

MARCIN MARKIEWICZ, PIOTR ZYGMANOWSKI

ZNACZENIE RYNKU NEWCONNECT JAKO MIEJSCA PRZEPROWADZANIA OFERTY PIERWOTNEJ

I. WSTĘP

Rynek NewConnect istniejący od sierpnia 2007 r., mimo okresu spowolnienia gospodarczego oraz niepewności na giełdach w kraju i na świecie, w niecałe pięć lat (istnieje od sierpnia 2007 r.) osiągnął poziom czterystu notowanych na nim podmiotów. Świadczy to niewątpliwie o jego sukcesie, a także dużej popularności wśród emitentów. Dynamiczny wzrost stanowi jedną z przyczyn, dla których warto przyjrzeć się charakterystycznym elementom odpowiedzialnym za rozwój rynku NewConnect. Wśród najważniejszych można wymienić: liczbę notowanych podmiotów, wartość pozyskanego kapitału oraz parametry przedsiębiorstw wprowadzanych do obrotu. Otwarte pozostaje także pytanie, co decyduje o wyborze alternatywnego systemu obrotu jako miejsca przeprowadzenia oferty pierwotnej, poprzedzającej debiut przedsiębiorstwa na rynku publicznym, oraz jaka jest rola rynku NewConnect w stosunku do głównego parkietu warszawskiej giełdy.

Celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na powyższe pytania dotyczące cech charakteryzujących rozwój rynku NewConnect od momentu rozpoczęcia działalności aż do końca 2012 r., ze szczególnym uwzględnieniem wyników badań obejmujących oferty pierwotne akcji przeprowadzone przez wszystkich debiutantów we wskazanym okresie.

Osiągnięcie przedstawionego celu zakłada weryfikację hipotezy głównej opracowania, zgodnie z którą:

- rynek NewConnect jest zyskującym na znaczeniu miejscem przeprowadzania ofert pierwotnych, w szczególności dla przedsiębiorstw niespełniających warunków dopuszczenia do notowań na głównym rynku warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

W opracowaniu uwzględniono również hipotezy cząstkowe, których weryfikacja pozwala na wielowymiarowe spojrzenie na kwestie poruszone w hipotezie głównej, w tym:

- rynek NewConnect cieszy się dużym zainteresowaniem strony podażowej zarówno ze względu na możliwość pozyskania kapitału przez emitentów, jak i sprzedaż istniejących akcji przez dotychczasowych właścicieli;

- rynek NewConnect wybierają przede wszystkim spółki małe, o kapitalizacji nieprzekraczającej 10 mln zł, jednakże funkcjonują na nim również podmioty o znacznie większej wartości rynkowej;

– rynek NewConnect umożliwia przeprowadzenie oferty pierwotnej przedsięwzięciom niezależnie od branży, w której funkcjonują, a także województwa i kraju, w których zlokalizowana jest ich działalność;

– rynek NewConnect stanowi komplementarne, w stosunku do rynku głównego warszawskiej GPW, miejsce przeprowadzenia oferty pierwotnej.

Artykuł składa się ze wstępu, dwóch części zasadniczych oraz podsumowania. We wstępie określono cel, jaki przyświecał autorom opracowania, oraz wskazano hipotezy – główną i cząstkowe. Pierwsza z części zasadniczych dotyczy teoretycznych oraz prawnych aspektów funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu w Polsce, w tym miejsca NewConnect w ramach rynku kapitałowego oraz procesu przeprowadzania ofert pierwotnych i debiutu. Druga zawiera wyniki badań dotyczących liczby, kapitalizacji oraz ofert pierwotnych spółek na rynku alternatywnym, a także geograficznego i sektorowego podziału notowanych na nim emitentów. Podsumowanie artykułu zawiera ostateczne ustosunkowanie się autorów do hipotezy głównej oraz ogólne wnioski płynące z badań, a także wskazuje obszary, które wymagają dalszej analizy.

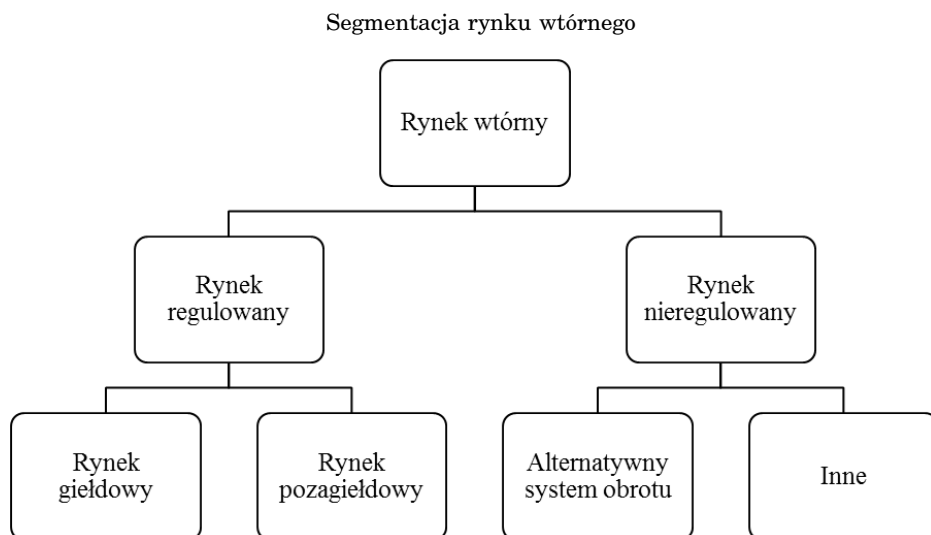
II. RYNEK NEWCONNECT JAKO ELEMENT POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

Rynki finansowe klasyfikowane są na podstawie różnych kryteriów, wśród których jednym z najważniejszych jest rodzaj instrumentów będących przedmiotem obrotu. Na tej podstawie wyróżnić można rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek walutowy oraz rynek instrumentów pochodnych. Zgodnie z powszechnie obowiązującą definicją rynek kapitałowy określa się jako rynek kapitałów średnio- i długoterminowych, na których kapitał jest lokowany i pozyskiwany przez emisję instrumentów finansowych o terminie trwania dłuższym niż jeden rok. Alternatywnie rynek kapitałowy to rynek długoterminowych papierów wartościowych, ułatwiających przepływ kapitału między jego właścicielami (inwestorami) a użytkownikami (emitentami)¹. Innym istotnym z punktu widzenia niniejszego opracowania jest podział rynków finansowych na podstawie kryterium podmiotu oferującego instrumenty finansowe. Takie ujęcie pozwala na podział na rynek pierwotny oraz rynek wtórny. Pierwszy z nich łączy wskazanych wcześniej użytkowników kapitału (emitentów) z jego dostawcami (inwestorami), ponieważ występuje w momencie sprzedaży papieru wartościowego przez emitenta pierwszemu właścicielowi (nabywcy), co umożliwia gromadzenie kapitału pozyskanego od ich pierwotnych dysponentów. Natomiast rynek wtórny obejmuje transformację kapitału, czyli zamianę formy, w jakiej utrzymywane są środki poprzez transakcje zachodzące pomiędzy inwestorami. Jest to zatem bieżący obrót istniejącymi już instrumentami finansowymi². Można dokonać dalszej segmentacji rynku wtórnego, której typową postać przedstawiono na schemacie 1.

¹ J. Czekaj (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 11-12.

² Ibidem, s. 14-15.

Schemat 1



Źródło: S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

Przedstawiony na schemacie 1 sposób określenia ram rynku wtórnego jest również charakterystyczny dla Polski. Dla osiągnięcia celu niniejszego opracowania najważniejsze znaczenie ma umiejscowienie na rynku kapitałowym alternatywnego systemu obrotu, a także jego znaczenie w świetle regulowanego rynku giełdowego. Zgodnie z zapisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przez pojęcie alternatywnego systemu obrotu rozumie się wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany poza rynkiem regulowanym. Jednocześnie w ustawie zaznaczono, że alternatywnego systemu obrotu nie stanowi rynek organizowany przez Narodowy Bank Polski ani przez organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu³. Organizatorem alternatywnego systemu obrotu (ASO) jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), czyli podmiot prowadzący również rynek regulowany w Polsce. Zasady funkcjonowania ASO określone są w Regulaminie alternatywnego systemu obrotu, zgodnie z którym przedmiotem obrotu na tym rynku mogą być zdematerializowane akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, kwity depozytowe, obligacje (z wyłączeniem obligacji emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski) oraz inne udziałowe papiery wartościowe lub inne dłużne instrumenty finansowe emitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, wprowadzone do tego obrotu⁴. Warto zaznaczyć, że

³ Art. 3 pkt 2) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. 2005, Nr 183, poz. 1538 ze zm.

⁴ § 1 ust. 2 Regulaminu alternatywnego systemu obrotu (według stanu prawnego na 1 marca 2013 r.).

zgodnie z polskim prawem przez obrót zorganizowany rozumie się obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu⁵. Podstawową różnicą pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu jest bezpośrednie podleganie pierwszego z nich nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego (KNF).

Rynek NewConnect działający w ramach alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez warszawską Giełdę Papierów Wartościowych rozpoczął funkcjonowanie 30 sierpnia 2007 r. Sama idea powstania rynku dla młodych, obarczonych znacznym ryzykiem przedsiębiorstw, ale oferujących inwestorom możliwość osiągnięcia wysokich stóp zwrotu, nawiązuje do najbardziej rozpoznawalnego alternatywnego rynku na świecie, tzn. AIM (*Alternative Investment Market*), prowadzonego z sukcesem przez London Stock Exchange (LSE) od 1995 r. Sugestie na temat utworzenia w ramach struktur rynku kapitałowego platformy obrotu dla spółek o podwyższonym ryzyku (z zaznaczeniem jednak, że byłby to system przeznaczony przede wszystkim dla inwestorów kwalifikowanych, angażujących się w inwestycje z pełną świadomością podejmowanego ryzyka)⁶, znalazły się już w przygotowanym przez Ministerstwo Finansów programie rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010” z kwietnia 2004 r.

Zgodnie z wizją organizatora rynek NewConnect ma za zadanie finansować rozwój małych i średnich przedsiębiorstw o dobrych perspektywach wzrostu, w tym działających w obszarze nowych technologii. W założeniu dopływ kapitału poprzedzający debiut rynkowy powinien pozwolić na wykorzystanie potencjału i innowacyjności, co powinno przełożyć się na dynamiczny przyrost wartości notowanych na nim przedsiębiorstw. Giełda Papierów Wartościowych deklaruje, że NewConnect jest przeznaczony dla spółek:

- o dużej dynamice wzrostu,
- tzw. start-upów, czyli spółek, które dopiero rozpoczynają działalność, jak również dla tych z dłuższą historią,
- poszukujących kapitału od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów złotych,
- reprezentujących sektory innowacyjne, oparte przede wszystkim na aktywach niematerialnych (np. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologia, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi),
- posiadających jasno nakreślony plan rozwoju⁷.

Jednocześnie organizator ASO zaznacza, że NewConnect oferuje niskie wymogi formalne, zarówno w kwestii dopuszczenia spółki na rynek oraz wynikające z obowiązków informacyjnych, nieduże koszty debiutu i notowań, promocję spółki wśród inwestorów i zwiększenie jej rozpoznawalności, a także prestiż związany z notowaniem spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

⁵ Art. 3 pkt 9) ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. 2005, Nr 183 poz. 1538 ze zm.

⁶ Strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004, s. 53.

⁷ Zob. www.newconnect.pl („o rynku”) (dostęp: 24.03.2013).

III. PIERWOTNA OFERTA AKCJI I DEBIUT NA RYNKU NEWCONNECT

Jedną z podstawowych i jednocześnie najistotniejszych funkcji rynku kapitałowego jest możliwość pozyskiwania przez przedsiębiorstwa długoterminowych środków na rozwój. Zgodnie z przedstawionymi wcześniej założeniami organizatora rynek NewConnect jest przeznaczony dla małych i średnich przedsiębiorstw, które znajdują się na wczesnym etapie działalności. W związku z tym warunki stawiane potencjalnym emitentom nie są bardzo restrykcyjne, zwłaszcza w odniesieniu do kryteriów określonych dla rynku regulowanego. Poniżej przedstawione zostały wymagania dotyczące wprowadzenia papierów wartościowych przedsiębiorstwa do alternatywnego systemu obrotu:

- sporządzenie odpowiedniego publicznego lub niepublicznego dokumentu informacyjnego;

- posiadanie akcji o nieograniczonej zbywalności;

- w stosunku do emitenta nie może toczyć się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne;

- wartość nominalna akcji spółki musi być równa co najmniej 0,10 zł;

- co najmniej 15% akcji objętych wnioskiem o wprowadzenie musi znajdować się w posiadaniu co najmniej 10 akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA) i nie jest podmiotem powiązany z emitentem;

- dla spółek planujących debiut na rynku NewConnect powyższa lista zostaje rozszerzona o konieczność prowadzenia działalności w formie spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej oraz współpracy z autoryzowanym doradcą (chyba że przedsiębiorstwo zostanie zwolnione z tego obowiązku przez organizatora ASO)⁸.

Z kolei kryteria dopuszczenia do obrotu akcji na rynku regulowanym GPW obejmują:

- a) sporządzenie odpowiedniego dokumentu informacyjnego (najczęściej prospektu emisyjnego), zatwierdzonego przez właściwy organ nadzoru (dla polskich spółek jest to KNF);

- b) posiadanie akcji o nieograniczonej zbywalności;

- c) w stosunku do emitenta nie może toczyć się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne;

- d) kapitalizacja spółki musi być równa co najmniej 60 mln zł (albo równowartość w złotych 15 mln euro), a w przypadku gdy akcje emitenta były przez co najmniej sześć ostatnich miesięcy przedmiotem obrotu na innym rynku regulowanym lub w organizowanym przez GPW alternatywnym systemie obrotu – co najmniej 48 mln zł (albo równowartość w złotych 12 mln euro);

- e) w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy uprawniony jest do wykonywania mniej niż 5% głosów na WZA, znajduje się co najmniej:

- 15% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego oraz

⁸ Na podstawie § 3 ust. 1 i 2 Regulaminu alternatywnego systemu obrotu (według stanu prawnego na 1 marca 2013 r.).

– 100 tys. akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego o wartości równej co najmniej 4 mln zł (albo równowartości w złotych równej co najmniej 1 mln euro)⁹.

Debiut w ASO może być poprzedzony ofertą nowych akcji na rynku pierwotnym, w wyniku której emitent pozyska dodatkowy kapitał na rozwój prowadzonej działalności, lub propozycją sprzedaży już istniejących akcji, pozwalającą na spieniężenie posiadanych udziałów przez dotychczasowych właścicieli. Na potrzeby niniejszego opracowania obie sytuacje określane są wspólnym mianem oferty pierwotnej. Istotne jest jednak rozróżnienie, czy przeprowadzana oferta ma charakter oferty publicznej, czy tzw. oferty prywatnej (ang. *private placement*). Zgodnie z regulacjami ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych¹⁰. Zatem oferta prywatna będzie obejmowała przypadki, w których propozycja nabycia akcji kierowana jest do zamkniętej grupy maksimum 99 podmiotów. Przeprowadzenie *private placement* jest znacznie łatwiejsze i mniej kosztowne od przeprowadzenia oferty publicznej, w szczególności nie wymaga przygotowania prospektu emisyjnego oraz jego zatwierdzenia przez KNF, obowiązuje dokument informacyjny tworzony we współpracy z autoryzowanym doradcą, który poświadcza jego zgodność z regulaminem ASO. Warto również zaznaczyć, że w wypadku przeprowadzania oferty publicznej poprzedzającej debiut na rynku NewConnect spółka podlega takim samym kryteriom dopuszczenia na rynek, jakie stosowane są dla rynku regulowanego¹¹. Z tego powodu przyjmuje się, że w Polsce oferty publiczne są charakterystyczne dla rynku głównego warszawskiej giełdy, natomiast alternatywny system obrotu wiąże się z ofertami prywatnymi.

IV. LICZBA SPÓŁEK NOTOWANYCH NA RYNKU NEWCONNECT I RYNKU REGULOWANYM

Rynek NewConnect od momentu utworzenia 30 sierpnia 2007 r. do końca 2012 r. dynamicznie się rozwijał, stale zwiększając liczbę notowanych na nim akcji spółek. Już na koniec 2007 r., po pierwszych czterech miesiącach funkcjonowania, rynek NewConnect obejmował 24 emitentów, a do końca 2012 r. liczba notowanych spółek wzrosła kilkudziesięciokrotnie – do 429. Pełen obraz liczby emitentów, którzy wprowadzili swoje papiery wartościowe do obrotu na rynku NewConnect uzyskać można dopiero po uwzględnieniu przypadków

⁹ Na podstawie § 3 ust. 1 i 2 Regulaminu Giełdy (według stanu prawnego 20 czerwca 2012 r.).

¹⁰ Art. 3 pkt 3 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. 2005, Nr 184, poz. 1539 ze zm.

¹¹ Zob. www.newconnect.pl („przewodnik dla spółek”) (dostęp: 24.03.2013).

Tabela 1

Wybrane statystyki rynku NewConnect

Rok	Liczba spółek	Liczba debiutów	Liczba wycofań spółek z obrotu	Spółki spełniające kryterium kapitalizacji dla rynku regulowanego	Liczba przejść spółek na rynek regulowany
2007	24	24	0	10	0
2008	84	61	1	4	1
2009	107	26	3	14	1
2010	185	86	8	25	8
2011	351	172	6	36	6
2012	429	89	11	40	2

Źródło: opracowanie własne.

wycofania akcji z rynku alternatywnego przez niektóre ze spółek. Dokonanie wspomnianej korekty zwiększa liczbę podmiotów, które zadebiutowały w latach 2007-2012 do 458. Największy procentowy wzrost liczby notowanych spółek w ujęciu rok do roku odnotowany został w 2008 r., w którym liczba notowanych podmiotów wzrosła skokowo o 250% – z 24 w 2007 r. do 81 w 2008 r. Dla całego badanego okresu (tj. 2007-2012) skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (CAGR¹², ang. *Compounded Annual Growth Rate*) liczby spółek notowanych na rynku alternatywnym ukształtował się na poziomie 78%. Dynamiczny rozwój rynku NewConnect jest szczególnie widoczny w przypadku porównania liczby notowanych emitentów z rynkiem regulowanym. W latach 2007-2012 liczba spółek notowanych na głównym rynku warszawskiej giełdy wzrosła o 87 – z 351 na koniec 2007 r. do 438 na koniec 2012 r. Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (CAGR) ukształtował się tym samym na poziomie 4,53%, co w porównaniu ze wskaźnikiem dla rynku NewConnect w wysokości 78% wyraźnie obrazuje zdecydowanie większe tempo przyrostu emitentów w przypadku rynku alternatywnego.

Coroczny przyrost emitentów na rynku NewConnect możliwy był dzięki utrzymującej się tendencji przewyższania przez liczbę spółek debiutujących liczbę wycofujących się spółek z obrotu. Rekordowym pod względem debiutów na rynku alternatywnym był 2011 r. Na parkiet rynku NewConnect wprowadzone zostały akcje 172 nowych spółek, co niemal podwoiło liczbę emitentów w stosunku do końca 2010 r. Pod względem liczby debiutujących emitentów rynek regulowany przewyższył rynek alternatywny tylko w 2007 r. Należy jednak zaznaczyć, że rok ten był pierwszym i w dodatku niepełnym rokiem

¹² $CAGR(t_0, t_n) = \left(\frac{V(t_n)}{V(t_0)} \right)^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1$, gdzie $V(t_0)$ – wartość początkowa, $V(t_n)$ – wartość końcowa, t_0 – rok

początku okresu, t_n – rok końca okresu.

funkcjonowania rynku NewConnect. W latach 2007-2012 na rynku regulowanym zadebiutowało łącznie 218 emitentów, o 240 mniej niż na rynku alternatywnym.

Od 2007 do końca 2012 r. z obrotu na rynku NewConnect wycofane zostały akcje 29 spółek. Liczba ta odpowiada za 6,33% wszystkich spółek, które zadebiutowały na rynku alternatywnym w badanym okresie. Największa liczba emitentów opuściła rynek alternatywny w 2012 r. – 11 spółek. Wynik ten niemal podwoił wcześniejszą liczbę przypadków wycofania spółek z lat 2008-2011, kiedy rynek NewConnect opuściło łącznie 18 emitentów – także i pod tym względem wypada ten rynek lepiej od rynku głównego, który w latach 2007-2012 opuściły 64 spółki.

Tabela 2

Wybrane statystyki rynku regulowanego GPW

Rok	Liczba spółek	Liczba debiutów	Liczba wycofań spółek z obrotu
2007	351	81	14
2008	374	33	10
2009	379	13	8
2010	400	34	13
2011	426	38	12
2012	438	19	7

Źródło: opracowanie własne.

Pomimo powszechnej opinii, że to brak odpowiednio wysokiej wartości rynkowej jest główną przeszkodą w przeniesieniu spółki na rynek regulowany¹³, w każdym z badanych okresów na rynku NewConnect notowane były podmioty spełniające regulaminowe kryterium minimalnej kapitalizacji wymaganej dla takiej zmiany. Od początku działalności rynku alternatywnego łącznie 18 emitentów przeniosło notowania swoich instrumentów na rynek regulowany. W samym 2012 r. kryterium kapitalizacji spełniało 40 spółek, na zmianę rynku zdecydowały się jednak tylko dwie z nich. Niechęć do zmiany rynku notowań spowodowana może być m.in. niższymi wymogami informacyjnymi obowiązującymi na rynku NewConnect względem tych, do których stosować się muszą spółki z rynku regulowanego.

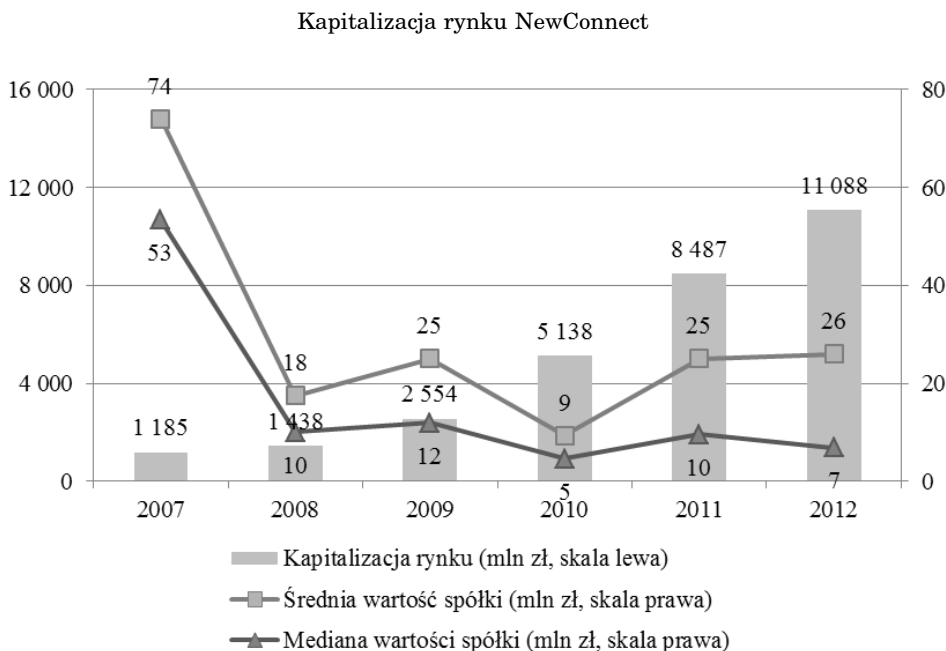
Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost liczby emitentów na rynku alternatywnym względem rynku regulowanego, zdecydowanie mniejsza liczba spółek wycofujących akcje z obrotu w ASO w porównaniu z rynkiem głównym oraz fakt, że na rynku NewConnect notowane były spółki, które mogły przenieść swoje notowania na rynek regulowany, a jednak tego nie uczyniły, pozytywnie można oceniać wpływ utworzenia rynku alternatywnego na rozwój rynku kapitałowego w Polsce.

¹³ P. Wiśniewski, *Przeprowadzki z NewConnect na rynek GPW*, „Akcjonariusz” 2012, nr 2, s. 60.

V. KAPITALIZACJA RYNKU NEWCONNECT

Rosnąca z roku na rok liczba emitentów przełożyła się bezpośrednio na wzrost wartości całego rynku. Od końca 2007 do końca 2012 r. łączna wartość spółek z rynku NewConnect wzrosła o 836% – z 1,185 mld zł do 11,088 mld zł. Okresem najdynamiczniejszego wzrostu omawianej charakterystyki był 2010 r., w którym wartość spółek notowanych na NewConnect w relacji do 2009 r. wzrosła o 101%. Dla badanego okresu skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (CAGR) wartości całego rynku wyniósł 56,4%. Wzrostowi kapitalizacji rynku nie towarzyszył wzrost średniej wartości notowanych na nim spółek. Dynamiczny przyrost emitentów sprawił, że z początkowej średniej wyceny spółki w wysokości 74 mln zł średnia na koniec 2012 r. spadła do 26 mln zł.

Wykres 1

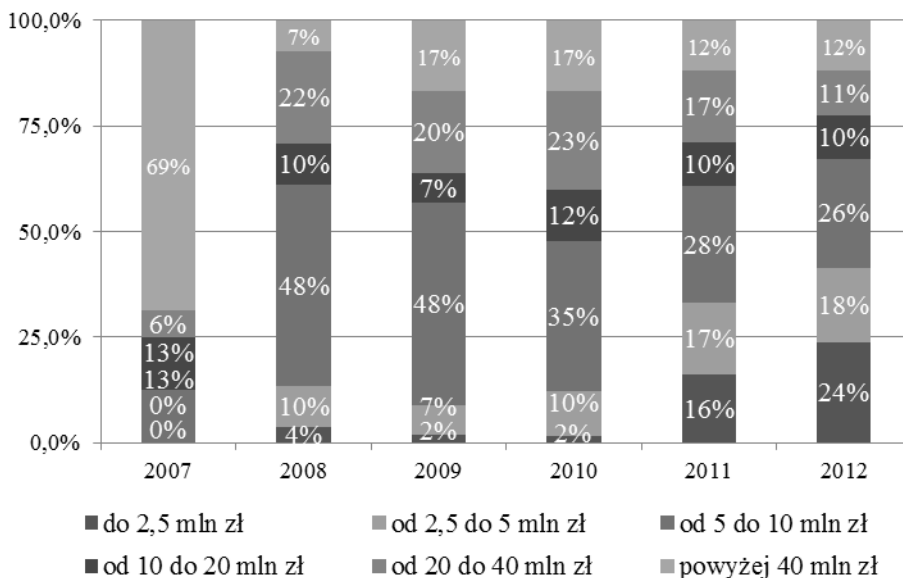


Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę wielkość spółek, rynek NewConnect charakteryzuje się dużym rozproszeniem. Średni udział spółek o kapitalizacji nieprzekraczającej 2,5 mln zł w latach 2007-2012 wyniósł 13,1%, natomiast spółek o kapitalizacji ponad 40 mln zł – 19,8%. Sprawia to, że lepszy obraz przeciętnej wartości spółki notowanej na rynku alternatywnym oddaje mediana. Na koniec 2007 r. mierzona medianą przeciętna wartość spółki z rynku NewConnect wynosiła 53 mln zł. Podobnie jak średnia wartość, tak i wartość przeciętna nie osiągnęła w latach 2008-2012 poziomu z końca pierwszego roku funkcjonowania rynku alternatywnego. Z końcem 2012 r. mediana ukształtowała się bowiem na

Wykres 2

Struktura spółek według kapitalizacji



Źródło: opracowanie własne.

poziomie 7 mln zł. Przyczyn spadku obu wskaźników należy dopatrywać się we wzrastającym udziale spółek o kapitalizacji nieprzekraczającej 10 mln zł w liczbie spółek ogółem notowanych na rynku NewConnect po 2007 r.

W pierwszym roku działalności rynek alternatywny zdominowany był przez podmioty o kapitalizacji powyżej 40 mln zł. Odpowiadały one za 69% notowanych wówczas spółek. Struktura rynku uległa zmianie już w następnym roku, w którym udział spółek o kapitalizacji przewyższającej 40 mln zł spadł o 62 p.p. – do poziomu 7%, rozpoczynając tym samym okres dominacji spółek o kapitalizacji nieprzekraczającej 10 mln zł. Udział wspomnianych spółek wzrósł w 2008 r. o 36 p.p. – z 26% do 62%. W kolejnych latach stan ten utrzymywał się na podobnym poziomie, ze szczytową wartością w 2012 r., spółki o kapitalizacji do 10 mln zł odpowiadały za 68% wszystkich notowanych podmiotów, przy 10-procentowym udziale spółek o kapitalizacji od 10 do 20 mln zł, 11-procentowym udziale spółek o kapitalizacji między 20 i 40 mln zł i 12-procentowym udziale spółek o wartości ponad 40 mln zł.

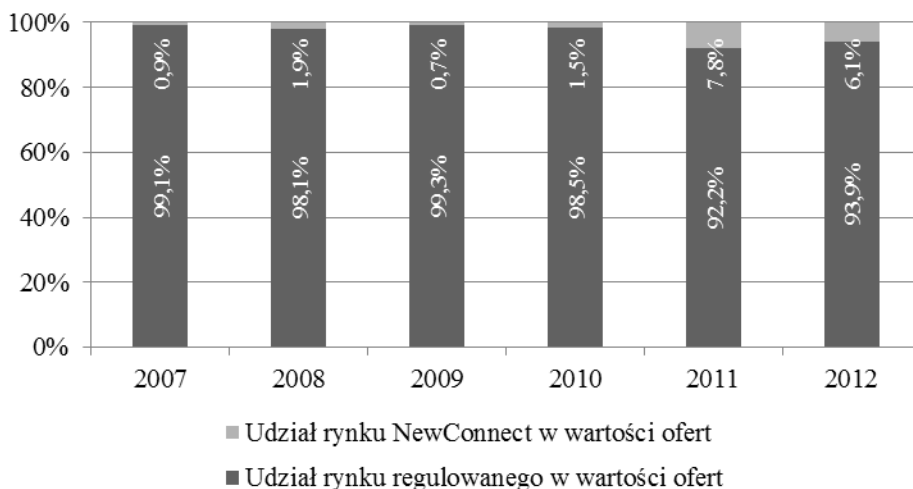
Rynek NewConnect, zdominowany przez spółki o kapitalizacji nieprzekraczającej 10 mln zł, stał się idealnym miejscem dla upublicznienia spółek z sektora MSP. Jednocześnie warty podkreślenia jest fakt, że swoje miejsce znajdują na nim także i większe spółki, o kapitalizacji wymaganej dla spółek z rynku regulowanego GPW, co w efekcie sprawia, iż ofertę pierwotną przeprowadzić mogą na nim podmioty o dowolnej wielkości.

VI. OFERTY PRZEPROWADZONE NA RYNKU NEWCONNECT A OFERTY NA RYNKU REGULOWANYM

Spółki, które w latach 2007-2012 zadebiutowały na rynkach giełdowych prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie przeprowadziły oferty pierwotne o łącznej wartości 64 mld zł. Za zdecydowaną większość odpowiadają w tym wypadku oferty z rynku regulowanego. Spółki przeprowadziły na nim oferty pierwotne o łącznej wartości 62,4 mld zł przy wartości ofert spółek z rynku alternatywnego na poziomie 1,59 mld zł. Rynek NewConnect zyskuje jednak na znaczeniu jako miejsce przeprowadzenia oferty pierwotnej, o czym świadczy wzrastający udział w wartości ofert na obu rynkach prowadzonych przez GPW z 0,9% w 2007 r. do 6,1% w 2012 r.

Wykres 3

Udział ofert pierwotnych na rynku regulowanym i rynku NewConnect w ofertach przeprowadzonych na rynkach giełdowych GPW w Warszawie



Źródło: opracowanie własne.

Z 458 spółek, które w latach 2007-2012 wprowadziły akcje do obrotu na rynku NewConnect, 425 przeprowadziło pierwszą ofertę sprzedaży akcji w formie oferty prywatnej, 17 – w formie oferty publicznej, natomiast 16 – spółek zadebiutowało na rynku NewConnect bez przeprowadzania oferty akcji. Od początku funkcjonowania rynku alternatywnego spółki przeprowadziły oferty sprzedaży nowych i istniejących akcji o łącznej wartości 1,591 mld zł. Zdecydowana większość to oferty sprzedaży nowych akcji, dzięki którym spółki pozyskiwały dodatkowy kapitał. Od rozpoczęcia działalności rynku łączna wartość wspomnianych ofert wyniosła 1,407 mld zł i stanowiła 88,5% wartości wszystkich ofert w latach 2007-2012. Wartość oferty sprzedaży istniejących akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy wyniosła łącznie 0,183 mld zł i było

to 11,5% wartości ofert we wskazanym okresie. Spółki z rynku alternatywnego najwięcej ofert pierwotnych przeprowadziły w 2011 r., było ich 169. Rok ten jest także najlepszym okresem w ujęciu wartościowym. Łączna wartość ofert wyniosła 724,6 mln zł, co stanowi 45,6% wartości ofert w latach 2007-2012. W żadnym z pozostałych badanych okresów spółki nie przeprowadziły ofert o wartości większej niż 243 mln zł.

Tabela 3

Wartość ofert przeprowadzonych na rynku NewConnect

Rok	Wartość ofert – nowe akcje (zł)	Wartość ofert – sprzedaż istniejących akcji (zł)	Łączna wartość ofert (zł)	Skumulowana wartość ofert (zł)
2007	148 803 064	13 644 006	162 447 070	162 447 070
2008	179 488 717	5 917 872	185 406 589	347 853 660
2009	52 334 788	100 200	52 434 988	400 288 648
2010	217 693 729	25 038 151	242 731 880	643 020 528
2011	602 385 785	122 456 882	724 842 667	1 367 863 195
2012	206 925 055	16 176 360	223 101 415	1 590 964 610

Źródło: opracowanie własne.

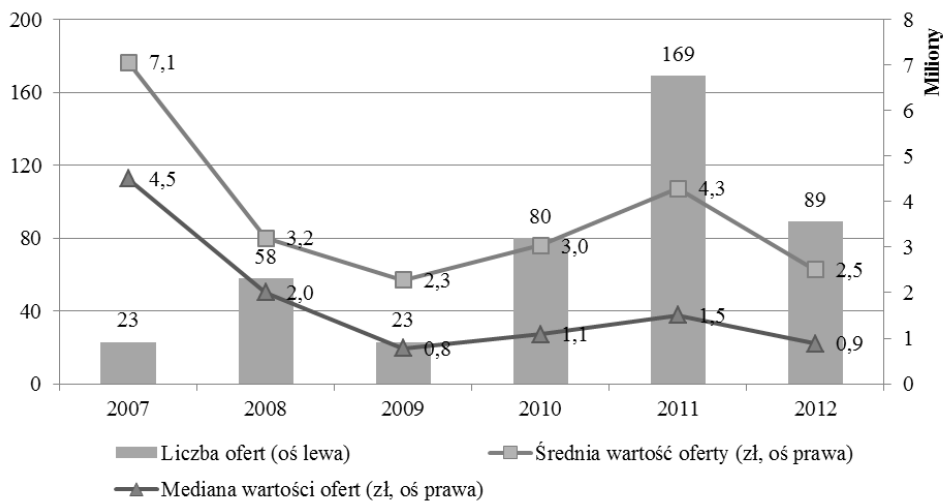
W latach 2007-2012 średnia wartość przeprowadzonej oferty pierwotnej ukształtowała się na poziomie 3,60 mln zł przy medianie na poziomie 1,41 mln zł. Okresem, w którym zarówno średnia wartość oferty, jak i wartość przeciętna były najwyższe, był 2007 r. Wartości te wyniosły odpowiednio 7,1 mln zł oraz 4,5 mln zł. Od tego czasu oba wskaźniki nie przekroczyły poziomu 4,3 mln zł dla średniej i 2,0 mln zł dla mediany. Najmniejsze w ujęciu wartościowym średnie oferty przeprowadzone zostały w 2009 r. (2,3 mln zł).

Poziomy, na których ukształtowały się średnie i mediany dla poszczególnych lat, wynikają bezpośrednio ze struktury ofert. W 2007 r. dominowały te o wartości od 4 do 8 mln zł, odpowiadając za 39% wszystkich ofert. W kolejnych latach udział tych ofert był już zdecydowanie mniejszy, osiągając na koniec 2012 r. jedynie 7% udział w ofertach ogółem. Poza 2007 r. wartość zdecydowanej większości ofert na rynku NewConnect nie przekraczała 4 mln zł. Oferty do tej wartości odpowiadały za 35% wszystkich ofert w 2007 r., natomiast na koniec 2012 r. ich udział wzrósł do 89%. Analiza struktury ofert pozwala stwierdzić, że rynek NewConnect odgrywa znaczącą rolę w zakresie niwelowania tzw. luki kapitałowej (ang. *equity gap*), czyli obszaru słabej podaży środków finansowych dla małych i średnich przedsiębiorstw. Ocenia się, że wskazana luka przed 2007 r. obejmowała przedział od 100 tys. aż do 10 mln zł¹⁴.

¹⁴ K. Górka, *Kto inwestuje na NewConnect?*, „Akcjonariusz” 2011, nr 4, s. 18.

Wykres 4

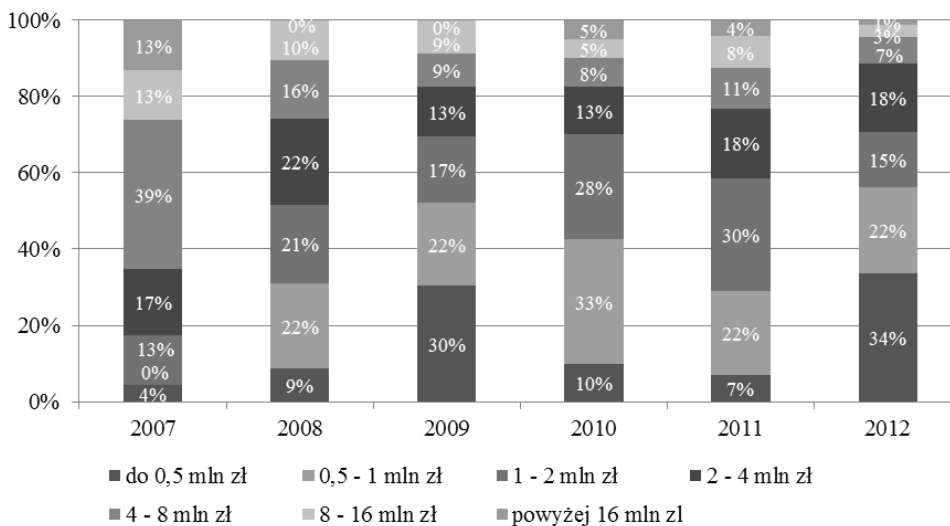
Statystyka ofert przeprowadzonych na rynku NewConnect



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5

Struktura ofert według wielkości



Źródło: opracowanie własne.

Po skorygowaniu wartości ofert pierwotnych na rynku NewConnect o te przeprowadzone przez spółki o kapitalizacji przekraczającej na dzień ich debiutu 60 mln zł otrzymujemy obraz rynku ofert pierwotnych dla spółek, które nie spełniały wymogu kapitalizacji dla rynku regulowanego. Na rynku NewConnect zadebiutowało 424 emitentów, którzy nie spełniali kryterium minimalnej kapitalizacji dla rynku głównego prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, a którzy dzięki rynkowi alternatywnemu uzyskali dostęp do rynku giełdowego. Emitenci ci przeprowadzili oferty o łącznej wartości 1,033 mld zł, z czego 942 mln zł stanowiły oferty sprzedaży nowych akcji, a 91 mln zł – oferty sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Tabela 4

Liczba i wartość ofert przeprowadzonych na rynku NewConnect z wyłączeniem spółek o kapitalizacji na dzień debiutu ponad 60 mln zł

Rok	Liczba debiutów	Wartość ofert – nowe akcje (zł)	Wartość ofert – sprzedaż istniejących akcji (zł)	Łączna wartość ofert (zł)	Skumulowana wartość ofert (zł)
2007	19	90 260 509	6 444 006	96 704 515	96 704 515
2008	58	156 155 394	5 917 872	162 073 267	258 777 782
2009	24	51 117 288	100 200	51 217 488	309 995 270
2010	82	153 893 729	25 038 151	178 931 880	488 927 150
2011	155	369 922 161	37 089 674	407 011 835	895 938 985
2012	86	121 378 229	16 176 360	137 554 589	1 033 493 573

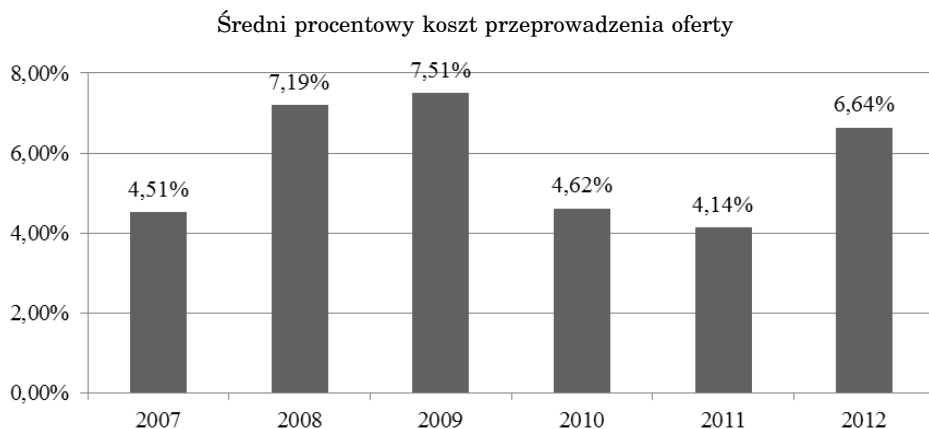
Źródło: opracowanie własne.

Wzrastający udział rynku NewConnect w wartości ofert przeprowadzonych na rynkach giełdowych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pozwala na jasne stwierdzenie, że rynek ten zyskuje na znaczeniu jako miejsce przeprowadzenia oferty pierwotnej. Jednocześnie rynek ten umożliwił przeprowadzenie ofert o wartości 1,033 mld zł przez podmioty, które w momencie pierwszego notowania nie spełniłyby kryterium minimalnej kapitalizacji wymaganej w przypadku debiutu na rynku regulowanym, a zdecydowana większość tych ofert miała na celu pozyskanie dodatkowego kapitału.

VII. KOSZT PRZEPROWADZENIA OFERTY PIERWOTNEJ NA RYNKU NEWCONNECT

Spośród 458 spółek, które w latach 2007-2012 zadebiutowały na rynku NewConnect, 379 podało informację o kosztach poniesionych w związku z ofertą przeprowadzoną przed debiutem na tym rynku. Procentowa relacja ponie-

Wykres 6



Źródło: opracowanie własne.

sionych kosztów w relacji do wartości oferty ukształtowała się w przedziale od 4,14% do 7,51%. Spółki z rynku NewConnect ponosiły najniższe koszty w relacji do wartości pozyskanego kapitału w latach 2007 oraz 2010-2011, stosunek ten wynosił kolejno 4,51%, 4,62% i 4,14%. Zdecydowanie wyższy procentowy udział kosztów w wartości oferty przypada natomiast na lata 2008-2009 i 2012. Koszty w wymienionych okresach ukształtowały się na poziomach odpowiednio 7,19%, 7,51% oraz 6,64%.

Tabela 5

Koszt oferty na rynku NewConnect

Rok	Średnia (zł)	Mediana (zł)
2007	349 025,98	200 000,00
2008	229 883,60	160 127,00
2009	171 188,99	140 000,00
2010	136 800,11	83 000,00
2011	156 147,86	115 500,00
2012	158 059,77	77 000,00

Źródło: opracowanie własne.

W ujęciu wartościowym średnie koszty debiutu w latach 2007-2012 wyniosły 178,40 tys. zł, natomiast mediana kosztów ukształtowała się dla wskazanego okresu na poziomie 110 tys. zł. Zarówno średni koszt w ujęciu wartościowym, jak i mediana, były najwyższe w 2007 r. Średnia dla debiutujących spółek wyniosła 349,03 tys. zł, natomiast mediana – 200 tys. zł. W ujęciu średniej wartości poniesionych kosztów spółki najtaniej przeprowadzały oferty

w 2010 r., średni koszt wyniósł wtedy 136,80 tys. zł. Inny obraz daje jednak mediana, która najniższy poziom osiągnęła w 2012 r. Wyniosła ona dla wskazanego okresu 77 tys. zł.

VIII. PODZIAŁ GEOGRAFICZNY SPÓŁEK Z NEWCONNECT

W okresie 2007-2012 na rynku NewConnect zadebiutowały spółki z każdego z 16 województw leżących na terenie Rzeczypospolitej Polskiej. Dodatkowo na rynek alternatywny zostały wprowadzone akcje 9 spółek zagranicznych, w tym z Czech (4), Bułgarii (1), Ukrainy (1), Wielkiej Brytanii (2) i Szwajcarii (1). W historii funkcjonowania rynku alternatywnego największa liczba emitentów posiadała w momencie debiutu swoją siedzibę w województwie mazowieckim. Łączna liczba emitentów z wymienionego województwa wyniosła 173, czyli 37,77% wszystkich spółek obecnych na rynku alternatywnym w badanym okresie. Z kolejnych pod względem liczby wprowadzonych emitentów województw, dolnośląskiego oraz śląskiego, na rynek NewConnect weszła taka sama liczba spółek – 63.

Tabela 6

Charakterystyka emitentów z uwzględnieniem podziału na województwa

Województwo	Liczba spółek	Suma ofert (mln zł)	Udział w liczbie spółek	Udział w sumie ofert
mazowieckie	173	553,12	37,77%	34,77%
dolnośląskie	63	134,66	13,76%	8,46%
śląskie	63	225,36	13,76%	14,16%
wielkopolskie	34	132,89	7,42%	8,35%
łódzkie	20	56,31	4,37%	3,54%
pomorskie	22	72,67	4,80%	4,57%
małopolskie	23	144,33	5,02%	9,07%
kujawsko-pomorskie	12	53,34	2,62%	3,35%
zachodniopomorskie	8	16,72	1,75%	1,05%
podkarpackie	1	5,50	0,22%	0,35%
warmińsko-mazurskie	8	23,01	1,75%	1,45%
świętokrzyskie	5	9,85	1,09%	0,62%
opolskie	6	18,68	1,31%	1,17%
lubelskie	4	42,53	0,87%	2,67%
podlaskie	4	8,00	0,87%	0,50%
lubuskie	3	3,60	0,66%	0,23%
zagranica	9	90,41	1,97%	5,68%

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie jak w wypadku liczby emitentów, którzy zadebiutowali na rynku alternatywnym w latach 2007-2012, największe oferty poprzedzające wprowadzenie przeprowadziły spółki z województwa mazowieckiego. Łączna wartość ofert spółek ze wspomnianego województwa ukształtowała się na poziomie 553,12 mln zł, co stanowi 34,77% wartości wszystkich ofert w historii działalności rynku NewConnect. Drugim województwem pod względem wartości przeprowadzonych przez spółki ofert jest województwo śląskie (225,36 mln zł, 14,16% wartości ofert w historii funkcjonowania rynku alternatywnego).

Tym samym rynek NewConnect dostępny jest dla spółek niezależnie od miejsca ich siedziby, która znajduje się czy to w Polsce, czy za granicą. Dostęp ten pozwala im jednocześnie na przeprowadzenie ofert pierwotnych zarówno w celu pozyskania dodatkowego kapitału, jak i sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy.

IX. PODZIAŁ SEKTOROWY SPÓŁEK Z NEWCONNECT

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, która jest organizatorem alternatywnego systemu obrotu, wyróżniła na rynku NewConnect 14 sektorów, do których przypisani zostali poszczególni emitenci. Podział sporządzony przez

Tabela 7

Charakterystyka emitentów z podziałem na rodzaj działalności

Sektor	Liczba spółek	Suma ofert (mln zł)	Udział w liczbie spółek	Udział w sumie ofert
Handel	68	149,14	14,85%	9,37%
Usługi inne	59	96,20	12,88%	6,05%
Inwestycje	28	191,05	6,11%	12,01%
Informatyka	42	66,94	9,17%	4,21%
Budownictwo	35	172,28	7,64%	10,83%
Technologie	38	125,33	8,30%	7,88%
Usługi finansowe	40	215,98	8,73%	13,58%
Media	39	58,73	8,52%	3,69%
Nieruchomości	18	79,40	3,93%	4,99%
Ochrona zdrowia	25	241,94	5,46%	15,21%
Wypoczynek	17	32,49	3,71%	2,04%
E-handel	12	22,88	2,62%	1,44%
Eco-energia	14	41,14	3,06%	2,59%
Recykling	11	73,17	2,40%	4,60%
Telekomunikacja	12	24,30	2,62%	1,53%

Źródło: opracowanie własne.

Giełdę Papierów Wartościowych skupia w poszczególnych sektorach m.in. spółki z branży budowlanej, handlowej, ochrony zdrowia, informatycznej czy technologicznej. Zgodnie z tym podziałem najliczniej na rynku alternatywnym reprezentowany jest sektor handlowy skupiający 68 emitentów, których akcje trafiły do obrotu w latach 2007-2012 (14,85% wszystkich spółek). Ponad 10-procentowy udział w liczbie spółek obecnych na tym rynku posiada także sektor usług innych, skupia on 59 spółek (12,88% emitentów).

Pod względem wartości przeprowadzonych w latach 2007-2012 ofert liderem jest sektor ochrony zdrowia. Spółki należące do wspomnianej branży przeprowadziły oferty o łącznej wartości 241,94 mln zł, co stanowi 15,21% wartości wszystkich ofert w latach 2007-2012. Ponad 10-procentowy udział w wartości ofert posiadają jeszcze sektory usług finansowych (215,98 mln zł, 13,58%), inwestycyjny (191,05 mln zł, 12,01%) oraz budowniczy (172,28 mln zł, 10,83%). Najmniejsze łączne oferty poprzedzające wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu przeprowadziły spółki z sektora e-handlu. Oferty te wyniosły 22,88 mln zł, co stanowiło jedynie 1,44% sumy ofert w badanym okresie.

Rzeczywistość rynkowa zweryfikowała początkowe przeznaczenie NewConnect dla spółek z sektora nowych technologii. W efekcie swoje miejsce na rynku alternatywnym znalazły spółki z różnych branż, od budowlanej do wypoczynkowej.

X. PODSUMOWANIE

Przeprowadzone badania w pełni pozwoliły na osiągnięcie zakładanego celu opracowania. Wyniki potwierdzają hipotezę główną, mówiącą o tym, że rynek NewConnect zyskuje na znaczeniu jako miejsce przeprowadzania ofert pierwotnych, ze szczególnym uwzględnieniem przedsiębiorstw niespełniających warunków dopuszczenia do notowań na rynku głównym GPW, zarówno w ujęciu wartościowym (suma przeprowadzanych ofert), jak i względnym (udział ofert pierwotnych w ogólnej ich sumie w systemie alternatywnym). Zweryfikowano również hipotezy cząstkowe, potwierdzając daleko bardziej uniwersalny charakter rynku NewConnect niż w pierwotnych założeniach jego organizatora. Dane potwierdzają stwierdzenie, że zainteresowanie rynkiem NewConnect jest wynikiem możliwości pozyskania dodatkowego kapitału na rynku pierwotnym, a ponadto znaczący jest udział w ofertach akcji sprzedawanych przez dotychczasowych właścicieli. Poza dominującymi na rynku spółkami małymi, których kapitalizacja nie przekracza 10 mln zł, w formule alternatywnego systemu obrotu z powodzeniem funkcjonują również podmioty o znacznie większej wartości rynkowej, również spełniające kryterium minimalnej kapitalizacji wymaganej przy przejściu na główny parkiet warszawskiej giełdy. O uniwersalnym wymiarze rynku NewConnect świadczy także struktura emitentów, zarówno w aspekcie geograficznym, jak i sektorowym. Po pierwsze ASO jest dostępny dla spółek niezależnie od miejsca lokalizacji siedziby. Po drugie, na rynku alternatywnym obecna jest szeroka reprezentacja różnych branż, w których działają spółki z sektora MSP. Co ważne, nie pokrywa się ona z pierwotnymi założeniami GPW mówiącymi o tworzeniu rynku NewConnect

z myślą o branżach nowych technologii, biotechnologii, energii alternatywnej i podobnych, choć są one również reprezentowane. Ostatnia z potwierdzonych hipotez cząstkowych mówi o komplementarnym, w stosunku do rynku regulowanego, charakterze NewConnect jako miejsca przeprowadzania oferty pierwotnej. Przeprowadzona analiza pozwala stwierdzić, że dominujący udział mają oferty, których przeprowadzenie nie byłoby możliwe w ramach procesu upublicznienia poprzez główny parkiet GPW, co sprawia, że NewConnect uzupełnienia ofertę warszawskiej giełdy. Badania pokazują również, że istnieje grupa podmiotów, która mimo spełniania kryteriów przeniesienia notowań preferuje notowanie akcji w ramach ASO, co również może świadczyć o preferencjach emitentów w zakresie oferty, debiutu, a także restrykcyjności obowiązków informacyjnych, a docelowo – o atrakcyjności samego rynku NewConnect.

Autorzy dostrzegają konieczność prowadzenia dalszych badań w dotychczasowym zakresie w miarę rozwoju rynku, a także potrzebę ich rozszerzenia na dodatkowe obszary. Pierwszy aspekt dotyczy zmian regulacyjnych w ASO, które zmierzają w kierunku zaostrzenia kryteriów wprowadzania spółek do obrotu oraz bardziej rygorystycznego przestrzegania obowiązków informacyjnych, co może mieć wpływ na dynamikę przyrostu liczby spółek, a także wartość przeprowadzanych ofert pierwotnych. Drugi aspekt dotyczy wpływu zmieniającej się koniunktury giełdowej na atrakcyjność rynku NewConnect – od momentu utworzenia ASO działa w okresie spowolnienia gospodarczego, co paradoksalnie mogło być jedną z przyczyn jego sukcesu. Poprawa sytuacji w gospodarce może oznaczać z jednej strony łatwiejszą możliwość przeprowadzenia oferty publicznej i debiutu na rynku regulowanym, jednak z drugiej – może również tworzyć nowe możliwości rozwojowe dla małych i średnich przedsiębiorstw, które kapitał na realizację inwestycji będą chciały pozyskać z wykorzystaniem rynku NewConnect.

mgr Marcin Markiewicz
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
marcin.markiewicz@ue.poznan.pl

Piotr Zygmanski
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

THE IMPORTANCE OF THE NEWCONNECT MARKET AS A VENUE FOR CONDUCTING INITIAL OFFERINGS

Summary

The paper aims to answer questions concerning the characteristics of the development process of the NewConnect market since its launch until the end of 2012, with particular emphasis on the results of an analysis of initial offerings conducted by companies willing to be listed. First, the authors' objective and hypotheses are presented, followed by a description of the theoretical and legal aspects of the Alternative Trading System in Poland, including NewConnect and its place within the capital market, and the process of conducting an IPO and stock market debut. The second part of the paper contains the results of a research of the number, capitalization and initial offerings of companies on the alternative market, as well as the geographical and sectoral distribution of listed issuers. The summary includes the authors' conclusions with regards the main hypothesis and general findings arising from the literature and empirical research, as well as identification of areas that require further analysis. The study allowed full realisation of the main objective. The results confirm the primary hypothesis, proving that NewConnect is gaining importance as a place to conduct an initial offering, in particular by companies which otherwise do not meet the conditions of admission to trading on the main market of the Warsaw Stock Exchange, both in terms of their value (the sum of offerings conducted) as well as the relative share (of IPOs in the alternative system in their total value) on the Polish capital market. Verification of secondary hypotheses was also successful, proving a far more universal character of the NewConnect market than assumed originally by the Organizer, and its complementarity with the main market of the Warsaw Stock Exchange.

Copyright of Journal of Law, Economics and Sociology is the property of Faculty of Law and Administration of Adam Mickiewicz University in Poznan and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.

Właścicielem praw autorskich do „Ruchu Prawniczego, Ekonomicznego i Socjologicznego” jest Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Zawartość czasopisma nie może być kopiowana, przesyłana do innych stron internetowych bądź zamieszczana na blogach bez pisemnej zgody wydawcy. Niemniej artykuły można drukować, kopiować lub przysyłać w formie elektronicznej na własny użytek.