

# Veřejná analýza

**ZLATO LONG:** Bezpečný přístav v dobách krachujících států

Petr Čermák, analytik, [cermak@colosseum.cz](mailto:cermak@colosseum.cz)

14. 05. 2010



**Colosseum, a.s.**

Londýnská 59, 120 00 Praha 2, Czech Republic

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

[info@colosseum.cz](mailto:info@colosseum.cz), [www.colosseum.cz](http://www.colosseum.cz)



## Shrnutí

V posledních týdnech jsme na finančních trzích byli svědky dalšího turbulentního období. Investory vystrašilo bankrotující Řecko a velikost dluhu některých států eurozóny. Volatilita prudce rostla a nervozita opět převzala otěže. Žlutý kov ze situace samozřejmě těžil. Od počátku dubna zhodnotil přibližně o 8% a opět potvrdil funkci bezpečného přístavu v dobách nejistoty. Posiloval i přesto, že americký dolar zhodnocoval. Zlatu by se mělo dařit i v následujících měsících. Podporují ho primárně poslední kroky eurozóny, která schválila bezprecedentní záchranný balík pro předlužené státy. Dále rozhodnutí ECB monetizovat dluhy nákupy státních dluhopisů, rekordně nízké úrokové sazby ve světě, uvolněná monetární politika Fedu a zvyšující se riziko státních bankrotů. Po provedení fundamentální a technické analýzy jsme dospěli k názoru, že střednědobý až dlouhodobý je příznivý. Doporučujeme nakupovat zlato po korekci na 1200 dolarech za unci. V časovém horizontu 3 až 9 měsíců očekáváme zhodnocení na 1440 dolarů.

**Graf č. 1:** Dlouhodobý vývoj ceny zlata v dolarech za unci (Zdroj: CSI)

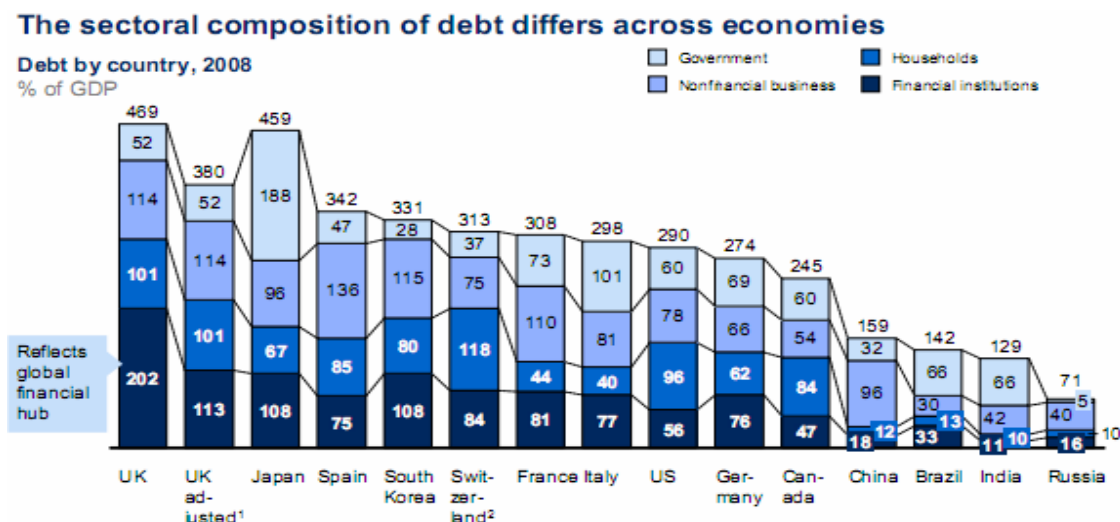


# Hlavní důvody pro růst ceny zlata:

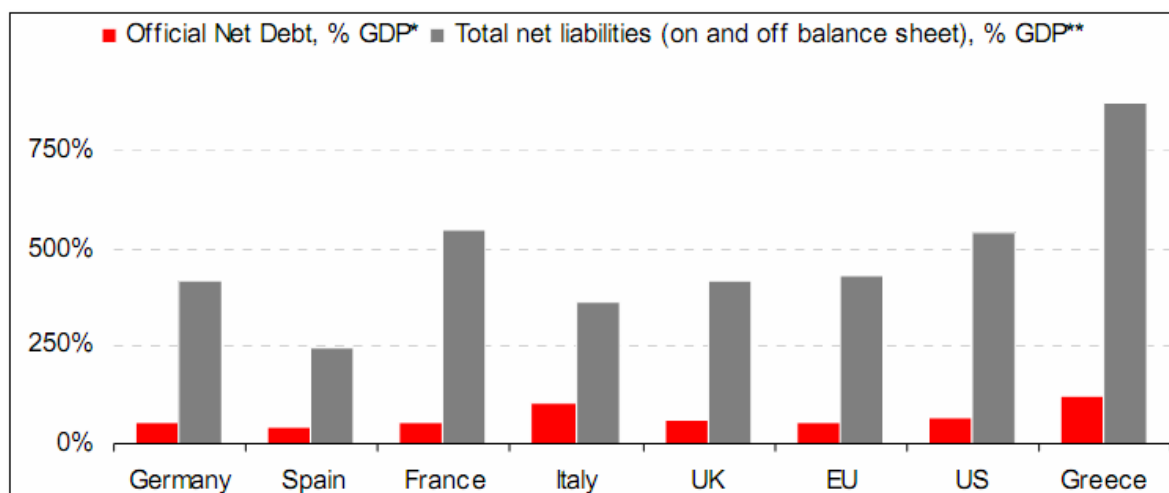
## 1. Zvyšující se riziko státních bankrotů

Snaha o záchranu ekonomik a pracovních míst vedla ve světě ke stimulačním balíčkům v řádu stovek miliard dolarů. Zadlužování jednotlivých zemí se tak dramaticky zvyšuje. Jakmile současné balíčky vyprchají a nedojde k nastartování ekonomického růstu, tak budou pravděpodobně následovat další. Vysoká nezaměstnanost v kombinaci se slabým hospodářským růstem je totiž politicky nepřijatelná. Recese navíc způsobila výpadky na příjmové straně států, což situaci ještě více zhoršuje. Krize definitivně oddělila nezodpovědné od zodpovědných. Země, které si v minulosti žily nad poměry a nedbaly fiskální disciplíny, se nyní potýkají s vážnými problémy. Příkladem za všechny je Řecko, které by bez zásahu států eurozóny zbankrotovalo. V závěsu jsou země jako Portugalsko, Španělsko nebo Itálie. Jásat rozhodně nemůže ani Velká Británie, jejíž celkové zadlužení je jedno z největších na světě. Cesta z problémů není snadná. Země, které mají vlastní měnu, mohou problémy "vyřešit" tištěním peněz, což povede k devalvaci měny a následně způsobí inflaci. Státy v měnové unii mají mnohem obtížnější pozici. Záchrana zemí na pokraji státního bankrotu bude vyžadovat další finanční prostředky a s největší pravděpodobností povede k většímu zadlužení těch, kteří byli v minulosti v EU zodpovědní. Bezpochyby se však najdou tací, kterým se situaci vyřešit nepodaří. Kdo spoléhá na schopnosti politiků vypořádat se s problémy, bude zklamán. Pod jejich taktovkou totiž předlužení států vzniklo. Populistické sliby v kombinaci s neefektivností státních aparátů vedly k mnohdy rekordním dluhům. Nyní se však hledají viníci jinde. Obviňovány jsou finanční trhy, spekulanti, ratingové agentury, a další. Jakmile začnou jednotlivé země bankrotovat, důvěra občanů ve stát a v tištěné peníze poklesne a lidé začnou vyhledávat uchovatele hodnot. Jedním z nich je zlato, které funkci bezpečného přístavu potvrdilo již v minulosti.

**Graf č. 2: Zadlužení jednotlivých států podle sektorů [Government-stát, Nonfinancial Business-nefinanční podniky, Households – domácnosti, Financial Institutions-finanční instituce]** (Zdroj:McKinsey Global Institute-Debt and deleveraging:The global credit bubble and its economic consequences)



**Graf č. 3: Zadlužení jednotlivých států – oficiální dluh a celkové závazky (Zdroj: Societe Generale : Popular Delusions – Greece as a front row for the sovereign crises to come)**



Grafy výše znázorňují zadlužení jednotlivých států podle sektorů a celkové dluhy k hrubému domácímu produktu. Dále je zde zachyceno celkové zadlužení států k HDP, pokud vezmeme v úvahu penzijní závazky a závazky spojené se zdravotní péčí a stárnutím populace.

**Graf č. 4: Zadlužení jednotlivých států (Zdroj: BIS: The future of public debt: prospects and implications)**

Fiscal situation and prospects <sup>1</sup>									
	Fiscal balance			Structural balance <sup>2</sup>			General government debt <sup>3</sup>		
	As a percentage of GDP								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0.7	-5.5	-5.8	-1.4	-3.3	-3.6	62	78	82
France	-2.7	-8.6	-8.0	-3.5	-6.8	-6.3	70	92	99
Germany	0.2	-5.3	-4.6	-0.8	-4.0	-3.7	65	82	85
Greece	-4.0	-9.8	-10.0	-4.5	-6.9	-6.8	104	123	130
Ireland	0.2	-12.2	-11.6	-1.3	-9.0	-9.0	28	81	93
Italy	-1.5	-5.4	-5.1	-2.2	-2.6	-2.8	112	127	130
Japan	-2.5	-8.2	-9.4	-3.4	-7.4	-9.0	167	197	204
Netherlands	0.2	-5.9	-5.3	-0.6	-3.6	-3.1	52	77	82
Portugal	-2.7	-7.6	-7.8	-2.8	-6.1	-6.8	71	91	97
Spain	1.9	-8.5	-7.7	1.6	-5.2	-4.5	42	68	74
United Kingdom	-2.7	-13.3	-12.5	-3.4	-10.5	-9.9	47	83	94
United States	-2.8	-10.7	-9.4	-3.1	-9.2	-8.2	62	92	100
Asia <sup>4</sup>	0.1	-3.5	-3.6	...	...	...	37	40	41
Central Europe <sup>5</sup>	3.7	-4.4	-3.9	...	...	...	23	28	29
Latin America <sup>6</sup>	-1.5	-2.4	-2.0	...	...	...	41	37	35

<sup>1</sup> Regional averages calculated as weighted averages based on 2005 GDP and PPP exchange rates. <sup>2</sup> Cyclically adjusted balance. <sup>3</sup> For Argentina, the Philippines and Thailand, central government debt. <sup>4</sup> China, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand. <sup>5</sup> The Czech Republic, Hungary and Poland. <sup>6</sup> Argentina, Brazil, Chile and Mexico.

Sources: IMF, *World Economic Outlook* (emerging market economies); OECD, *Economic Outlook* (advanced economies).

Data BIS naznačují, že situace v nejbližších letech není pro rozvinuté země příliš příznivá. V tabulce je zachycena fiskální situace jednotlivých států a výhled do budoucna. Za zmínku stojí bezesporu pohled na Spojené státy. Celkový státní dluh se z úrovně 62% HDP v roce 2007 zvýší v roce 2011 na 100% HDP. V případě Japonska budeme svědky růstu ze 167% na 204%, v případě Velké Británie ze 47% na 94%. Jeden z největších nárůstu dluhu zažije Irsko (z 28% HDP v roce 2007 na 93% HDP v roce 2011). Se zajímavým zjištěním přišel v této souvislosti profesor ekonomie Kenneth Rogoff, který tvrdí, že tři roky po bankovní krizi vzroste většinou absolutní výše veřejného dluhu o 86%.

Lepší představu o vražedném tempu zadlužování poskytne následující příklad. GFMS odhaduje celkové množství vytěženého zlata ve světě na 166 000 tun, což je přibližně 5,3 miliardy trojských uncí. Po vynásobení průměrnou cenou zlata v roce 2009 (974,9 USD/unci) získáme hodnotu zlata ve světě, která je zhruba 5,2 bilionu dolarů (použijeme-li aktuální cenu 1238,3 dolaru, získáme hodnotu 6,6 bilionu). Nyní tuto hodnotu poměříme s aktuálním a plánovaným rozpočtovým deficitem Spojených států. Ten v roce 2009 dosáhl -1,413 bilionu dolarů, v roce 2010 by se měl pohybovat na úrovni -1,500 bilionu, v roce 2011 na -1,342 bilionu dolarů a v roce 2012 na -0,914 bilionu. Celková suma za 4 roky tedy činí -5,169 bilionu dolarů, což přibližně odpovídá hodnotě zlata vytěženého za celou historii lidstva! Pokud by tedy Američané získali všechno zlato světa, potom by byli schopni jeho prodejem zaplatit deficit státního rozpočtu za pouhé 4 roky. Nyní se zamysleme nad tempem zadlužování v ostatních zemích.

## 2. Bezprecedentní záchranný balík v Evropě

Krise ve světě se postupně přelila z předlužených spotřebitelů na podniky a nyní se s problémy potýkají jednotlivé státy. Reakci zemí na recesi lze z historického pohledu hodnotit jako bezprecedentní. Centrální banka v USA představila program quantitative easingu, vláda přispěchala se záchrannými a stimulačními balíčky v hodnotě stovek miliard dolarů. Rekordní stimul schválila i Čína a velmi podobná situace nastala i v ostatních zemích. Evropa (kromě Velké Británie) byla doposud poměrně konzervativní. Vše se ovšem změnilo s hrozícím bankrotem Řecka, který zatřásl základy celé eurozóny. Politici se rázem ocitli pod enormním tlakem, protože s podobnou situací při zakládání jednotné měnové unie samozřejmě nepočítali. Řešením bylo nakonec opět to, co umějí nejlépe. Zadlužování se. Ministři financí EU se v Bruselu dohodli na záchranném balíčku v hodnotě 500 miliard eur. Země eurozóny se zavázaly, že v případě potřeby poskytnou svým členům, kteří by se dostali do podobných potíží jako Řecko, až 440 miliard eur formou bilaterálních půjček. Dalších 60 miliard eur by měla vyčlenit Evropská komise z rozpočtové rezervy. Mezinárodní měnový fond přislíbil úvěry ve výši až 220 miliard eur. Státy eurozóny tak porušují veškerá pravidla, na kterých se v minulosti dohodly. Nejen že nepodnikly žádné kroky proti zemím soustavně porušujícím pravidla eurozóny, ale nyní je dokonce zachraňují. Problém s dluhy hříšníků se výše zmíněnou pomocí však nevyřeší a pouze se již tradičně oddálí (do dalšího volebního období). Výsledkem bude pouze situace, v níž se zadluží i státy, které doposud měly relativně rozumnou fiskální disciplínu. Selský rozum napovídá, že řešit problém vysokých dluhů dalšími dluhy není správná cesta. Podíváme-li se navíc na data BIS výše, je zřejmé, že již není příliš prostoru pro další zadlužování. Růst dluhů je příznivou zprávou pro zlato, ke kterému se začne obracet čím dál více investorů, kteří přestanou věřit státům.

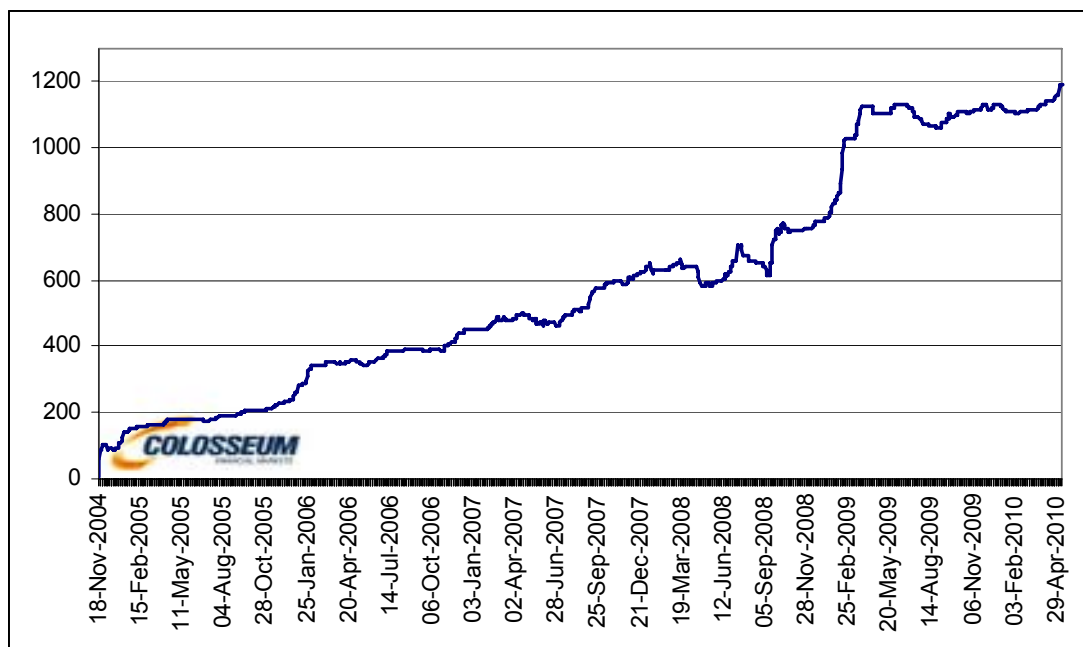
### 3. Nakupování státních dluhopisů ze strany ECB

Po posledním zasedání Evropské centrální banky, kde se projednávala výše úrokových sazeb, vystoupil guvernér Jean-Claude Trichet s tvrzením, že se neprojednávala možnost nákupu státních dluhopisů centrální bankou. O několik dní později ovšem otočil o 180 stupňů a prohlásil, že ECB hodlá nakupovat státní a podnikové dluhopisy. Vyhlášením definitivně smetl ze stolu veškerá tvrzení o nezávislosti banky a podlehl nátlaku politiků. Jedná se o historický precedens. Evropská centrální banka nákupy začne monetizovat dluhy eurozóny. Řečeno jednoduše, centrální banka natiskne peníze, za které následně odkoupí státní a podnikové (pravděpodobně bankovní) dluhopisy. Podobnou politiku prosazuje v posledních měsících i americký Fed, který odkoupil státní dluhopisy za 300 miliard dolarů. To je podhoubí jako stvořené pro vznik inflace. Proto je vhodné zaměřit pozornost na zlato, které je tradičním uchovatelem hodnoty a jedinou "měnou", kterou nelze natisknout.

### 4. Zvyšující se investiční poptávka

Nejistota na finančních trzích zvyšuje zájem investorů o zlato. Podíváme-li se podrobně na strukturu poptávky, zjistíme, že vysoké ceny kovu způsobily v roce 2009 prudký pokles spotřeby ve šperkařství (-20%) a průmyslu (-15%). Hlavním motorem růstu je v posledních měsících primárně investiční poptávka (+95%), která byla v roce 2009 zodpovědná za 44% celkové poptávky po kovu. V roce 2007 to bylo přitom jen 17%. V roce 2009 nakoupili investoři (1901 tun) poprvé více zlata než šperkařský průmysl (1759 tun).

**Graf č. 5:** Množství zlata v SPDR Gold Trustu (v tunách), zdroj: SPDR



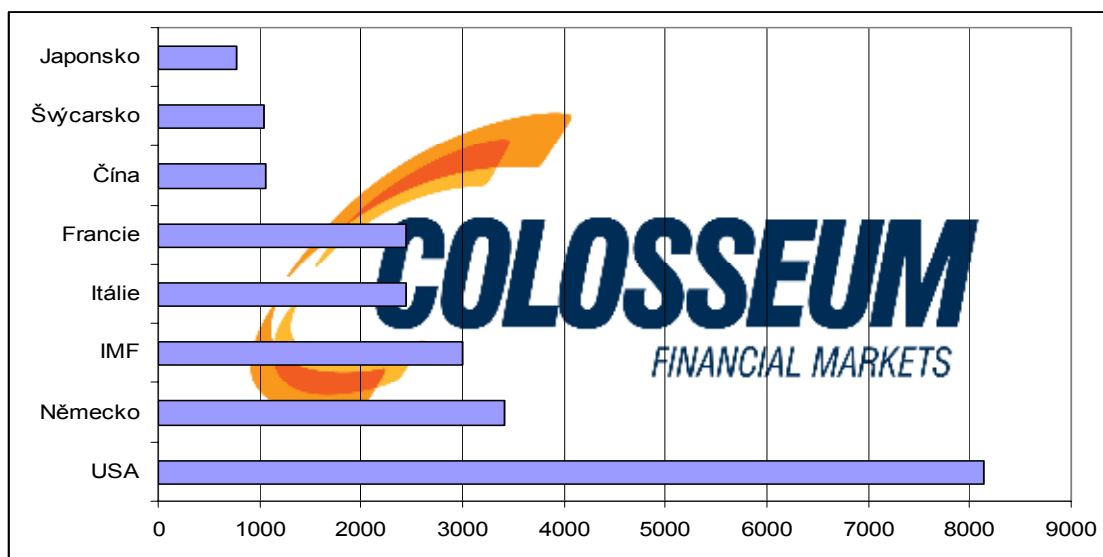
Zájem o žlutý kov ze strany investorů potvrzují i statistiky největšího zlatého ETF na světě SPDR Gold Trust, který drží aktuálně 1192,15 tun kovu, což je největší hodnota za několik posledních

let. Investoři stále častěji přestávají věřit politikům a centrálním bankéřům a zajišťují se proti hrozící devalvací měn a inflaci.

## 5. Centrální banky přestávají prodávat zlato

Evropské centrální banky na konci 90. let uzavřely pětiletou smlouvu (označovanou CBGA 1) o limitech prodeje zlata z oficiálních rezerv, která byla později prodloužena o dalších pět let (CBGA 2). V prvním období bez problémů prodaly dohodnutých 2000 tun, avšak ve druhém se již zdráhaly dosáhnout zvýšený limit 500 tun/rok.

**Graf č. 6:** Státy s největšími zlatými oficiálními rezervami (v tunách), zdroj: GFMS



Přijata byla již i nová smlouva CBGA 3, ve které se snížil roční limit oficiálních prodeje z 500 na 400 tun. V tom je již zahrnut i plán Mezinárodního měnového fondu prodat 403 tun. Centrální banky v posledních dvou letech výrazně omezily své prodeje a naopak začínáme být svědky nákupů. Obzvláště pak v případě asijských centrálních bank, které se tímto způsobem snaží diverzifikovat své devizové rezervy.

## 6. Technická analýza

Graf č. 7: Dlouhodobý vývoj ceny zlata, zdroj: CSI



Zlato zažívá od konce roku 2008 prudký růst, který je doprovázen řadou korekcí. Poslední výraznější příšla na konci prosince minulého roku, kdy komodita poklesla z hodnot kolem 1200 dolarů až na 1050 dolarů za unci. Nyní opět vyráží vzhůru, přičemž překonala rezistenci na úrovni prosincového maxima. Klouzavé průměry (20denní, 50denní a 100denní) směřují vzhůru. Domníváme se, že by růst mohl pokračovat i v následujících měsících.

## Možná rizika

1. Hrozbou číslo jedna je neustále se zvyšující závislost poptávky na investiční poptávce. Jakmile vyprchá, může nastat výrazný pokles ceny zlata.
2. Vysoká cena škodí šperkařskému průmyslu, což se následně projevuje i na celkové poptávce.
3. Na vysoké ceny reaguje i strana nabídky, která je nicméně poměrně neelastická. Otevření nových rentabilních dolů trvá několik let. Zlato je čím dál obtížnější najít a vytěžít.
4. Rizikem je i dlouhodobé oživení hospodářského růstu ve světě. Centrální banky by získaly důvěru v oživení a začaly by zvyšovat úrokové sazby.

## Specifikace kontraktu

- Futures kontrakt Gold na burze Comex (New York)
- Měsíc dodání červen 2010 (příp. další měsíce při dlouhodobé investici)
- Objem kontraktu 100 uncí zlata
- Kurz v US dolarech za 1 unci
- 1 bod = 100 USD (pohyb o 1 US dolar znamená zisk/ztrátu 100 USD na kontrakt)
- Margin 6887 USD / kontrakt

Pro konkrétní pokyny ke vstupu a výstupu z trhu a nastavení rizik kontaktujte pracovníka společnosti Colosseum, a.s.

## UPOZORNĚNÍ

TATO ZPRÁVA JE POUZE INFORMATIVNÍ A NENÍ MYŠLENA JAKO NÁVRH NEBO NABÍDKA KE KOUPI ČI PRODEJI JAKÉKOLIV KOMODITY, FUTURES KONTRAKTU, OPCE NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. AČKOLIV FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, NEZARUČUJEME JEJICH PŘESNOST A SPOLEHLIVOST S TÍM, ŽE JAKÁKOLIV INFORMACE MŮŽE BÝT NEÚPLNÁ NEBO ZKRÁCENÁ. SPOLEČNOST NEODPOVÍDÁ ZA TYPOGRAFICKÉ CHYBY V TÉTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TÉTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TÉTO ZPRÁVY A VYHRAZUJE SI PRÁVO NA JEJICH ZMĚNU BEZ PŘEDCHOZÍHO UPOZORNĚNÍ.

SPOLEČNOST, JEJÍ POBOČKY, PŘEDSTAVITELÉ A/NEBO ZAMĚSTNANCI MOHOU, ALE NEMUSÍ KDYKOLIV DRŽET KRÁTKÉ A/NEBO DLOUHÉ POZICE V JAKÉKOLIV KOMODITĚ, FUTURES KONTRAKTU, OPCÍ NEBO JINÉM INVESTIČNÍM NÁSTROJI ZMIŇOVANÉM V TÉTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TÉTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. JEDNOTLIVÍ OBCHODNÍCI NEBO JINÉ FIREMNÍ PUBLIKACE MOHOU VYJADŘOVAT ROZDÍLNÝ NEBO PROTICHŮDNÝ NÁZOR. NÁZORY V TÉTO ZPRÁVĚ MOHOU BÝT ZALOŽENY NA RŮZNÝCH ANALYTICKÝCH METODÁCH NEBO DISCIPLÍNÁCH. NAPŘÍKLAD FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA OBVYKLE POUŽÍVÁJÍ RŮZNÉ METODY A ODLIŠNÉ ČASOVÉ OBDOBÍ, PROTO MOHOU ČINIT RŮZNÉ ZÁVĚRY OHLEDNĚ VÝVOJE STEJNÉ KOMODITY, TERMÍNOVÉHO KONTRAKTU NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. SKUTEČNOSTI, KTERÉ V BUDOUCNU NASTANOU, SE MOHOU OD INFORMACÍ UVEDENÝCH V TÉTO ZPRÁVĚ VÝZNAMNĚ LIŠIT A MOHOU TAK VÝZNAMNĚ OVLIVNIT ANALÝZU OBSAŽENOU V TÉTO ZPRÁVĚ, PŘIČEMŽ INTERVAL BUDOUCÍCH ZMĚN NENÍ MOŽNÉ PŘEDEM STANOVIT.

INVESTIČNÍ STRATEGIE POPISOVANÉ V TÉTO ZPRÁVĚ JSOU RISKANTNÍ A NEJSOU VHODNÉ PRO KAŽDÉHO INVESTORA. POKUD PLNĚ NEPOROZUMÍTE PODMÍNKÁM A RIZIKŮM POPISOVANÝCH OBCHODŮ, VČETNĚ ROZSAHU POTENCIÁLNÍHO RIZIKA ZTRÁTY, KTERÉ MŮŽE DOSÁHNOUT A V URČITÝCH PŘÍPADECH I PŘESÁHNOUT HODNOTU PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSŮ BUDOUCÍCH.

ANALÝZA OBSAŽENA V TÉTO ZPRÁVĚ JE POUZE UKÁZKOVÁ A MOHOU, ALE NEMUSÍ BÝT NA JEJÍM ZÁKLADĚ PROVÁDĚNY OBCHODY V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. V ŽÁDNÉM PŘÍPADĚ SE NEJEDNÁ O KOMPLETNÍ PŘEHLED VŠECH OBCHODŮ, KTERÉ PROBÍHAJÍ V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. VYUŽIJETELI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ SPOLEČNOSTI, ČINÍTE TAK VÝHRADNĚ NA ZÁKLADĚ VLASTNÍHO ROZHODNUTÍ. INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ POSKYTNUTÉ SPOLEČNOSTÍ SE V BUDOUCNU MŮŽE UKÁZAT JAKO NESPRÁVNÉ, INVESTICE UČINĚNÉ NA JEHO ZÁKLADĚ MOHOU BÝT ZTRÁTOVÉ. SPOLEČNOST MŮŽE V ZÁVISLOSTI NA DALŠÍM VÝVOJI KDYKOLIV SVÉ DOPORUČENÍ V BUDOUCNU ODVOLAT NEBO ZMĚNIT, A TO I NA OPAČNĚ. SPOLEČNOST VÁM POSKYTUJE POUZE INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ, SAMOTNÁ INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ JSOU VŽDY NA VÁS A NESETE ZA NĚ PLNOU ODPOVĚDNOST. TATO ANALÝZA NENÍ INVESTIČNÍ SLUŽBOU VE SMYSLU UST. § 4 ODS. 2 PÍSM. D) ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU – INVESTIČNÍ PORADENSTVÍ TÝKAJÍCÍ SE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ. POPLATKY SOUVISEJÍCÍ S OBCHODOVÁNÍM NEGATIVNÍM ZPŮSOBEM OVLIVŇUJÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ. POPLATKY JSOU UPLATŇOVÁNY, I KDYŽ JE VÝSLEDKEM OBCHODU ZTRÁTA.

NA TUTO ZPRÁVU SE VZTAHUJE VYHLÁŠKA Č. 114/2006 SB., O POCTIVÉ PREZENTACI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ. V TÉTO ZPRÁVĚ JE UVEDENA OSOBA, KTERÁ PRO SPOLEČNOST TUTO ZPRÁVU VYTVOŘILA NEBO PŘIPRAVILA. SPRÁVNÍM ÚŘADEM, KTERÝ NAD SPOLEČNOSTÍ VYKONÁVÁ DOZOR, JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. DLE NÁZORU SPOLEČNOSTI NEEEXISTUJÍ OKOLNOSTI, KTERÉ BY MOHLY NARUŠIT OBJEKTIVITU TÉTO ZPRÁVY. ODMĚNA OSOB, KTERÉ SE PODÍLELY NA TVORBĚ TÉTO ZPRÁVY, NENÍ ODVOZENA OD OBCHODŮ SPOLEČNOSTI. PŘÍPADNÝ STŘET ZÁJMŮ VE VZTAHU K TÉTO ZPRÁVĚ JE UPRAVEN VNITŘNÍMI PŘEDPISY SPOLEČNOSTI.

VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA [WWW.COLOSSEUM.CZ](http://WWW.COLOSSEUM.CZ).

© 2010 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA. JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ,

### Colosseum, a. s.

Londýnská 59, 120 00 Praha 2

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

[info@colosseum.cz](mailto:info@colosseum.cz), [www.colosseum.cz](http://www.colosseum.cz)

### Colosseum, a.s. pobočka SR

Karadžičova 10, 821 08 Bratislava 2

Tel.: +421 233 070 101, Fax: +421 233 070 102

[info@colosseum.sk](mailto:info@colosseum.sk), [www.colosseum.sk](http://www.colosseum.sk)