



## Bezprecedentní změny na finančních trzích od pádu Lehman Brothers po dnešek...

Praha 27.10.2011

Přednášející: Petr Žabža



**PATRIA**DIRECT

**„Trhy dokáží být iracionální déle, než Vy dokážete být solventní“ – J.M. Keynes**

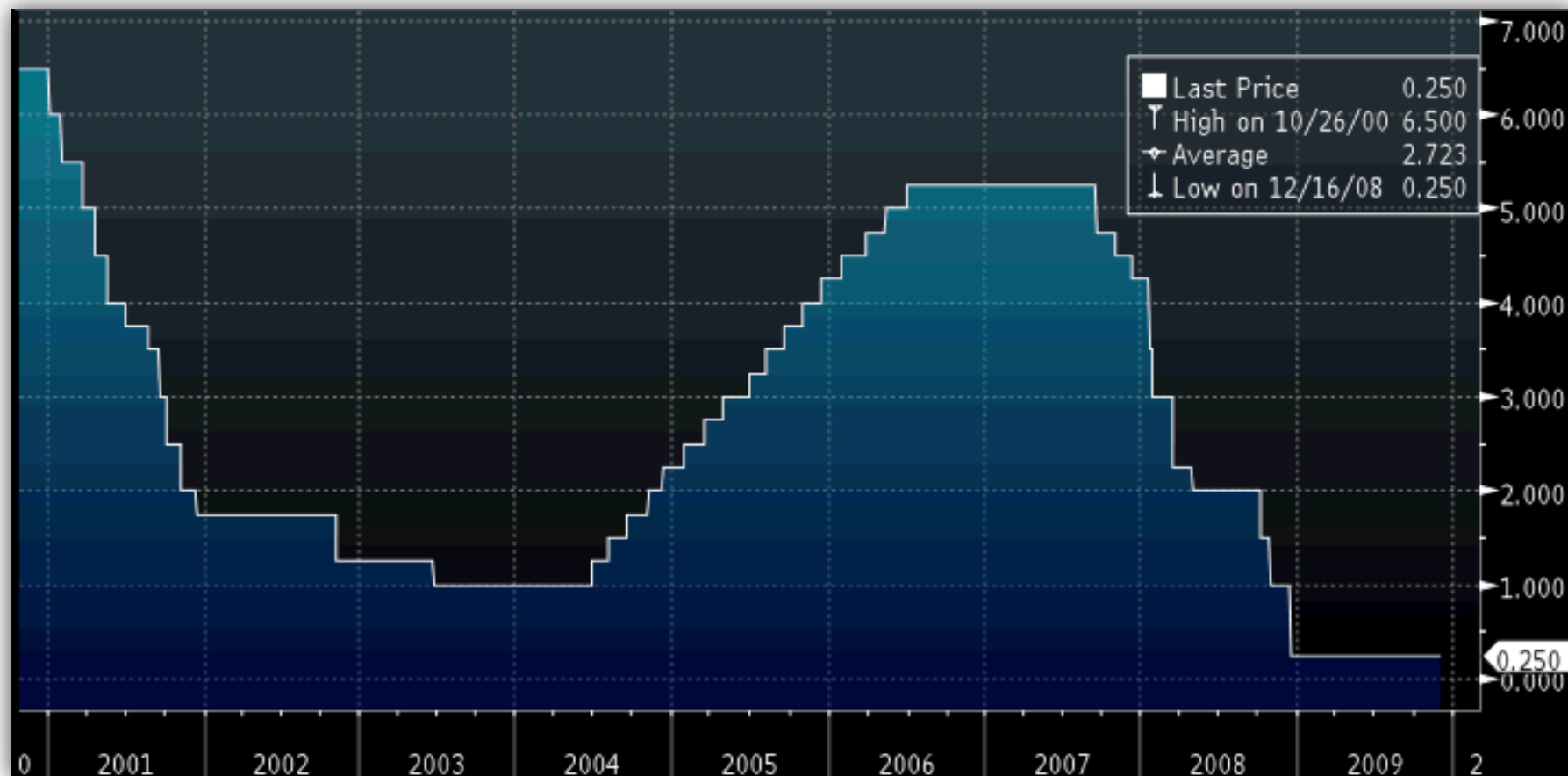


# Svatá trojice ...

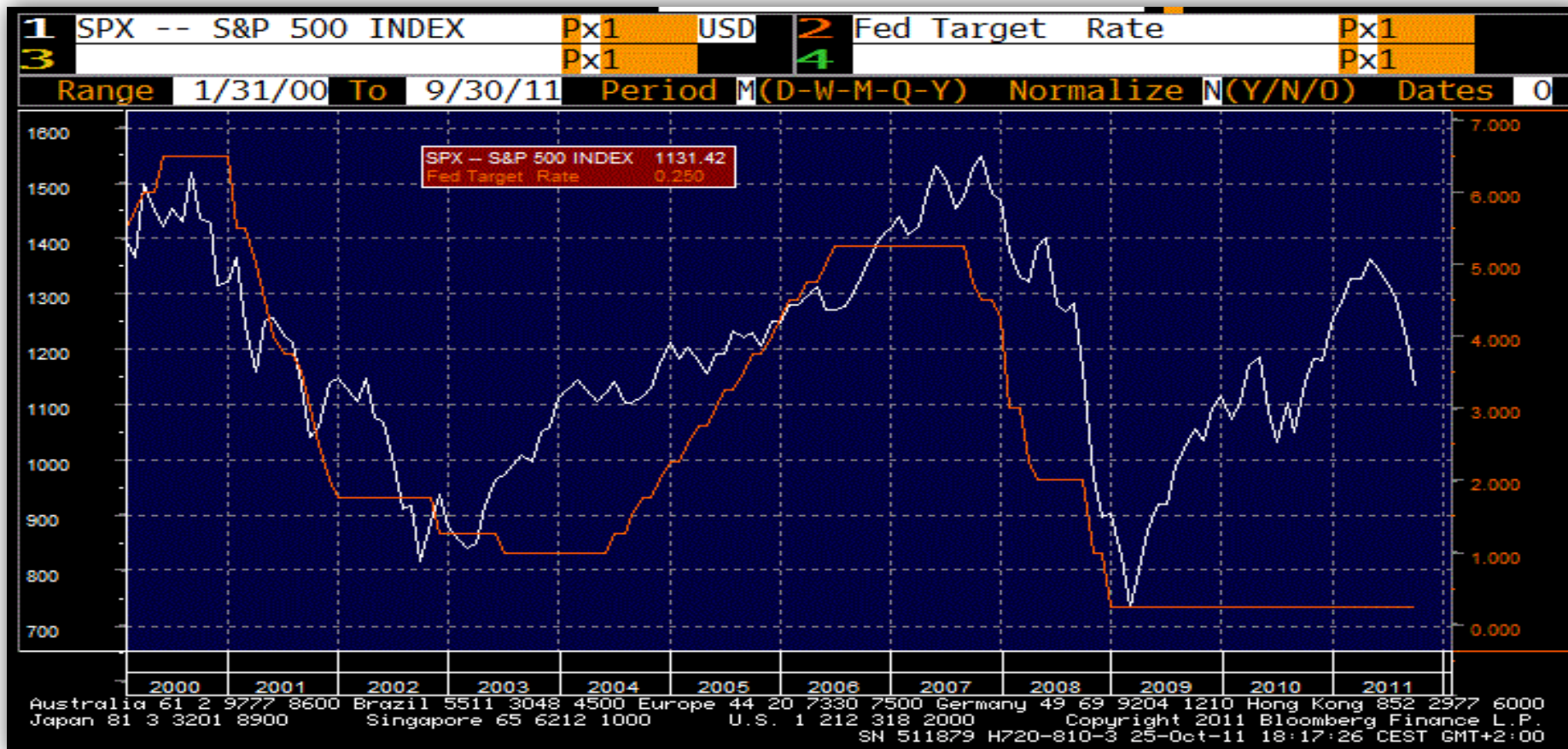
Inaugurace G. W. Bushe 20.1.2001 ... den, kdy byly položeny základy finanční krize 2006 – 2008 ...



# „Graf dne“ – „FED funds rate“ 2000-2011



# Korelace čistě náhodná?



# Co se pokazilo?

## Které premisy se ukázaly jako liché?

- ❑ **Ceny nemovitostí se nemohou dramaticky propadnout**
- ❑ **Svobodné a liberální finanční trhy**, podpořené sofistikovaným finančním inženýrstvím, dokážou nejefektivněji podporovat efektivitu a stabilitu
- ❑ Matematické koncepty lze snadno a bez větších modifikací aplikovat na chování trhů
- ❑ Ekonomické **nerovnováhy** (např. rozsáhlé obchodní schodky nebo nízké míry úspor) **jsou dlouhodobě udržitelné**
- ❑ **Silná regulace bankovního sektoru** a „stínového“ bankovníctví ve formě hedge-fondů **není nutná**
- ❑ **Morální hazard** v bankovníctví neexistuje
- ❑ „**Corporate governance**“ netřeba uplatňovat



# Finanční krize 2006 - 2008

## Příčiny a podpůrné faktory

- ❑ V letech 2002-2004 do US proudí finanční zdroje z rozvíjejících se ekonomik + ze zemí se surovinovou základnou (ropa) = **levný kapitál hledá výnosné investiční příležitosti !!!**
- ❑ Primárním spouštěčem krize bylo **splasknutí „nemovitostní bubliny“ ve Spojených státech**. Její vrchol je vymezen roky 2005-2006
- ❑ Následně dochází k raketovému **růstu míry delikvencí na „subprime“ a „ARM-adjustable rate mortgage“ hypotékách**
- ❑ **Růst úrokových sazeb v letech 2006-2007** + pokles ceny nemovitostí zhoršuje prostředí pro refinancování
- ❑ **Inovativní finanční inženýrství** přináší další cesty, jak mohou investoři participovat na tržích nemovitostí v USA (CDO/MBS). Současně se jim daří **skrývat skutečnou expozici** na daný trh!
- ❑ ***!!! Finanční krize let 2006-2008 byla a) odvratitelná, b) předpověditelná, c) mohla mít o mnoho menší následky***



# Finanční krize 2006 – 2008 ... viníci

## „Subprime“ nemovitostní trh

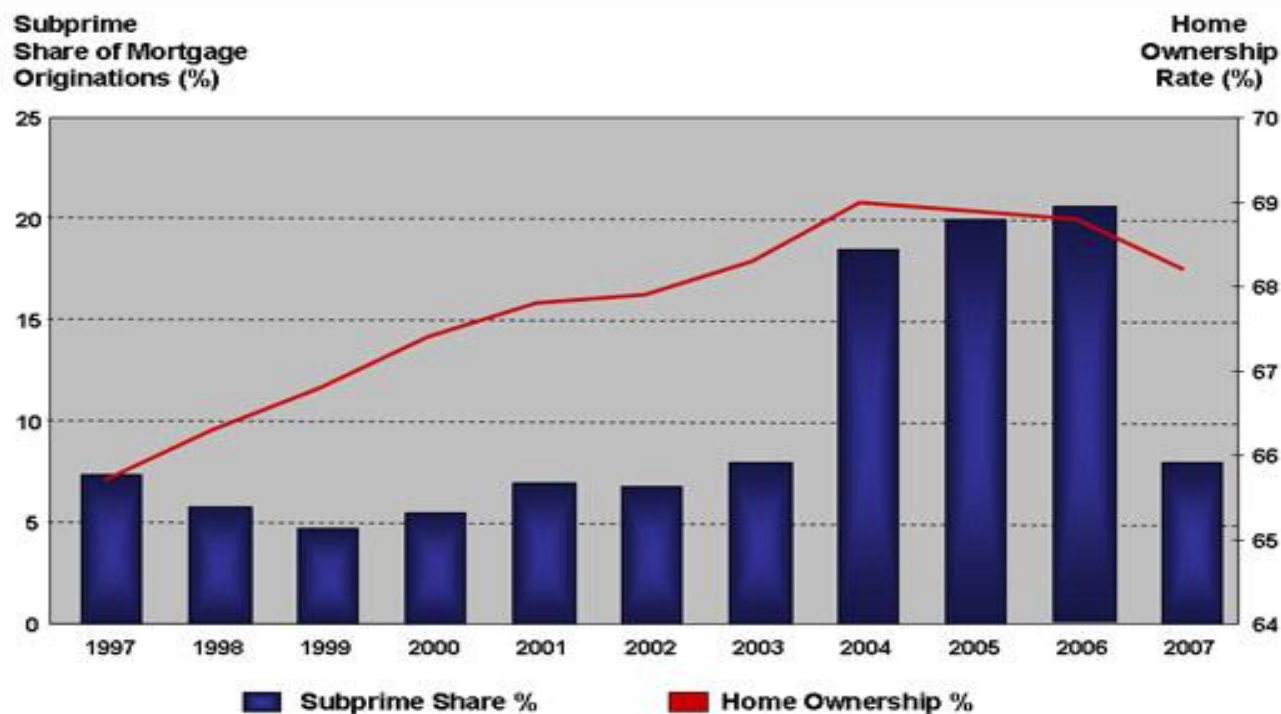
- ❑ „**Subprime hypotéka**“ – půjčka dlužníkovi se špatnou kreditní historií a omezenou kapacitou půjčky splácet
- ❑ 03/2007: hodnota „subprime“ hypoték je odhadována na **1,3 bilionu USD**
- ❑ V letech **2004-2006 dosahoval poměr „subprime“/celkový objem hypoték 18-21%** vs. méně než 10% (!!!) v letech 2001-2003
- ❑ 10/2007: **16% „subprime“ ARM hypoték je více jak 90 dní po splatnosti nebo začal proces propadnutí hypotéky (foreclosure)**
- ❑ 01/2008: míra hypotéční delikvence dosahuje 21%, v 05/2008 již 25% !!
- ❑ **2007: 1,3 mio nemovitostí propadá bankám, 2008: 2,3mio (+81% vs. 2007), 2009: 2,8mio (+21% vs. 2008)**
- ❑ **08/2008: 9,2%** všech poskytnutých hypoték bylo buďto pozadu se splácením, nebo propadlo. K **09/2009 tento poměr dosahuje 14,4%**





# „Subprime“ hypotéky vs. celkový objem hypoték

U.S. Subprime Lending Expanded Significantly 2004-2006



Sources: U.S. Census Bureau, Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008



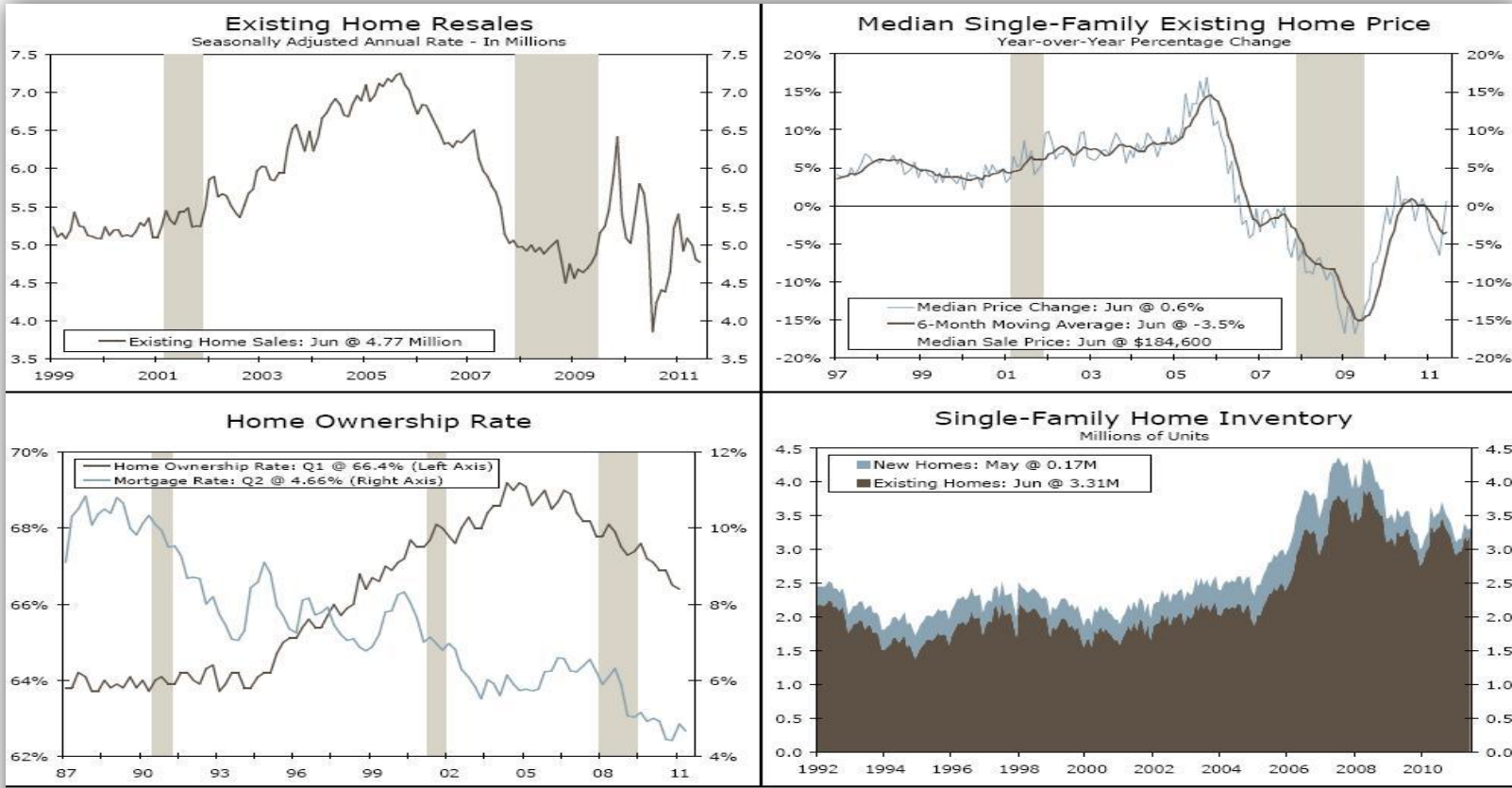
# Finanční krize 2006 – 2008 ... viníci

## Růst a pád nemovitostního trhu

- ❑ **Nízké úrokové sazby + příliv kapitálu ze zahraničí** = dluhově financovaná expanze nemovitostního sektoru
- ❑ Poměr vlastníků domů („**home ownership rate**“) dosáhl **v roce 2004 69,2%** (vs. 64%, kde byl ještě v roce 1994 a po velkou většinu 80.-90. let)
- ❑ Mezi roky 1997 – 2006 se **cena typického amerického domu zvýšila o 124%** - mnoho lidí začalo svoji nemovitost používat jako „kasičku“
- ❑ V roce 2007 byl poměr amerického nemovitostního dluhu vs. roční disponibilní příjmy na **127% (vs. 77% v 1990)**
- ❑ **Zadlužení domácností** - 1974: 705mld USD (60% DI), 2000: 7,4bln USD, 2008: 14,5bln USD (134% DI)
- ❑ **Objem extrahované hotovosti z nemovitostního trhu** - 2001: 627mld USD, 2005: 1,428bln USD



# US trh s nemovitostmi ...



Source: National Association of Realtors, Freddie Mac and Wells Fargo Securities, LLC

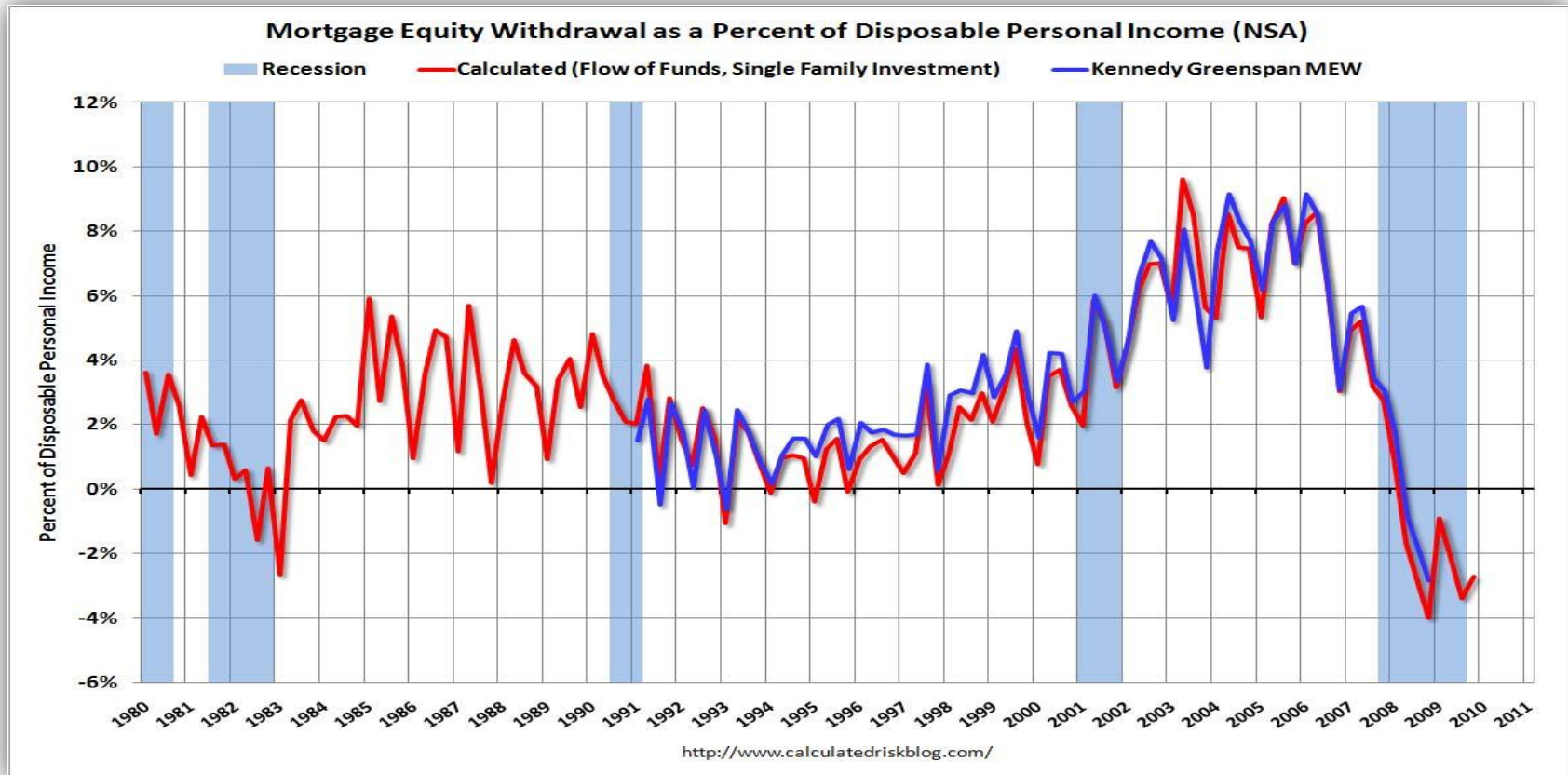


## Spekulace s nemovitostmi, riskantní hypotéky

- ❑ **2006: 22%** koupených nemovitostí bylo pouze na investici + **14%** bylo pouze jako rekreační objekty
- ❑ **Ceny nemovitostí se mezi roky 2000-2006 téměř zdvojnásobily** a výrazně tak překonaly trend minulých let (+/- zhodnocení o inflaci)
- ❑ **Objem „subprime“ hypoték** - 1994: 35mld USD, 1999: 160mld USD, 2006: 600mld USD
- ❑ 2005: **průměrná záloha** na nákup nemovitosti dosáhla u nových dlužníků pouhá **2%**, **43% z nich však často neskládalo zálohu žádnou**
- ❑ **2007: 40%** „subprime“ hypoték pocházelo z **automaticky odsouhlasených žádostí**



# Extrakce hotovosti vs disponibilní příjem...



## Sekuritizace

- ❑ **Tradiční model:** banka si ponechává kreditní riziko dlužníka
- ❑ **„Inovovaný model“:** banka formou **sekuritizace prodává kreditní riziko dlužníka investorům do instrumentů typu CDO/MBS** (i.e. banka už nemusí držet závazek až do splatnosti)
- ❑ **Morální hazard:** podporuje se objem poskytnutých hypoték, nikoliv striktní kontrola jejich kvality
- ❑ **Objem sekuritizace se od poloviny 90. let znásobuje:** o 300% mezi roky 1996-2007 na 7,3bln USD
- ❑ Poměr sekuritizovaných „subprime“ hypoték **roste z 54% v roce 2001 na 75% v roce 2006**
- ❑ **03-04/2007** – sekuritizace se začíná zadrhávat, 01/2009 – je konec...



# Harry Potter finančního inženýrství...RMBS a CDO

## THE THEORY OF HOW THE FINANCIAL SYSTEM CREATED AAA-RATED ASSETS OUT OF SUBPRIME MORTGAGES

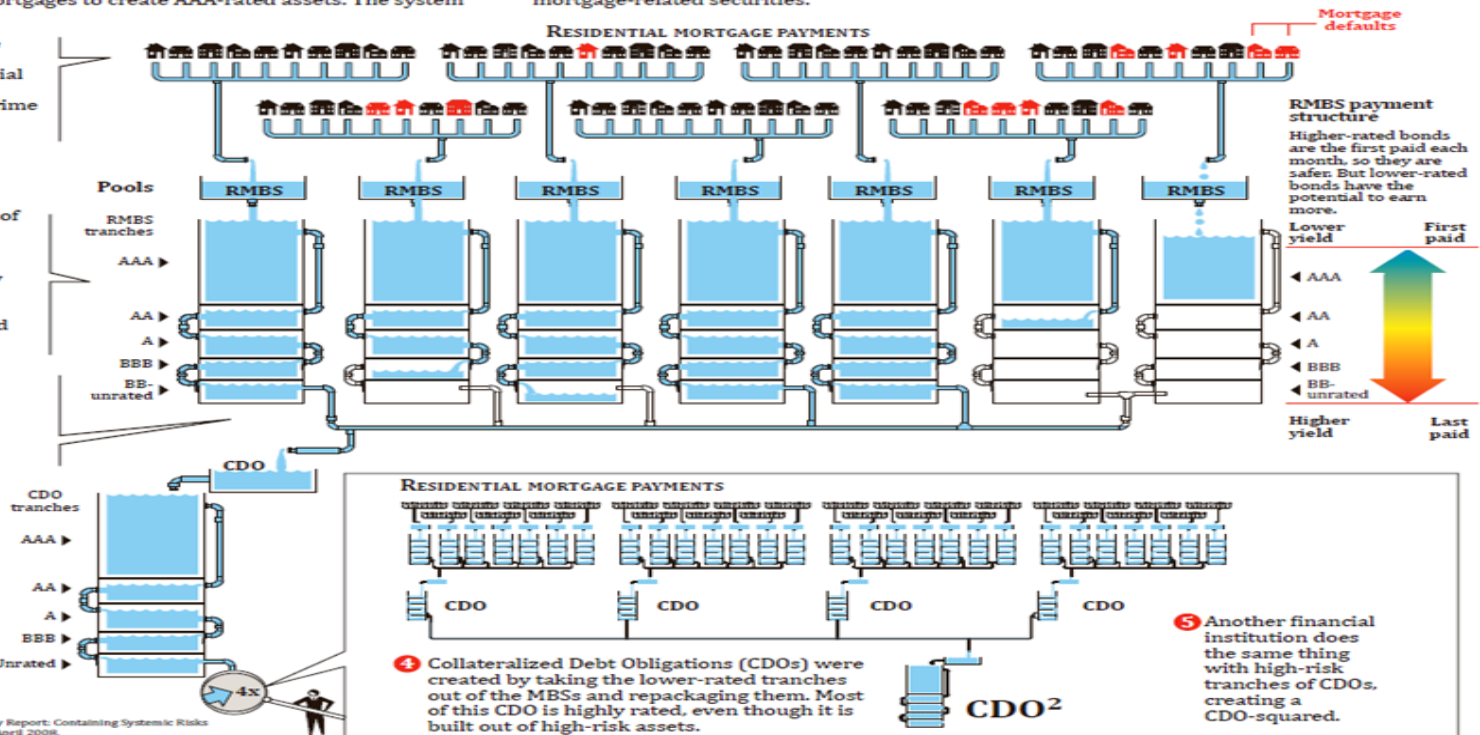
In the financial system, AAA-rated assets are the most valuable because they are the safest for investors and the easiest to sell. Financial institutions packaged and re-packaged securities built on high-risk subprime mortgages to create AAA-rated assets. The system

worked as long as mortgages all over the country and of all different characteristics didn't default all at once. When homeowners all over the country defaulted, there was not enough money to pay off all the mortgage-related securities.

**1** People all over the country take out mortgages. Financial institutions group hundreds of subprime mortgages into Mortgage Backed Securities (MBSs).

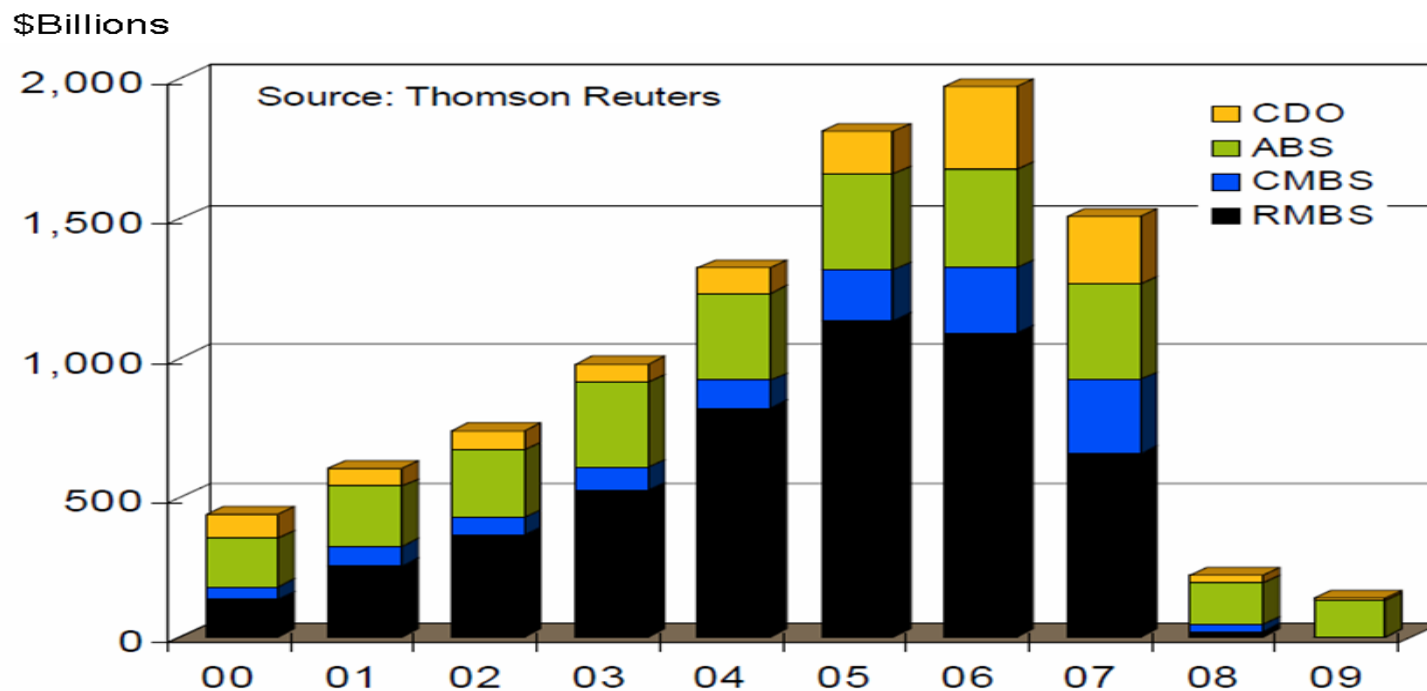
**2** The securities are grouped into tranches of risk and earnings potential for bond holders. When everybody can pay their mortgage in full each month, each group of bond holders gets paid.

**3** The mortgage payments are collected by a financial institution and payments distributed to bond holders. Higher rated tranches are paid first. When monthly mortgage payments are not made, payments may not reach holders of lower-rated tranches.



# Sekuritizace...přišla a odešla...

Securitization Market Activity





## Ratingové agentury, vládní politika

- ❑ **Ratingové agentury:** konflikt zájmů?
- ❑ RA jsou **placené těmi samými emitenty**, jejichž produkty hodnotí
- ❑ **Q3/2007-Q2/2008:** RA snížily ratingy na MBS v objemu 1,9bln USD
  
- ❑ **Právo na vlastnictví domu:** snaha prezidentů Roosevelta, Reagana, Clintona, G. W. Bushe
- ❑ **1982:** Alternative Mortgage Transactions Parity Act – rozšiřuje okruh poskytovatelů hypoték nad rámec federálně povolených institucí
- ❑ **1995:** Fannie Mae/Freddie Mac dostávají daňovou podporu pro odkupy MBS, obsahující „subprime“ hypotéky
- ❑ **1996:** 42% odkoupených hypoték musí obsahovat hypotéky věřitelům s příjmem nižším, než je medián dané oblasti (navýšeno na 50% v 2000 a 52% v 2005)

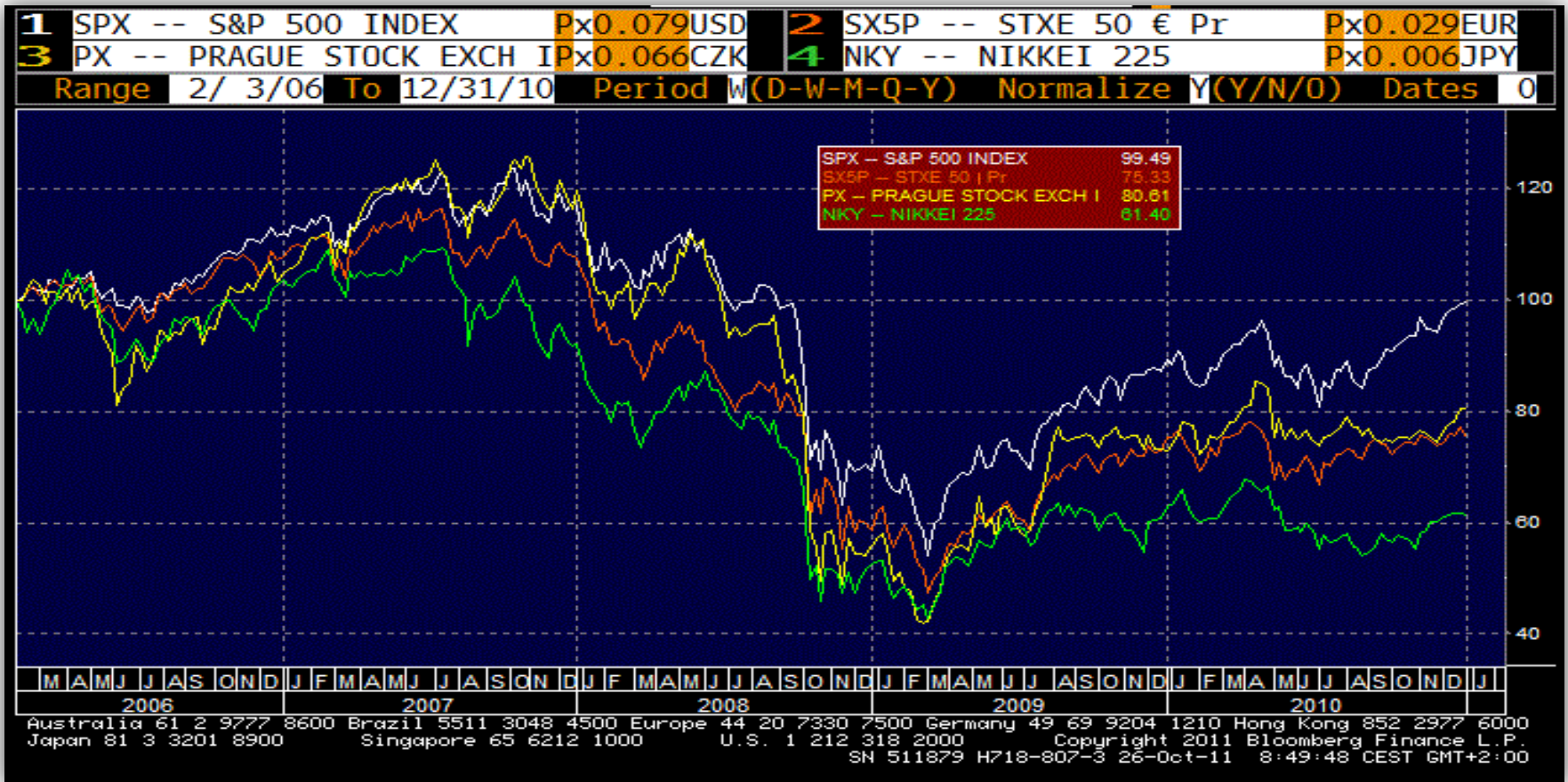


**Divíte se, že to celé muselo skončit takto?**

15. září 2008 ...



# Nebo takto ??



# Případně takto?



# Nové „trendy“ po pádu Lehman Brothers

- 1. Zánik klasického modelu investiční banky v USA,** přechod na model kvazi-komerčních bank
  1. Změny v **regulatorním prostředí** a „hon na bankéře“
  - 2. Democratizace** finančních trhů díky internetu
  - 3. Pokles významu hedge fondů**
  4. High-frequency trading a „bleskové propady“
  - 5. „Komodity do každé rodiny“**



# **Zánik klasického modelu „investiční banky“, přechod na model kvazi- komerčních bank**

# Zánik klasického modelu investičního bankovníctví

## Transformace „čistých“ investičních bank na kvazi-komerční banky

- ❑ Po pádu Lehman Brothers banky **z důvodu nutnosti čerpání záchranných fondů a díky benevolentnější legislativě** pro komerční banky opouští model „investiční banky“
  
- ❑ **Bear Stearns**: prodána J.P. Morgan **16.3.2008**
- ❑ **Lehman Brothers**: zbankrotovala k **15.9.2008**
- ❑ **Merrill Lynch**: prodána Bank of America **14.9.2008**
- ❑ **Goldman Sachs**: konvertována na bankovní holdingovou společnost k **21.9.2008**
- ❑ **Morgan Stanley**: konvertována na bankovní holdingovou společnost k **21.9.2008**
  
- ❑ **2009**: na světě operuje už pouze devět globálních bankovních domů – J.P. Morgan, Bank of America, Citigroup, Credit Suisse, UBS, Deutsche Bank, Barclays Plc, Goldman Sachs, Morgan Stanley





# Zánik klasického modelu investičního bankovníctví

## Přeskupení globální bankovní mapy

- ❑ Bývalé „investiční banky“ **ztratily výsadní postavení** na poskytování služeb investičního bankovníctví v globálním měřítku
- ❑ Konkurence ze strany **velkých národních bank**, které často disponují větším tržním podílem než globální banky: HSBC (Asie), Société Générale, BNP Paribas, CIBC, MUFG, Sumitomo Mitsui, Mizuho, Nomura, Macquarie (Austrálie)
- ❑ **Bankovní butiky**: M&A, finanční restrukturalizace, správa aktiv, obchodování na vlastní účet
- ❑ **Pokles významu** klasických „privátních“ bank jako diskretních správců majetku poté, co národní státy zahájily ofenzívu proti daňovým a finančním rájům
- ❑ **Pokles významu obchodů na vlastní účet bank** – ty se naopak snaží tento typ aktivity vyvést mimo bilanci banky
- ❑ Snížení provozní páky, pokles příjmů z obchodování a emisních aktivit, zploštění výnosové křivky a nižší potenciál výnosů....**bankovnímu sektoru bude nějakou dobu bídě...**



# Změny v regulatorním prostředí v reakci na finanční krizi

# Změny v regulatorním prostředí jako reakce na krizi

## Finanční regulátoři a dohled jsou spoluviníky finanční krize let 2006-2008

- ❑ Centrální dohled a regulace obvykle přichází **příliš pozdě**, je mířená na **špatná místa** a produkuje **nečekané konsekvence !!**
- ❑ Procedury na **převzetí/likvidaci finančních institucí v problémech**, zejména investičních bank a hedge fondů
- ❑ Limity na výši používané **finanční páky**
- ❑ Požadavek na **těsnější vazbu** platů a bonusů vrcholových manažerů bank **k dlouhodobé prosperitě jimi řízených institucí**
- ❑ **Znovuzavedení separace komerčního a investičního bankovníctví** (bývalý Glass-Steagall Act)
- ❑ Vyšší nároky na bankovní kapitál, který by měl navíc být odstupňován dle velikosti banky
- ❑ Minimální požadavek „zálohy“ na hypotéky ve výši 10% + doložitelné potvrzení příjmu



# Změny v regulatorním prostředí jako reakce na krizi

## Finanční regulátoři a dohled jsou spoluviníky finanční krize let 2006-2008

- ❑ **Regulace kreditních derivátů**, centrální vypořádací protistrana
- ❑ **Zákaz prodeje** některých tříd aktiv „short“
- ❑ Zavedení **automatického „snížení nominále“ (haircut)** u držitelů dluhopisů před tím, než bude banka čerpat státní pomoc
- ❑ **Znárodnění** nesolventních bank
- ❑ Regulatorně stanovený **maximální plat manažerů** za předpokladu, že banka čerpá státní pomoc
- ❑ **Tobinova daň** = daň z finančních transakcí
  
- ❑ **Regulace komoditních trhů, trhů CDS, trhů ETF...**
- ❑ **Pan-evropská ratingová agentura**
- ❑ **Možnost ratingovou agenturu „umlčet“**



# Demokratizace finančních trhů

# Demokratizace finančních trhů

## Internet změnil přístup individuálních investorů jednou a provždy

- ❑ Masivní rozšíření internetu **demokratizovalo finanční trhy** a přivedlo na ně zástupy retailových a kvazi-retailových investorů (na BCPP se retail podílí cca 20-25% objemů)
- ❑ **Exekuce** obchodních příkazů se stává „komoditou“
- ❑ **Diskontní** makléř vs. „**Full-service**“ makléř
- ❑ České specifikum – „full-service“ za cenu diskontního makléře
- ❑ Rozšíření produktové palety o **ETF, komoditní ETF, certifikáty a warranty, dluhopisy, podílové fondy, opce...**
- ❑ Klasické analýzy akciových titulů již **nepředstavují** konkurenční výhodu
- ❑ Trend: on-line makléři se transformují do pozice **investičních poradců a správců aktiv**



# Nejobvyklejší chyby při investování

1. **Absence jasné strategie a komplexně definovaného obchodního a investičního cíle**
2. **Bezmezná víra v investiční doporučení a analýzy**
3. **Nedisciplinovanost a emoční labilita**
4. „Když to spadne, přikoupíme“
5. **Nulový resp. neefektivní systém řízení rizika**
6. Malé aktivní využití dostupných obchodních pokynů pro zajištění ochrany investic
7. **Nezájem o dění na finančních trzích**

# **Pokles významu hedge-fondů**



# Pokles významu hedge-fondů

## Dodd-Frank Wall Street Reform Act (07/2010)

- ❑ Soukromé fondy s kapitálem přesahujícím 150mio USD se musí registrovat u SEC jako „investiční poradci“ a k 21.7.2011 musí plnit všechny podmínky na ně se vztahující
- ❑ Předchozí **výjimky** v rámci Investment Advisers Act (1940) **přestaly platit**
- ❑ Správci hedge-fondů s kapitálem méně než 100mio USD **budou dozorováni orgány státu, kde je správce domicilován** a budou podléhat příslušné legislativě – to povede k navýšení počtu dozorovaných subjektů
- ❑ Zahraniční hedge-fondy s více než 15 americkými klienty, spravující aktiva více jak 25mio USD musí být registrovány u SEC stejně jako velké americké hedge-fondy
- ❑ Fondy jsou povinny zveřejňovat a zpřístupňovat údaje o uskutečněných obchodech a struktuře portfolií = **komparativní výhoda vůči konkurenci mizí**
- ❑ Bankovní regulátoři jsou v rámci „Volcker rule“ **povinni omezovat vazby bank na hedge-fondy**



# Pokles významu hedge-fondů

## EU Directive on Alternative Investment Fund Managers (11/2010, AIFMD)

- ❑ V Evropě jsou hedge-fondy primárně regulované prostřednictvím jejich správců
- ❑ **Velká Británie:** hedge fondy musí být licencovány a podléhají regulaci Financial Services Authority (FSA)
- ❑ AIFMD: manažeři fondů jsou **povinni zveřejňovat více informací, s vyšší frekvencí**
- ❑ AIFMD: manažeři fondů budou povinni udržovat mnohem **větší objem kapitálu než nyní**
- ❑ Velká většina hedge-fondů v rámci EU bude **limitována co do objemu finanční páky**, kterou mohou využívat
- ❑ **Pan-evropský pas** pro hedge-fondy
- ❑ AIFMD musí být do národní legislativy transponována **nejpozději k roku 2013**
  
- ❑ **Obchodní model a dosavadní způsob fungování hedge-fondů je pod palbou !!!**



# Top 20 ... výkonnost za rok 2011

## Top 20 / 2011

### TOP

Investment Funds	Return	Date
JAT CAPITAL OFFSHORE FUND LTD -	37.29	16 Sep 11
RENAISSANCE INSTITUTIONAL EQUITIES LP (B)	24.21	16 Sep 11
MW GLOBAL OPPORTUNITIES FUND CLASS A USD	20.75	20 Sep 11
DISCUS FEEDER LTD CL. B USD STANDARD LEVERAGE	19.78	16 Sep 11
BLACKROCK 32 CAPITAL MASTER FUND SPC, LTD (THE) - A/1	18.31	16 Sep 11
PLATINUM PARTNERS VALUE ARBITRAGE INT. FUND LTD	17.13	31 Aug 11
ALYSHEBA FUND LIMITED	17.04	16 Sep 11
EAGLE GLOBAL FUND	15.17	16 Sep 11
AMAZON MARKET NEUTRAL FUND CLASS A USD	14.32	16 Sep 11
BLACKROCK FIXED INCOME GLOBAL ALPHA FUND	12.90	19 Sep 11
BREVAN HOWARD FUND, LTD - USD CLASS A	12.55	02 Sep 11
STRATUS FUND LIMITED CLASS B	12.25	16 Sep 11
MACQUARIE ASIAN ALPHA FUND	11.57	16 Sep 11
DRAKE GLOBAL OPPORTUNITIES FUND	10.27	31 Aug 11
GSA CAPITAL INTERNATIONAL FUND, LTD - CLASS A	9.95	16 Sep 11
ENNSMORE EUROPEAN SMALLER COMPANIES	9.60	15 Sep 11
III FUND LTD	9.26	16 Sep 11
THEOREMA EUROPE FUND PLUS LTD B/1 USD	9.02	16 Sep 11
III RELATIVE VALUE CREDIT STRATEGIES FUND LTD	8.86	16 Sep 11
RENAISSANCE INSTITUTIONAL FUTURES FUND LP	8.51	16 Sep 11

Source - HSBC Private Bank

### BOTTOM

Investment Funds	Return	Date
MERCHANT COMMODITY FUND (THE) - COMPOSITE	-36.74	20 Sep 11
HENDERSON EUROPEAN ABS RETURN FD, LTD USD	-34.63	16 Sep 11
PAULSON ADVANTAGE PLUS LTD	-33.95	31 Aug 11
MLM MACRO PEAK PARTNERS OFFSH FD, LTD - B	-29.45	16 Sep 11
CIPHER DIVERSIFIED FUND-A-	-28.67	16 Sep 11
HENDERSON UK EQUITY L/S FUND LIMITED	-27.91	16 Sep 11
SENVEST PARTNERS, LTD - CLASS A	-25.17	31 Aug 11
RAB ENERGY CLASS F	-23.87	08 Sep 11
PAULSON ADVANTAGE LTD -A-	-23.20	31 Aug 11
RIDLEY PARK PARAGON FUND LTD - CLASS A1	-22.32	16 Sep 11
JABCAP MULTI STRATEGY FUND LTD CLASS D/1 NI	-21.55	31 Aug 11
BLUE SKY JAPAN LTD - CLASS A	-20.15	31 Aug 11
PAULSON RECOVERY FUND LTD	-19.91	31 Aug 11
JABCAP GLOBAL BALANCED FUND LTD CLASS D/1 NI	-19.87	13 Sep 11
TULIP TREND FUND, LTD - A	-19.11	16 Sep 11
RAB SPECIAL SITUATION FD LTD	-18.67	08 Sep 11
ODEY EUROPEAN, INC (EUR)	-17.80	14 Sep 11
OCCAM GLOBAL EMERGING MARKETS FUND CLASS A	-17.43	20 Sep 11
SR GLOBAL FUND C - INTERNATIONAL (Real Perf)	-16.89	14 Sep 11
ANTARES EUROPEAN FUNDS, LTD - USD	-16.79	16 Sep 11

Source - HSBC Private Bank



# **„Vysokorychlostní“ obchodování a „bleskové propady“**



# Vysokorychlostní obchodování a „bleskové propady“

## Finanční inovace 21. století ?

- ❑ Vysokorychlostní obchodování (HFT) = **obchodování akcií nebo opcí za použití vysoce sofistikovaných obchodních a algoritmických modelů:**
  - ❑ Kvantitativní přístup. **Zapojení počítačových algoritmů** k analýze dat přicházejících z trhů a k implementaci vhodných obchodních strategií
  - ❑ **Minimální doba** držení obchodní pozice (často v řádu **sekund**). Počet uskutečněných obchodů se denně počítá na desítky tisíc
  - ❑ Obchodní den obvykle končí s **nulovou expozicí** na finanční trh
  - ❑ Primárním uživatelem jsou **hedge-fondy nebo vlastní obchodní divize velkých bank (prop-desks)**
  - ❑ Efektivita HFT závisí na **rychlosti obchodních algoritmů** na dané burze, společně s vlastní rychlostí přístupu daného obchodníka na trh

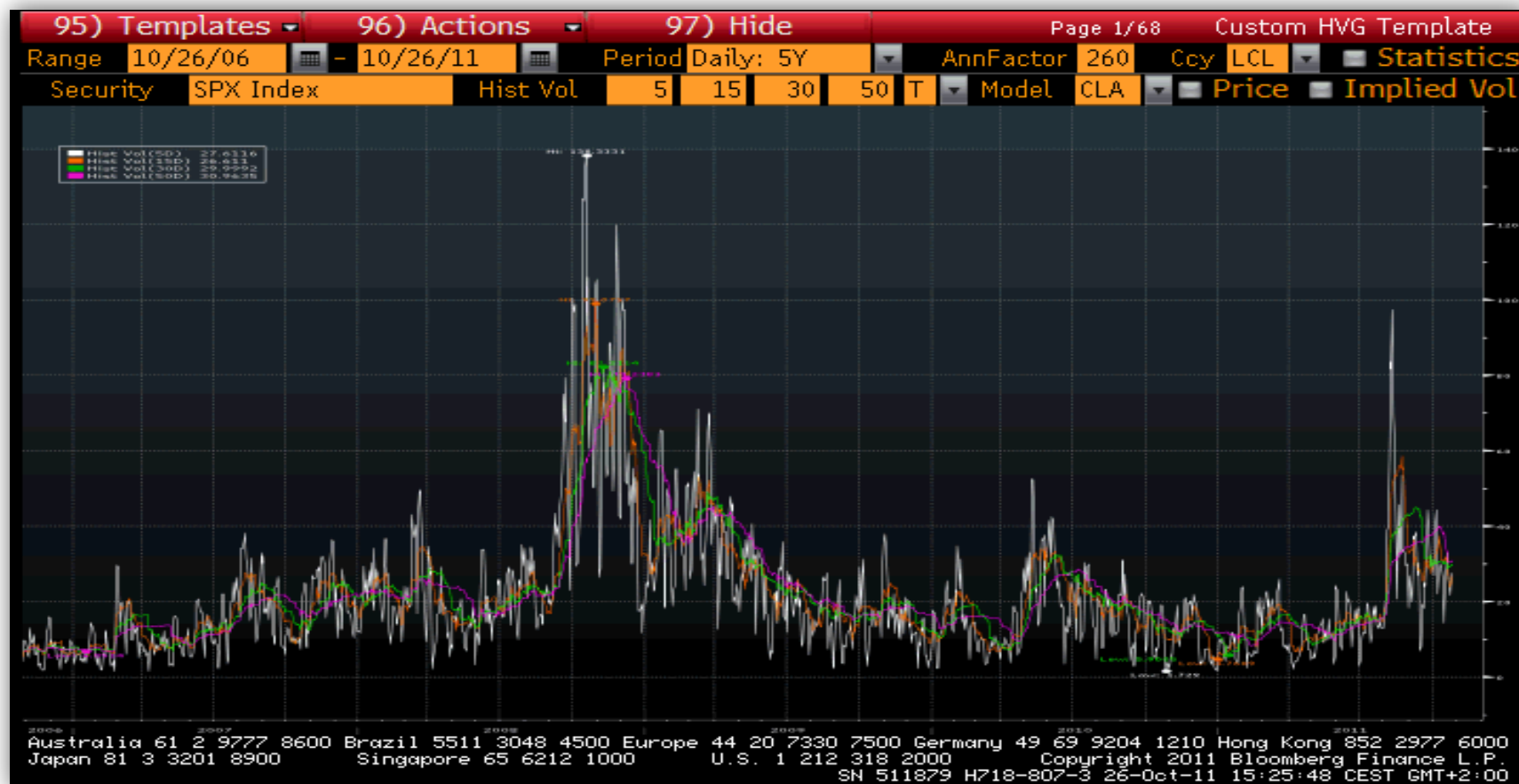


# Vysokorychlostní obchodování a „bleskové propady“

## Pozitiva vs. Negativa ?

- ❑ **Snížení volatility** na trzích
- ❑ Nepředstavují **systemické** riziko (??)
- ❑ **Nižší transakční** náklady pro retailové investory
- ❑ **Neovlivňují** rozhodování dlouhodobých **portfoliových investorů (??)**
  
- ❑ HFT strategie výraznou měrou přispěly k „**Flash crash**“ ze dne 6.5.2010
- ❑ **Flash trading**: obchodníci „**vidí**“ a mohou **vyhodnotit** příchozí objednávky s mírným předstihem (cca 30ms) oproti zbytku trhu, výměnou za poplatek organizátorovi trhu

# Volatilita indexu S&P ... 5-letý horizont



# „Flash crash“ ze dne 6.5.2010 – Dow Jones





# „Flash crash“ ze dne 6.5.2010 – S&P 500



# „Flash crash“ ze dne 6.5.2010 – Nasdaq 100



**„Komodity do každé rodiny“**

# Komodity do každé rodiny

## Pokles úrokových sazeb tlačí investory do „nevhodných“ aktiv

- ❑ **Pokles** úrokových sazeb a jejich **vytrvale nízká úroveň zbořila** výnosovou pyramidu hlavních tříd aktiv
- ❑ Držitelé finančních přebytků jsou **„tlačeni“ investovat do aktiv, která neodpovídají** jejich rizikovému profilu
- ❑ **„Komoditní ETF“** – inovativní forma přístupu retailových investorů na komoditní trh (viz. [www.etfsecurities.com](http://www.etfsecurities.com))
- ❑ **! Komoditní index není to samé, co komodita**
- ❑ Komoditní trhy vyžadují úplně jiné oceňovací modely, než ostatní třídy aktiv
- ❑ Efekt **finanční páky**
- ❑ Efekt **„kumulování tržní odchylky“** při delším držení komoditních ETF



## Závěrečné motto

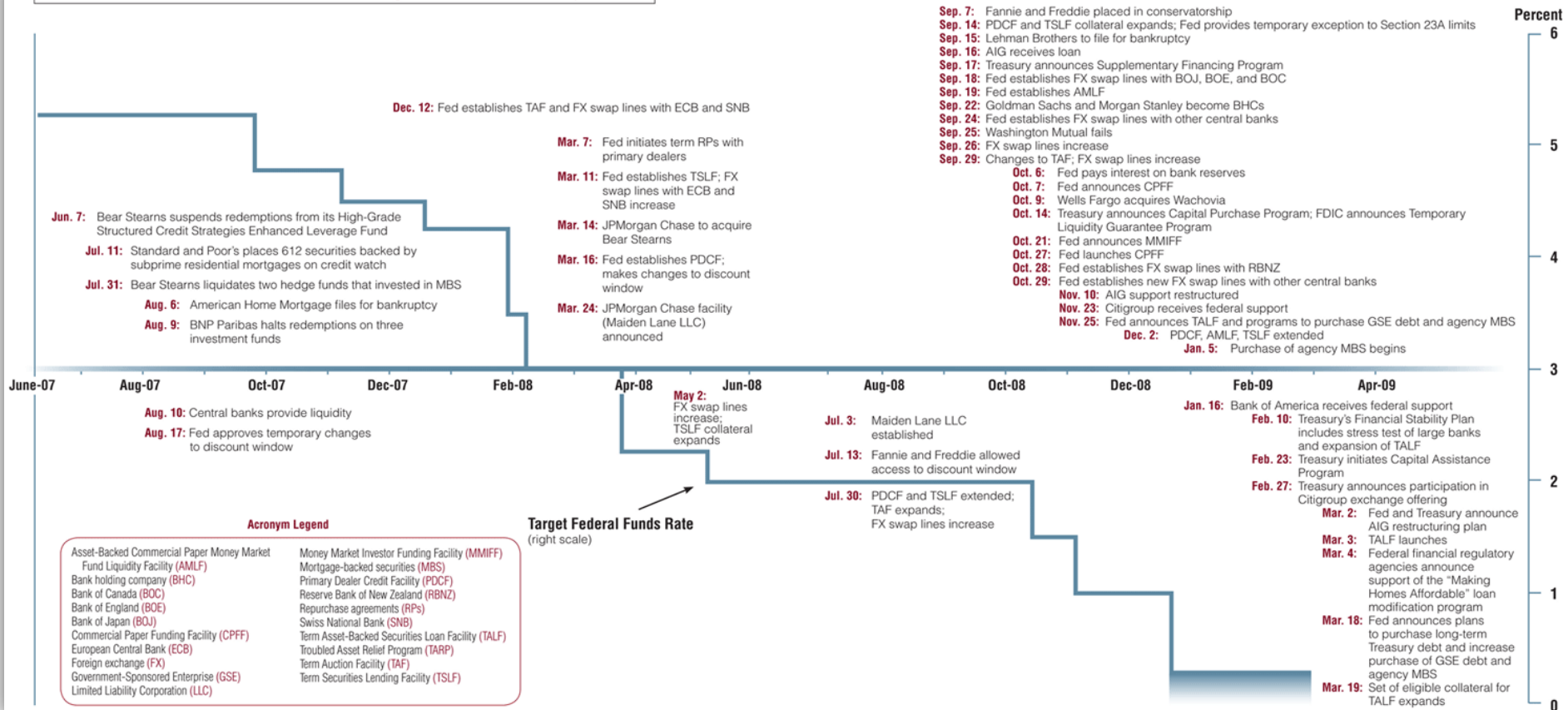
"Majitelé kapitálu stimulují proletariát ke koupi stále většího množství a stále dražšího zboží. K tomu využívají půjček, které sami poskytují. Zvrat nastane ve chvíli kdy se tyto půjčky stanou nesplacitelnými. Nesplacené půjčky nutí banky k půjčkám u státních institucí. ... Rozhodující role státu v půjčkách soukromým firmám bude prvním znakem nástupu nové éry - éry komunismu."

Karel Marx, „Kapitál“ - 1862

# Přílohy

# Časová řada finanční krize let 2006-2008

Box 1: Financial Crisis Timeline: Federal Funds Target Rate and Other Policy Actions



## Děkuji za pozornost

---

Tel. +420 221 424 424  
Email [info@patria-direct.cz](mailto:info@patria-direct.cz)  
Web [www.patria-direct.cz](http://www.patria-direct.cz)

---

Maklář obchodování s cennými papíry: Petr Žabža



# Disclaimer

Uvedený dokument, který jste obdrželi na vzdělávacím semináři společnosti Patria Direct, není analýzou investičních příležitostí nebo investičním doporučením. Při jeho tvorbě nebo šíření Patria Direct nepostupovala podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení.

Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria Direct přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii Direct. Tento dokument sděluje názor Patrie Direct ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Investiční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých zákazníků, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním zákazníkům. Zákazníci jsou povinni se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Kurzy, ceny, výnosy, zhodnocení, výkonnost či jiné parametry dosažené jednotlivými investičními nástroji v minulosti nemohou v žádném případě sloužit jako indikátor nebo záruka budoucích kurzů, cen, výnosů, zhodnocení, výkonnosti či jiných parametrů takovýchto nebo obdobných investičních nástrojů. S investicí je vždy spojeno riziko kolísání hodnoty a návratnost původně investovaných prostředků není zaručena. Investiční nástroje denominované v cizích měnách jsou rovněž vystaveny fluktuacím vyplývajících ze změn devizových kurzů, které mohou mít jak pozitivní, tak i negativní vliv na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí v jiných měnách, popřípadě jejich jiné parametry.

Podrobnější informace o Patria Direct, poskytovaných investičních službách, investičních nástrojích a souvisejících rizicích, opatřeních na ochranu majetku zákazníků (včetně systému odškodnění) a obsahu závazkového vztahu naleznete na internetových stránkách Patria Direct v sekci MiFID.

