ellenséges kivásárlásnak az akciót – ellenükre valószínűleg sem a szavazati korlát eltörlését, sem a zártkörű tőkeemelést nem lehetett volna végrehajtani. „Amikor már a közgyűlésen is megjelentek, összehívtam az igazgatóságot azzal, hogy most itt valami van, de nem látom, mit lehetne tenni. Nem láttam lehetőséget arra, hogy mi vegyük meg a részvényeket. Utólag belegondolva meg tudtuk volna csinálni, számomra azonban ez olyan horrorisztikus volt, hogy nem mertem bele-vágni” (Bihari, 2012).¹⁴

Miért támogatta a menedzsment egy meghatározó tulajdonos megjelenését, amikor korábban az osztott tulajdonért harcolt, „a teljes részvényesi kör képviselőjeként volt ismert” (Megjelent..., 2000), és a növekedéshez szükséges tőkéhez intézményi befektetőktől is hozzájutott volna? Először is, az időzítés tökéletes volt. Röviddel korábban egy amerikai mamutcég, a Sarali Food jelezte vásárlási szándékát. A vezetők álláspontja szerint ez veszélyeztette a Pick önállóságát, ezzel szemben egy látszólag neutrális, tőkeerős pénzügyi befektető megjelenése úgyszólván ajándék. Ugyanakkor – legalábbis az utólagos visszaemlékezések szerint – a helyzettel együtt módosult a „jó tulajdonosról” alkotott felfogás is. A vezérigazgató úgy vélte, hogy pusztán pénzügyi befektetők segítségével egy olyan céget, mint a Pick, nem lehet tartósan üzemeltetni (Bihari, 2012). Az ezredfordulón mind nyilvánvalóbbá váltak a nehézségek. A vállalat az egyik oldalon kiszolgáltatott a sertés piac mennyiségi és áringadozásának. A másik oldalon, az eladásoknál is éles a verseny, amit a közelgő uniós csatlakozás tovább erősít; a nagy üzletláncok szerepe az ezredfordulóra 45 százalék fölé nőtt (Nomura, 2000). Mindez azt is jelenti, hogy az előző évek terjeszkedési stratégiája, ami éppen erre a két kritikus pontra irányult, nem hozott megnyugtató eredményeket. A túlélés feltétele a további expanzió, ezért a társaság 7–7,5

¹⁴ A vezérigazgatót egyébként nem lehet járatlannak tekinteni a pénzügyekben: az 1990-es években a tőzsdetanács, majd 2004 elejétől a jegybank monetáris tanácsának tagja volt (Csabai, 2004).

milliárdos tőkéje mellé jól jön az Arago tízmilliárdja és akvizíciós tapasztalata (*Bihari*, 2012). „Az Arago szándéka, hogy a Pick Közép-Európa legjelentősebb húsipari vállalkozása legyen, mely megegyezik a Pick eddigi célkitűzéseivel. Az Arago hosszabb távon meg kívánja tartani részvényeit..., az eddigi üzletpolitikát és a vezetést illetően változást nem terveznek” – szöveg a szegedi vezetők hivatalos indoklása (*Pick management...*, 2000). Az Arago nem delegál tagot az igazgatóságba és a felügyelő bizottságba, és távol tartja magát a napi gazdálkodástól. „Annyit mondtak: mi csak hozzuk az eredményt, ők meg a pénzügyeket intézik” (*Bihari*, 2012).

Az egzisztenciális-pénzügyi fenyegetettséget elsőként a gazdasági igazgató érzete meg, aki 2000 júliusában három lépésben összesen 3300 db részvényt adott el kilencezer forint fölötti árfolyamon. A vezérigazgató elvi álláspontja az volt, hogy a menedzsmentnél lévő részvénycsomag nagysága fontos információ a tőkepiaci szereplők számára, ezért ő maga nem tett hasonló lépéseket.¹⁵ A kapitány maradt, de az év végétől a tisztek sorra távoztak. 2000 és 2001 fordulóján a hétagú igazgatóságból hárman lemondtak, mert nem kívántak szerepet vállalni a vállalat agóniájában (*Bihari*, 2012). Január 31-én felállt a gazdasági vezető is (Távozott..., 2001). Ekkor már az Arago két képviselője jelen volt a napi gazdálkodásban, egyikük a pénzügyek szakértője, a másik inkább az anyagbeszerzés mestere – az irányítás egyre inkább átcsúszott az ő kezükbe. Első döntéseik közé tartozott annak meghatározása, kitől vásárolja a Pick a nyersanyagot. Az Arago elkezdett szakmai befektetőként viselkedni abban az értelemben, hogy részt kért az irányításból és az operatív gazdálkodási döntésekből.

A hatalomátvétel

A 2001 elején, több mint 40 százalékos pakett birtokában az Arago tovább növelte befolyását sajátos eszközök bevetésével is. Amellett, hogy négy tagot delegált a Pick kiürült igazgatóságába (*Drámai...*, 2001), a cég *sajátrészvény-vásárlásba kezdett*, gyorsan hét százalék fölé növelve az állományt (*Fortolóczki*, 2001). A vezérigazgató indoklása szerint az aktuális alacsony árfolyamon érdemes volt vásárolni (*Bihari*, 2012) – és az Arago biztosan jól járt. Befolyása automatikusan megnőtt, mivel a saját papírok szavazati jogot nem adnak. Ősszel elérte, hogy a Pick ezeknek a részvényeknek a bevonását irányozza elő az alaptőke leszállításával, amit az összes *részvény lecserélésével* kapcsoltak össze. „Sok kicsi sokra megy alapon néhány szá-

¹⁵ *Bihari* 2001 júliusában adta el 15 ezer darab részvényét 3450 Ft-os árfolyamon, két hónappal előbb és ezer forinttal jobban a történelmi mélypontnál.

zalék kisztrészes így is lemorzsolódhat” – kommentálta a sajtó a terveket (Alaptőkét..., 2001). A kisbefektetők kiszorítást célozta az *alapszabálynak* az a módosítása, hogy csak azok a tulajdonosok szavazhatnak, akiket a közgyűlés előtt 60 nappal bejegyeztek a részvénykönyvbe, ami ellenkezik a tőzsde 5–10 napot előíró szabályával (Koncz, 2001). Az utóbbi lépéseket már nemcsak a pénzügyi felügyelet rosszalotta, hanem az aranyrészvényt birtokló ÁPV Rt. is. Az állam a vétőjogok birtokában korábban is közbeléphetett volna, de csak 2001 őszén emelt kifogást a részvénytársaság és a tőkeleszállítás miatt (Pick közgyűlés..., 2001).

Részben a pénzügyi felügyelet felszólítására, részben az árfolyamok lejtmenetét látva – a papírok havi átlagára 2001 szeptemberében süllyedt a 2687 forintos mélypontra – az Arago elérkezettnek látta az időt a *nyilvános ajánlattételre*. A felkínált ár 3770 forint volt, ami 14 százalékkal haladta meg a törvényes minimumot. A kereskedést azonban felfüggesztették, mert az a gyanú merült fel, hogy a 2001 januárja és szeptembere közötti 63 százalékos árfolyamesést a Picket sújtó külső körülmények (a kergemarhakór vagy a serteshús felvásárlási árának megugrása) önmagukban nem magyarázzák; az Arago befolyása alá került cég az év folyamán „rendszeresen olyan negatív tájékoztatásokat és figyelmeztetéseket tett közzé várható üzleti eredményét illetően, amelyek indokoltsága megkérdőjelezhetőnek tűnt” (PSzÁF, 2001). Mivel azonban a társaság megtagadta a részletes információkat, és így a hatóság nem tudta igazolni a kétségeket, ráadásul a vevő 4270 forintra emelte az árat, az ajánlat szabad utat kapott.

2002 januárjában felvetődött a tőzsdei kivezetés, de ez minden korábbinál súlyosabb konfliktust okozott az Arago és az ÁPV Rt. között. Az aranyrészvényes megakadályozta a kérdés napirendre vételét, mert azt a hatáskörébe tartozó üzletpolitikai döntésnek minősítette (Fortolóczki, 2002a). Az állam által delegált igazgatósági tag lemondott, és a nagytulajdonos csak a kormányváltás után, 2002 júliusában járult hozzá új tag megválasztásához. Ekkor a saját részvények bevonása miatt 7,4 százalékkal leszállították az alaptőkét, és módosították az alapszabályt is: az aranyrészvényhez fűződő jogok közül kimaradt az üzleti döntések kategóriája (Fortolóczki, 2002c). A parlamenti választások után a befektető a számára kedvezővé vált politikai klímában kiegyezett az ÁPV Rt.-vel, és így már semmi sem állt a tőzsdei kivezetés útjában. Novemberben az Arago – a tőle szokatlanul nagyvonalú ajánlattal – 5265 forintos árral lepte meg a maradék kisbefektetőket, és 93 százalék fölé emelte részesedését. „...onnantól kezdve a Pick lehetett volna akár betéti társaság is” (Bihari, 2012).

Kívülállók számára sokáig bizonytalannak látszott, mit is kezd majd az Arago egyre nagyobb részvénytárcájával. Amikor a 2001. januári tőkeemelés után a Pick akvizíciós kerete tízmilliárd forintra nőtt, elemzők biztosra vették a terjeszkedést, mégpedig az egyik nagy rivális, az osztrák kézben lévő Délhús megvételét (Pick akvizíció..., 2001). Ősszel viszont sokan nem tartották kizártnak, hogy a főtulajdonos gyorsan megvált a szalámigyártótól, már meg is egyezett egy szakmai befektetővel (Pick ajánlati..., 2001). Az Arago azonban végül¹⁶ harmadik utat választott: a bővítés és hosszú távú megtartás, illetve a gyors kiszállás helyett a *vagyon megcsapolását*. A Pick korábbi tőkeemelései és konzervatív gazdálkodása nyomán ugyanis az 1990-es évek végére 11 milliárd fölé duzzadt az eredménytartalék. Egyes vélemények szerint a befektető voltaképpen erre figyelte fel, s ez lett a szegedi cég veszte (Bihari, 2012). A készpénzt az *osztalékpolitikával*, a többi vagyont *vállalatrészek eladásával* lehetett kivonni.

2001 tavaszán a társaság – a sokéves gyakorlattól eltérve – nem fizetett osztalékot. Ekkor az Arago már a legnagyobb tulajdonos volt, de még sok kisbefektetővel kellett volna osztoznia. A közgyűlés a 3,75 milliárdnyi adózott nyereség egészét eredménytartalékba helyezte a szükséges akvizíciók és fejlesztések forrásigényére hivatkozva (Koncentráltabb..., 2000). 2002 áprilisában viszont, amikor a tulajdon több mint 80 százaléka egy kézbe került, a módosított összetételű igazgatóság részvényenként 1000 forint osztalékot javasolt. Ez az 1,6 milliárdos konszolidált eredményen felül az eredménytartalékból 1,9 milliárdos pótlást igényelt (Pick Szeged..., 2002). Az Arago indoklása szerint a Picknek most nem elsősorban pénzre, hanem a költség- és kereskedelempolitika jelentős átalakítására van szüksége (Hitelkeret..., 2002).

Ennek ellenére a cég egy hónapon belül 30 millió eurónyi, 5 éves lejáratú hitelkeret-szerződést kötött a Deutsche Bank Rt. által vezetett konzorciummal (Hitelkeret..., 2002). Korábban a gyártási technológia (száznapos érlelési idő) és a vevők 30–50 napos fizetési határidői miatt viszonylag magas forgóeszközigényt az eredménytartalékból finanszírozták. Ennek apadását kellett most hitellel pótolni. Az ügyletet az Arago képviselői saját hatáskörükbe vonták, a vezérigazgató egyetértésére nem tartottak igényt.

¹⁶ Lehet, hogy a befektető eredeti elképzelései menet közben módosultak, például a cég egyben eladásának nehézségei vagy a húsipar lejtmenete következtében – de ez csak találgatás.

A kegyelemdőfést a Picknek 2003-ban az eredménytartalék újabb, több mint 13 milliárdos megcsapolása adta meg, amivel ki kellett egészíteni az 1,7 milliárdos nyereséget, hogy a fő tulajdonos által javasolt – részvényenként 4840 forintos – osztalékot ki lehessen fizetni, ami egyébként lényegesen magasabb volt a nyilvános ajánlattétel árfolyamánál. A hivatalos indoklás szerint egyrészt lezárult a Pick nagy beruházási programja, másrészt az Arago cégcsoporton belüli transzferként kezeli a kifizetést: „...amennyiben a Társaság számára kedvező akvizíciós lehetőségek mutatkoznak a jövőben, a szükséges forrásokat tőkeemelés formájában visszajuttatja a Pick Szeged Rt. részére (Pick osztalék..., 2003).

A döntésekből akkor már javarészt kiszorított vezérigazgató kérdéseire, tiltakozására a forráskivonás ellen a tulajdonosok érdemben már nem reagáltak, *Leisztinger* elérhetetlennek bizonyult, az egzekúció helyi végrehajtója az igazgatóságba ültetett megbízottja, *Kovács Tamás* volt (*Bihari*, 2012). 2003 júniusában *Bihari* közös megegyezéssel távozott. Vezetői filozófiája, a Pick sorsa iránt érzett személyes elkötelezettsége, tradicionális szakmai értékrendje az Arago törekvéseivel összeegyeztethetetlennek bizonyult.

A vagyონrészek pénzzé tétele és a források kivonása volt a legfőbb cél *több vállalatrész eladásánál* is. Az ígért terjeszkedés csak szóbeszéd vagy terv maradt, mint a Délhús vagy a Bábolnai Kombinát esetében (A Picknek Bábolnára..., 2003). Ehelyett nemcsak a vertikum veszteségesnek bizonyult részeit – elsősorban sertés-hizlalással és -tenyésztéssel foglalkozó kft.-ket – értékesítették 2001 és 2005 között, hanem a korábban megszerzett húsipari üzemeket is bezárták Makón és Cegléden, eladták a Falcotrade, a Ringa és a romániai leányvállalat tulajdonrészeit, valamint a két legnagyobb leányvállalatot, az ötmilliárdot érő Herzet és az egymilliárdos Szegedi Paprikát is (*Kelemen*, 2004, A Pick kiszállt..., 2004). Egy év után túladtak a 2003-ban megvett a Soproni Marhavágó Kft.-n és az évente tízmilliárd forintnyi közös beszerzésekre alapított Bábolna Kereskedőház 2004-ben megszerzett részesezésén (*Közös...*, 2004, *Milliárdos...*, 2005). Fokozatosan leállt a vágási tevékenység, a vállalat csoportos elbocsátást jelentett be (*Létszámleépítés...*, 2004).

Az ezredforduló után az egész hazai húsiparnak gondot okozott a világpiacon növekvő túlkínálat, az exporttámogatások visszaesése, az erős forint (Már üzemi..., 2002). A Pick zuhanása azonban meredekebb volt az ágazati átlagnál. (Lásd az *1.* és *2. ábrát.*) Az Arago regnálása idején a 78 milliárdos árbevétel a 2001-es csúcstról 2004-ig közel ötven százalékkal csökkent, a majdnem ötezres létszám megfelelődkött, a 31 milliárd feletti saját tőke a negyedére zsugorodott. A korábbi többmilliárdos profit először enyhe, majd 2004-ben több mint hatmilliárdos veszteségbe

fordult. (Lásd az *1. táblázatot*.) Az éves vállalati beszámolók szerint a 2000-ben még félmilliárdnál kisebb hitelállomány a következő három évben 16 milliárdra nőtt.¹⁷ A tízmilliárdos nagyságrendű eredménytartalék az osztalékfizetések miatt 2002-re lenullázódott.

A nagytulajdonos viszont több milliárddal gazdagabb lett. A Pick megszerzése mintegy 20 milliárd forintjába került, de ezt osztalékként ki is vonta a cégből. A tiszta nyereség a vállalatrészek és végül az egész cég eladásából származó bevétel lehetett – ezek nagyságáról nem találtunk információt.¹⁸ Azt lehet tudni, hogy az Arago adózott eredménye 2000 és 2002 között 1,1 milliárdról 17,5 milliárdra, saját tőkéje 12-ről 33 milliárdra nőtt (Arago..., 2003), bár nyilván nemcsak a Pick-tranzakciók következtében.

2003-ban a befektető elérkezettnek látta az időt, hogy túladjon a maradék, hitelekkel terhelt vagynon is. Tavasszal a Pick bejelentette, hogy stratégiai partnert keres piaci pozícióinak erősítése érdekében, az uniós csatlakozásra tekintettel is. Sajtóhírek szerint az Arago tárgyalat többek között a dán Danish Crownnal és az amerikai Smithfield Foodsszal a szegedi vállalat értékesítéséről, majd a Bábolna Rt. jelentkezett: államilag garantált MFB-hitelből megvenné a céget, hogy az később a több ezer beszállító tulajdonába menjen át (Kelemen, 2004). Ezek az ügyletek – az utóbbi a veszteséges kombinát által igényelt állami támogatás hiányában – nem valósultak meg, de 2004 augusztusában az Arago eladta az R-KO-N Kft.-nek a Pick 25,75 százaléknyi részét. Bár ez a tulajdonlás nem bizonyult tartósnak, a szegedi vállalat történetében új fejezet kezdődött.

Az új „szakmai” tulajdonos

Az öt nagyobb húsipari cégből álló, a piac második legnagyobb szereplőjének számító R-KO-N-t az Arago pénzügyi befektetőnek tekintette, mert az nem kívánt beleszólni a szegedi társaság irányításába (Pénzügyi..., 2004). Profilja alapján azonban valódi szakmai befektető lehetett volna. Főtulajdonosa, *Román Gyula* szerette is volna növelni tulajdonhányadát a Pickben (Kelemen, 2004), de feltehetően kellő tőkeerő hiányában ezt nem tudta megtenni, és 2005 elején az Arago visszavásárolta tőle a pakettet (Csányi..., 2005).

¹⁷ Ez azonban 2004-ben a felére esett: a tulajdonos szerint a cég részeinek eladásából befolyt pénz egy részét törlesztésre fordították (Kelemen, 2005).

¹⁸ A nagy leányvállalatok értékesítése előtt még 18-20 milliárdot kértek a cégért. Az Arago [2005] szerint az ügylet során „pénzügyi veszteséget szenvedtek el” – de a kivont vagyon nagyságáról nem tesznek említést.

Az ekkor már egyértelműen pénzügyi befektetőként fellépő és új célpontok – elsősorban a 18 milliárdos tőkájú Forrás Rt. felé tájékozódó főtulajdonos megtalálta a komoly vevőt: a Délhús Zrt.-nek adta el a Pick 31,2 százalékos részesedését. A korábban akvizíciós célpontként is szereplő társaság néhány hónappal korábban *Csányi Sándor* közvetett érdekeltségi körébe került, és az agrárportfólióját építő OTP-vezér a húsparban is tovább akart terjeszkedni. A Pickben két – vele szoros személyes kapcsolatban álló – magánszemély vásárlásának átmeneti közbeiktatásával lett majdnem kizárólagos tulajdonos,¹⁹ amit megerősít a 2005 végére kialakult szerkezetben is egy kiterjedt céghálózat révén. *Csányi* befektető cégének, a Bonitas 2002-nek a többségi tulajdonában voltak azok a külföldön bejegyzett vállalkozások, amelyek 99 százaléknál magasabb aránnyal a szegedi társaság, illetve a húspari cégcsoport közvetlen részvényesei voltak.²⁰ A Picket ennek alapján külföldi társasági tulajdonba sorolták 2012-ig, amikor a Bonitas 2002 által alapított hazai társaság, a Bonafarm Zrt. vette át a részvényeket.²¹

Az új, formálisan külföldi tulajdonos egyértelműen szakmai befektetőként lépett fel. A szegedi vállalatban azonnal, 2005 elején átvette a hatalmat a Délhús vezérigazgatójának első emberré kinevezésével,²² és több igazgatósági tagot lecserélt. Már ebben az évben újra kezdték az Arago által leállított sertésvágást, majd ide összpontosították a Délhús vágókapacitását is (Stop..., 2005). 2006-ban a Délhús leányvállalataival együtt beolvadt a Pickbe, vagyis a közös tulajdonos végrehajtotta azt, ami a Picknek korábban a tőkepiacon nem sikerült elérni. Az árbevétel és a nyereség ennek hatására megugrott, igaz, az új szerzemény 13,5 milliárdos hitelállományát is át kellett venni (Pick Szeged..., 2007). A húságazatban 30 százalékos piaci részesedést eredményező fúziót a pozíciók javításával és pénzügyi-elszámolási racionalizálással indokolták: a két cég ekkor már évente 20 milliárd forintot számlázott egymásnak (*Csányi...*, 2006).²³

¹⁹ Ez az ügylet sem ment konfliktusok nélkül. A PSzÁF a két magánbefektetőt, valamint a Délhúst és az Aragót is megbüntette egyenként 50, illetve 30 millió forinttal az összehangolt magatartásért, a tőkepiaci szabályok megszegéséért (Tízmilliókat..., 2005, *Csabai*, 2006). A kerülőút valószínűleg a versenyhivatali fúziókontroll elhárítására szolgált (*Kelemen*, 2005).

²⁰ Az éves beszámolók szerint ez a Hollandiában, majd 2007-től Cipruson bejegyzett Agro Food Holding BV, 2008-tól a szingapúri CSIM Pte. Ltd.

²¹ A Bonafarm csoport Magyarország egyik legnagyobb élelmiszer-gazdasági konglomerátuma, árbevétele 2011-ben meghaladta a 130 milliárd forintot (*Ditróy*, 2012). A Bonafarm Zrt. ennek a csoportnak a központi, menedzsment cége.

²² *Kovács László* alig egy éve hagyta el ezt a széket, mert nem értett egyet az Aragóval a baromfi üzletág felé tervezett nyitással (Vezetőváltás..., 2004).

²³ Ehhez az összeolvadáshoz már nem volt szükség a GVH jóváhagyására, mert a két társaság addig is egy tulajdonosi csoporthoz tartozott.

Az első lépésekkel kijelölt fő irány, a *koncentráció erősítése és a vertikális integráció kiterjesztése* az új gazda alapvető üzleti stratégiája volt, ami az élelmiszer-gazdaság, ezen belül a húsipar krónikus gondjaiból is következett. Az ágazat szereplői, mint korábban, most is egybehangzóan panaszkodtak az uniós csatlakozás által felerősített verseny, a beszerzési-értékesítési láncok bomlása, az alapanyag szűkössége és drágulása, ezen kívül az energia-, a szállítási és a bérköltségek növekedése, a nagy kereskedelmi láncok kemény alkuereje és a feketepiac miatt, amihez néhányan hozzátették, hogy a korábban rosszul elosztott állami támogatások gyengítették az alkalmazkodóképességet. Ráadásul a belföldi kereslet már 2006-tól elindult csökkenése tovább korlátozta az áremeléseket.²⁴

A 2008-ban eszkalálódó világgazdasági válság csak súlyosbította a helyzetet, tetézve a hitelhez jutás nehézségeivel (Mentőv..., 2009). 2009 elején a Pick is rákényszerült a négynapos munkahét bevezetésére, de a szükségállapot csak néhány hónapig tartott (A kisebb..., 2009). A nagyvállalatnak ugyanis jól jött, hogy a hazai versenytársak nehézségekkel küzdöttek, így a szegedi cég növelni tudta belföldi eladásait (Csányi: a húsipar..., 2009), és az exportpiacokon – főként Japánban, az USA-ban és Oroszországban – is terjeszkedett.

A kisebb feldolgozók gyengélkedése nemcsak a termékpiacon, hanem a tőkepiaci lehetőségeket is tágította. Szakemberek szerint az ágazatban a 2000-es évek végén legalább harminc-negyven százalékos volt a kapacitásfelesleg (*Kincsei*, 2009), többen a csőd szélére kerültek.²⁵ 2009-ben a Bonafarm csoport felszámolásból megvette – a Pick szemszögéből visszavásárolta – a 3,5 milliárdért meghirdetett, veszteséges, a hitelező bankok által a válság miatt még inkább szorongatott Herz szalámigyártat (Csányi portfóliójában..., 2009), és a cég bekebelezése után Szegeden állította elő a patinás versenytárs márkatermékeit. Sajtóhírek szerint szemet vetettek a Gyulai Húskombinátra (vagy legalábbis ellenezték a versenytárs állami megmentését) és a Sága Foodsra, valamint a Coop üzletláncra is (Ezért..., 2012, Csányi..., 2012, *Braunmüller*, 2011), de az utóbbi akciókra nem került sor. Az erős versennyel küzdő kiskereskedelembe lépés helyett a Bonafarm hosszú távú szállítási megállapodást igyekszik tető alá hozni a nagy láncokkal (Csányiék..., 2012). Az egzotikusabb tervek közé tartozott 15 ezer hektár megművelése Zambiában, amit a tender megnye-

²⁴ A sertésállomány az 1990-es évek elejének 8 milliójáról húsz év alatt 3 millióra, csak 2007 és 2012 között 30 százalékkal zuhant (*M. László–Szabó M.*, 2012, Segélykiáltás..., 2012). Az egy főre jutó húsfogyasztás a 2005–2010-es időszakban több mint tíz százalékkal csökkent, ezen belül a sertéshúseladás is esett. Az ágazat gondjairól lásd például: Csányi megegyezett... [2006], *Kincsei* [2009], *Gyűkeri* [2010], *Braunmüller* [2011], Segélykiáltás... [2012].

²⁵ Többek között a gyulai, a pápai, a kaposvári és a kapuvári húszüzem.

rése után az afrikai ország elnökválasztása akadályozott meg – de a határon túli terjeszkedés, földvásárlás napirenden maradt (*Ditróy*, 2012).

A földek és értékesítési csatornák vásárlásának tervei kapcsolódnak a vállalatcsoport alapfilozófiájának másik ágához, a *vertikális integrációhoz*. A Bonafarm a növénytermeléstől a takarmányfeldolgozáson és az állattenyésztésen át a feldolgozásig minden területet átfog. A Pick alapanyagának egyre nagyobb részét a cégcsoporton belül állítják elő: a két volt állami gazdaság – Bóly és Dalmand –, valamint a sertésenyésztő Fiorács Kft. által előállított hízókat dolgozzák fel. Az integráció belső szervezeti-irányításai központosítást is jelentett. 2010 elején a Bonafarm Zrt. a tagvállalatok formális önállóságát megtartva centralizálta a beszerzést, a marketinget, a logisztikát, a humánerőforrás-gazdálkodást, az informatikát. A csoport középtávú célja, hogy régiós szinten is meghatározó piaci szereplővé váljon (*Kelemen*, 2010). Ezt a Pick már az előző két tulajdonos időszakában is szeretne volna elérni.

Egy ilyen integrált csoporton belül megjelenhet a keresztfinanszírozás, a jövedelmeket a szegedi cég számára kedvezőtlen módon is át lehet rendezni – amit a Pick régi vezérigazgatója, *Bihari Vilmos* [2012] veszélyesnek látott. Az elmúlt években azt láttuk, hogy a húsipari csődhullám a szegedi céget nem fenyegette, és a hitelszűke idején sem voltak komoly finanszírozási nehézségei (*A kisebb...*, 2009). A mérlegadatok szerint a Pick elég jól átvészelt a válság első éveit: árbevétele nem csökkent számottevően, hitelállománya a 2006-os 28 milliárdról folyamatosan esett, eredménytartaléka ismét több milliárdra ugrott. Ezzel szemben saját tőkéje 25 százalékot veszített a válság előtti év értékéből, és 2011–2012-ben megint milliárdos nagyságú veszteséget mutattak ki, a vezetők szerint azért, mert az alapanyag-ár-emelkedést nem sikerült továbbhárítani, a termelés hatékonysága a telephelyek szét-szórtsága miatt nem elég magas, és a cégnek még mindig vannak devizahitelei (*M. László–Szabó M.*, 2012). (Lásd az *1. táblázatot*.)

Elvileg nem kizárt, hogy a számok alakulásában szerepet játszott a vállalatcsoporton belüli pénzmozgás, de a Bonafarm Zrt. vezérigazgatója, *Csányi Sándor* fia szerint a jövedelemáramlás iránya a nyereséges növénytermesztéstől mutat más ágazatok felé: „...innen van keresztfinanszírozás, részben ebből álljuk a fejlesztéseket, beruházásokat” (*M. László–Szabó M.*, 2012). Az elmúlt években főként az alapvertikumokat fejlesztették, beleértve a veszteséges állattenyésztést is, mert a tisztán pénzügyi megközelítés helyett „...teljes modellben, vertikumban kell gondolkodni” (*Ditróy*, 2012). De a Pick sem maradt ki a kedvezményezettek közül. Az új főtulajdonos már 2007 őszén 4,6 milliárd forintos tőkeemelést hajtott végre a hitelállomány csökkentése érdekében, és a válság éveiben is jelentős beruházásokat hajtottak végre

a sertésvágó- és szalámigyártó-kapacitás növelésére (Csányi-tőkeemelés..., 2007, Csányi szerint..., 2010, *Gyükeri*, 2011). 2011-től a szegedi vállalat ismét banki kölcsönök nélkül gazdálkodik, csak a kapcsolt vállalkozásoknak tartozik 9,6 milliárdtal (Pick Szeged..., 2012).

2012 után a Bonafarm-csoport elsősorban az élelmiszeripar fejlesztésére koncentrált, összesen mintegy ötvenmilliárd forint beruházást tervezve (Lépésről..., 2012). Egy sertéshizlalda után nagy kapacitású vágóhidat és darabolóüzemet szándékoznak építeni Mohácson. A legnagyobb akció a Szeged határában létesítendő 30 milliárdos zöldmezős beruházás lenne, amelyben az öt gyárból hármát-négyet egyesítenének (Csányi szerint..., 2010, *Gyükeri*, 2011). A forrásokat a cégcsoportnak kell előteremtenie, amely azonban – a vezetők szerint éppen a folyamatos fejlesztések miatt – még mindig veszteséges: 2011-ben több mint négy milliárdos mínuszt mutatott ki (*M. László–Szabó M.*, 2012). A Bonafarm és a Pick mögött – sok más húsipari vállalkozástól eltérően – a Csányi-család tekintélyes magánvagyonra áll. A szakma vélekedése szerint a bankvezér „nem menekült el a veszteségek elől, ahogy *Leisztinger Tamás*” (*Kelemen*, 2010). *Csányi Sándor* azt állítja, hogy az OTP részvények eladásából 2013 nyarán szerzett tízmilliárd forintot élelmiszer-ipari nagyberuházásaira, a hitelek önrészenek fedezésére fordítja (Gigahitel..., 2013). Úgy tűnik, a Pick szemszögéből most nem tőkevívásról, hanem a válságos évek átvészelését és a tevékenység fejlesztését biztosító tulajdonosi finanszírozásról van szó.

Néhány tanulság

A Pick története világosan mutatja, hogy *az egyes tulajdonosi típusok empirikus határa elmosódottabb* az elméleti modellekben szereplőknél. Intézményi tulajdonlás esetén félrevezető lehet, ha a *hazaiakat és a külföldieket* a cégbejegyzés helye szerint különböztetjük meg. Vállalatunk a tőzsdei időszakban, 2001-ig formálisan külföldi kézben volt. Valójában – ahogy elvileg is feltételezhető és sok más cégnél is tapasztaljuk – a meghatározó részvénytulajdonosi hiánya felértékeli a menedzsment szerepét, a döntések hazai terepen, nem külső szempontok alapján születnek. Hasonlóképpen, a Pick közvetlen tulajdonosai 2005 és 2012 között külföldön bejegyzett társaságok voltak, de mivel ezek egy hazai magánbefektető befolyása alatt álltak, nem vitás, hogy valójában magyar tulajdonról van szó. Vagyis a statisztikai nyilvántartás az elterjedt hálózati szerveződés miatt is csalóka; a perdöntő a tulajdonosi jogok, a döntési hatáskörök tényleges megoszlása, ami néha csak aprólékos vizsgálattal mutatható ki.

Még nehezebb a *pénzügyi, illetve szakmai* befektető elhatárolása. A tőzsdei osztott tulajdon elvileg egyértelműen az előbbi kategóriába tartozik, ám a menedzsment érdemi befolyása éppen a „szakmai” szempontokat (a hosszú távú stabilitást és nyereséget) helyezheti előtérbe. A részvénykoncentráció elindulásakor pedig gyakran nem világos a változás iránya, ha a vevő nem homogén tevékenységű vállalat, hanem diverzifikált cégcsoport. Mint láttuk, az értékelésben maguk a résztvevők is bizonytalanok. Pénzügyi befektetőnek azt tekintik, aki nem változtat a cégvezetés összetételén, nem módosítja a korábbi vállalati stratégiát – nem törekszik többségre, illetve részesedésének nagyságától függetlenül passzív marad –, és hosszú távra tervez, nem gyors pénzkivonásra törekszik. Csakhogy a tulajdonos magatartása gyorsan megváltozhat, a deklarált és a valóságos célok nem feltétlenül esnek egybe. Az Aragót a Pick vezetői először pénzügyi befektetőnek tartották, ám éppen a „szakmai” (operatív beavatkozó, stratégiaváltó) lépések bizonyították be számukra, hogy azok valóban pénzügyi szempontokat érvényesítenek – de csak a tulajdonosok rövid távú érdekeit, amibe a vállalat tönkre is mehet. A pénzügyi befektetőnek tehát nem perdöntő ismerve az aktivitás hiánya, és a tulajdonlás típusát sokszor csak utólag, a tényleges magatartás ismeretében lehet meghatározni.

Ugyancsak utólag értékelhető a vállalat működésére gyakorolt hatás. Annyit biztosan állíthatunk, hogy *a tulajdonosi szerkezet döntő mértékben befolyásolhatja az érintett cég teljesítményét*. A Pick mérlegében szereplő mutatókon (vagy legalábbis azok változási irányán) kívül paradox módon a tevékenység általánosabb jellemzői is az osztott tulajdon és a szakmai befektetőnek tekintett Bonafarm periódusában mutatnak hasonlóságot. Ebben a két időszakban a stratégia fő eleme a terjeszkedés volt, beleértve a vertikális integráció erősítését. A finanszírozás döntően saját forrásokra (előbb részvénykibocsátásra, a készpénztartalékok felduzzasztására, utóbb a főtulajdonos tőkeemeléseire és a csoporton belüli forrásokra) épült. Osztalékot csak visszafogottan vagy egyáltalán nem fizettek. Az egyezés alapja nem a formálisan mindkét esetre jellemző külföldi tulajdonlás – és még csak nem is a ténylegesen hazai döntéshozó pozíció –, hanem inkább a célok és eszközök szakmai jellege. (Vagyis a működési mód is a meghatározó pakett nélküli tőzsdei tulajdonlás pénzügyi karakterének korlátaira hívja fel a figyelmet: a meghatározás csak a részvényesek érdekeit jeleníti meg, nem a vállalat működésére gyakorolt hatást.) E két tulajdonosi típusétól gyökeresen eltér a formailag is hazai kézben lévő, pénzügyi befektetőnek bizonyult Arago magatartása: ígéreteik ellenére többséget szereztek, bővítés helyett eladták a vállalatcsoport részeit, nem hoztak új tőkét, hanem az éves eredményeket messze

meghaladó osztalékot vettek ki, ezzel elapasztották a tartalékokat és a vagyont, sőt a saját tőkénél lényegesen magasabb hitelállománnyal terhelték meg a céget.

Ezeket a tapasztalatokat megalapozatlan lenne általánosítani. Nem mondhatjuk, hogy minden pénzügyi befektető árt a vállalatnak, ha többségbe kerül, és nem minden szakmai tulajdonos erősíti a működést. A Pick sorsa is alakulhatott volna másként. Az Arago kezdeti nyilatkozatainak megfelelően berendezkedhetett volna hosszú távra, bővíthette, erősíthette volna új szerzeményét – mint néhány más befektetésénél – a folyamatosan magas profit és a vagyongyarapítás reményében. A Bonafarm mint szakmai tulajdonos viszont – ahogy a régi szegedi vezetők tartottak tőle – átszivattyúzhatta volna a Pick forrásait, átirányíthatta volna tevékenységét a cégcsoport más egységeihez, akár a telephely teljes felszámolásáig, mint erre a Délhús sorsa és a Pick–Herz-kapcsolat második menete példát is mutatott.

Itt és most nem így történt. Esettanulmányunk azonban talán meggyőzően illusztrálja azt az állítást, hogy a tulajdonosváltás, köztük a hazai tulajdon térnyerése nem feltétlenül válik hasznára sem az érintett cégnek, sem a gazdaság egészének – sokszor csak a nyeregbe került csoportokat gazdagítja.

Hivatkozások

- A kisebb [2009]: A kisebb húsfeldolgozók csödbe mennek. *Index*, május 25. Letölthető: http://index.hu/gazdasag/magyar/2009/05/25/a_kisebb_husfeldolgozok_csodbe_mennek/
- A Pick kiszállt [2004]: A Pick kiszállt a Herzből és a Szegedi Paprikából. *HVG*, december 3.
- A Picknek Bábólnára [2003]: A Picknek Bábólnára fáj a foga. Augusztus 15.
Letölthető: <http://hvg.hu/gazdasag/0000000004CFE65>
- Alaptőkét [2001]: Alaptőkét csökkent és részvényt cserél a Pick. November 16. Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/alaptoket_csokkent_es_reszvenyt_cserel_a_pick_korr.15805.html
- Arago [2003]: Arago: Családon belül marad. Április 14.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/arago_csaladon_belul_marad.29230.html
- Arago [2005]: Arago cégtörténet.
Letölthető: <http://www.aragort.hu/nyomtatobarat/hu/cegtortenet>
- Bihari Vilmos [2012]: Személyes interjú Bihari Vilmossal. Augusztus 29. és november 22.
- Braunmüller Lajos [2011]: „Nehezebb lesz a vártnál?”. Szeptember 2.
Letölthető <http://www.vg.hu/vallalatok/ipar/nehezebb-lesz-a-vartnal-356978>
- Credit Suisse First Boston – CSFB [1997]: Offering Circular. Credit Suisse First Boston, London.
- Csabai Károly [2004]: Újabb forintárfolyam-ingadozás. *HVG*, február 14.
- Csabai Károly [2006]: Szeletet vett... *HVG*, május 3.
- Csányi [2005] Csányi érdekltségébe került a Pick Rt. egy része. Március 17.
Letölthető: <http://www.vg.hu/gazdasag/csanyi-erdekeltsegebe-kerult-a-pick-rt-egy-resze-81443>
- Csányi [2006] Csányi megegyezett a bérekről, nem dől össze a húsipar. Április 14.
Letölthető: <http://index.hu/gazdasag/magyar/hus8541/>
- Csányi tőkekoncentrációja [2006]: *HVG*, augusztus 9.

- Csányi [2007]: Csányi tökeemelése a Pickben. Október 17.
Letölthető: http://archivum.hvg.hu/article/200742Csanyitokeemeles_a_Pickben.aspx
- Csányi: a húsipar [2009]: Csányi: a húsipar több történelmi szereplője a túlélésért küzd. Szeptember 17.
Letölthető: http://hvg.hu/gazdasag/20090917_csanyi_pick_szeged_husipar
- Csányi portfóliójában [2009]: Csányi portfóliójában a Herz. *HVG*, november 4.
- Csányi szerint [2010]: Csányi szerint jó a Fidesz kétharmada. Április 28.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/20100428_csanyi_sandor_fidesz_ketharmados_tobbseg
- Csányi [2012a]: Csányi a Pickről és az importról. Július 2.
Letölthető: http://hvg.hu/gazdasag/20120702_Csanyi_Attila_Pick_interju
- Csányi [2012b]: Csányi fia cégfelmérésre készül. Június 8.
Letölthető: http://hvg.hu/kkv/20120608_bonafarm_sagafoods
- Csányiék [2012]: Csányiék a Tescoval és a Sparral tárgyalnak. December 13.
Letölthető: http://hvg.hu/kkv/20121213_Csanyiek_a_Tescoval_es_a_Sparral_targyalnak
- Csendben [2000]: Csendben, halkán, olcsón – beszélgetés Leisztinger Tamással. Július 20.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/csendben_halkan_olcson_beszelgetes_leisztinger_tamással_arago.5536.html
- Ditróy Gergely* [2012]: Hova terjeszkedik tovább Csányiék agrárbirodalma? November 26.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/agrar/hova_terjeszkedik_tovabb_csanyiek_agrarbirodalma.175882.html
- Drámai [2001]: Drámai események a Pick közgyűlésen. Április 25.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/dramai_esemenyek_a_Pick_kozgyulesen.10493.html
- Ezért [2012]: Ezért kapott össze Csányi és Lázár: nemsokára lép a kormány. Április 16.
Letölthető: http://hvg.hu/kkv/20120416_gyulai_huskombinat
- Flyvbjerg, Bent* [2006]: Five Misunderstandings About Case-Study Research. *Qualitative Inquiry*, Vol. 12., No. 2., április, 219–245. o.
- Fortolóczki István* [2001]: Döntenie kell az Aragónak. Szeptember 6.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/dontenie-kell-az-aragonak-9735>
- Fortolóczki István* [2002a]: Üzletpolitikai nézeteltérés. Február 7.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/uzletpolitikai-nezetelteres-14306>
- Fortolóczki István* [2002b]: Rekordosztalék a Picknél. Április 25.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/rekordosztalek-a-picknel-17766>
- Fortolóczki István* [2002c]: Az Arago ezúttal már megszavazta az ÁPV delegáltját a Pick igazgatóságába. Július 25.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/maskent-csillog-az-aranyreszveny-21379>
- Gazdasági Versenyhivatal [2012]: Versenystatisztikai adatbázis
Letölthető: http://www.gvh.hu/gvh/alpha?do=2&st=1&pg=54&m5_doc=5635&m90_act=22
- Gigahitel [2013]: Gigahitel miatt dobta el részvényeit Csányi. Július 24. Letölthető: <http://privatbankar.hu/reszveny/gigahitel-miatt-dobta-el-reszvenyeit-csanyi-259854>
- Gyükeri Mercédesz* [2010]: Távol a húsipari fellendülés. Január 27.
Letölthető: <http://www.vg.hu/vallalatok/mezogazdasag/tavol-a-husipari-fellendules-303892>
- Gyükeri Mercédesz* [2011]: Akár el is költözik a Pick. Április 14.
Letölthető: <http://www.vg.hu/velemeny/interju/akar-el-is-koltozik-a-pick-346111>
- Halaska Gábor* [2005]: Csendesebb vizeken. *Figyelő*, szeptember 5–21., 42–43. o.
- Hazafi László* [2004]: Csak többségi termelői tulajdonú szerveződés kaphat kormánytámogatást. Augusztus 16.
Letölthető: <http://www.vg.hu/vallalatok/babolna-lemondhat-a-pickrol-62562>
- Hazafi László* [2005a]: Hatalomátvétel a Picknél. Április 12.
Letölthető: <http://www.vg.hu/vallalatok/hatalomatvetel-a-picknel-83715>

- Haza*fi László [2005b]: Újabb Pick-rész a Délhúsnak. Július 21.
Letölthető: <http://www.vg.hu/vallalatok/ujabb-pick-resz-a-delhusnak-93338>
- Hitelkeret [2002]: Hitelkeret a Picknek. Május 31.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/hitelkeret-a-picknek-19242>
- Itthon [2001]: Itthon csak finoman vásárolhat a Pick. Január 19.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/tizmilliard-folott-kolthetnek-3200>
- jakysz* [2003]: VIII. Pick-történet: rendszerváltó szálemi-taktika
Letölthető: <http://gondola.hu/cikkek/21893>
- Kelemen Zoltán* [2004]: Újradarabolás. *HVG*, szeptember 4.
- Kelemen Zoltán* [2005]: Nyelésben. Forrongás a húsiparban. *HVG*, március 23.
- Kelemen Zoltán* [2010]: Csányi-cégek egy zászló alatt. *HVG*, március 4.
- Kincsei Éva* [2009]: A magyar élelmiszeripar nem tanulta meg, mi a verseny. November 27.
Letölthető: http://index.hu/gazdasag/magyar/2009/11/27/a_magyar_elelmiszeripar_nem_tanulta_meg_mi_az_a_verseny/
- Koncz Andrea* [2001]: Tűzön, vízen, szalámin át. Április 26.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/tuzon-vizen-szalamint-6198>
- Koncentráltabb [2000]: Koncentráltabb lehet a Pick tulajdonosi szerkezete. Április 18.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/koncentraltabb_lehet_a_pick_tulajdonosi_szerkezete.4333.html
- Kovács László* [2012]: Személyes interjú Kovács Lászlóval október 19-én.
- Közös [2004]: Közös kereskedőházat nyit a Pick és a Bábolna. Február 10. Letölthető: <http://www.vg.hu/kozelet/tarsadalom/kozos-kereskedohazat-nyit-a-pick-es-a-babolna-48686>
- Lépésről [2012]: Lépésről lépésre terjeszkedik a Bonafarm. Október 12. Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/agrar/lepesrol_lepesre_terjeszkedik_a_bonafarm.174198.html
- Létszámleépítés [2004]: Létszámleépítés a Pick Szeged Rt.-nél. Szeptember 8.
Letölthető: <http://hvg.hu/karrier/000000000059B4C5>
- M. László Ferenc – Szabó M. István* [2012]: A hisztéria nemzetgazdaságilag indokolt – Csányi a Pickről és az imporról.
Letölthető: http://hvg.hu/gazdasag/20120702_Csanyi_Attila_Pick_interju
- Már [2000]: Már 32,98%-nál jár az Arago. Július 12.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/mar_3298-nal_jar_az_arago_2.5386.html
- Már üzemi [2002]: Már üzemi szinten is veszteséges a Pick! Május 15.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/mar_uzemi_szinten_is_veszteseges_a_pick.20742.html
- Megjelent [2000]: Megjelent az Arago Szegeden is. Július 11.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/megjelent_az_arago_szegeden_is_3.5364.html
- Mentőöv [2009]: Mentőöv az élelmiszer-ipari vállalatoknak. Május 11. Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/kkv/mentoov_az_elelmiszeripari_vallalatoknak.114832.html
- Mihályi Péter* [2010]: A magyar privatizáció enciklopédiája. Pannon Egyetemi Könyvkiadó, MTA Közgazdaságtudományi Intézet.
- Milliárdos [2005]: Milliárdos veszteség a Pick Szeged Rt.-nél. Augusztus 15.
Letölthető: http://www.vg.hu/kereses?keres=pick&kereses_tipus=2&p=8
- Nagyot [2012]: Nagyot zakózott Csányi a Pickkel. Június 7.
Letölthető: http://hvg.hu/gazdasag/20120607_Pick_csanyi_nevativ_eredmeny
- Nomura [2000]: „Aragofóbia”. A Nomura Groups jelentése a Pick Szeged Rt.-ről. Augusztus 2.
- Pénzügyi [2004]: Pénzügyi befektetés a Pick-vétel. Augusztus 27.
Letölthető: <http://www.vg.hu/penzugy/penzugyi-befektetes-a-pick-vetel-63452>
- Pick [2001]: Pick akvizíció és tőkeemelés. Január 17.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_akvizicio_es_tokeemeles.8421.html

- Pick [2012a]: A Pick sztori.
Letölthető: <http://pick.hu/phu/index.php?action=a-pick-sztori>
- Pick [2002b]: Pick ajánlati ár: 5265 Ft. Szeptember 11.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_ajanlati_ar_5265_ft.23771.html
- Pick közgyűlés [2000a]: Pick közgyűlés. Július 12.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_kozgyules.5439.html
- Pick közgyűlés [2000b]: Pick közgyűlés – elfogadva a tőkeemelés. Július 14.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_kozgyules_elfogadva_a_tokeemeles_2.5440.html
- Pick közgyűlés [2001]: Pick közgyűlés – taktikázik az Arago. December 17. Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_kozgyules_taktikazik_az_arago.16662.html
- Pick management [2000]: Pick management az Arago-ról. Július 18.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_management_az_arago-rol.5474.html
- Pick osztalék [2003]: Pick osztalék: 15,8 mrd Ft!!! Április 7.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/pick_osztalek_158_mrd_ft_2.29077.html
- Pick Szeged [2001–2012]: konszolidált éves beszámolók.
Letölthető: <http://e-beszamolo.kim.gov.hu/kereses-Default.aspx>
- PSzÁF [2001]: III-28/2001. számú határozat az Arago Befektetési Holding Rt. Pick részvényekre tett nyilvános vételi ajánlatával összefüggésben indított felügyeleti eljárás megszüntetéséről.
Letölthető: http://www.pszaf.hu/akadalymentes/bal_menu/hatarozatok/tokepiaci_hatarozatok/III-28k_700.html
- Segélykiáltás [2012]: Segélykiáltás: a húsipar is a kormánytól vár segítséget. Szeptember 6.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/agrar/segelykialtas_a_husipar_is_a_kormanytol_var_segitseget.172445.html
- Soós Károly Attila [2009]: Rendszerváltás és privatizáció. Elsődleges és másodlagos privatizáció Közép-Európában és a volt Szovjetunióban. Corvina Kiadó.
- Stark, D. [1992]: Path-Dependence and Privatization Strategies in East Central Europe. *East European Politics and Societies*, Vol. 6., No. 1., 17–51. o.
- Stop [2005]: Stop a sertésvágásnak. Szeptember 14. Letölthető: <http://www.vg.hu/vallalatok/stop-a-sertesvagasnak-99109>
- Távozott [2001]: Távozott a Pick gazdasági igazgatója. Január 31.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/tavozott_a_pick_gazdasagi_igazgatoja.8702.html
- Tízmilliókat [2005]: Tízmilliókat fizethetnek a Pickbe beszálló tulajdonosok. Július 6.
Letölthető: <http://www.vg.hu/gazdasag/tizmilliokat-fizethetnek-a-pickbe-beszallo-tulajdonosok-91959>
- Újra [2009]: Újra betört az amerikai piacra a magyar téliszalámi. Március 3.
Letölthető: http://www.portfolio.hu/vallalatok/ujra_betort_az_amerikai_piacra_a_magyar_teliszalami.111109.html
- Tóth József [2005]: Működési versenyképesség és hajtóerői a hazai húsiparban. *Közgazdasági Szemle*, július–augusztus, 743–762. o.
- Vedres Balázs (2000): A tulajdonosi hálózatok felbomlása. *Közgazdasági Szemle*, szeptember, 680–699. o.
- Vezetőváltás [2004]: Vezetőváltás a Délhúsnál. Március 2.
Letölthető: <http://index.hu/gazdasag/hirek/168376/>