

## Argentina Reporte Especial

# Compañías Financieras Cautivas: situación y perspectivas

### Analistas

Emiliano A. Fiori  
+5411 5235 8132  
Emiliano.fiori@fitchratings.com

Ana Gavuzzo  
+5411 5235 8133  
Ana.gavuzzo@fitchratings.com

María Fernanda Lopez  
+5411 5235 8130  
Mariafernanda.lopez@fitchratings.com

Santiago Gallo  
+5411 5235 8137  
Santiago.gallo@fitchratings.com

Eduardo Sisti  
+5411 5235 8134  
Eduardo.sisti@fitchratings.com

Dario Logiodice  
+5411 5235 8136  
Dario.logiodice@fitchratings.com

Peter Shaw  
+1 212 908 0553  
Peter.shaw@fitchratings.com

### Artículos Relacionados

- [Credit Analysis on the Argentine Republic](#)
- [Review and Outlook of the Argentine Financial System](#)
- [GlobalAutomotive Industry Outlook 2009](#)
- [US Auto: Asset Quality Review 4Q08](#)

### Resumen ejecutivo

El mercado automotriz a nivel mundial transita un período de crisis, profundizado a partir de la tormenta financiera desatada en julio'07 por los problemas con las deudas hipotecarias en USA y los inconvenientes propios que experimentan las tres principales automotrices estadounidenses, Ford Motor Co., Chrysler LLC y General Motors Corp. La delicada situación impulsó la intervención de varios Estados que pusieron a disposición de las automotrices paquetes especiales de ayuda, principalmente a través de líneas financieras, garantías y subsidios o estímulos fiscales para incentivar la compra de automóviles nuevos.

La magnitud de la crisis aún se desconoce, y la situación crediticia de las empresas involucradas estará íntimamente ligada a la evolución de los hechos. Por otra parte, el activo rol de los Estados resultará de fundamental importancia para moderar los efectos negativos, en especial en cuanto a la caída natural en las ventas, que en muchos casos ya estableció niveles record para los últimos años; en EEUU las ventas de autos y camionetas se redujeron en un 40% interanual en febrero'09, lo cual se constituyó en el mayor descenso mensual en más de 30 años; fenómenos similares ocurrieron en Europa Occidental, y en Argentina la disminución en las ventas para ese mes fue del 30.2%. De todos modos, en los meses siguientes las caídas fueron más moderadas (en USA -28% y en Argentina -17.7%, en junio'09).

En cuanto a la Argentina, los efectos de la crisis internacional y los problemas de la economía local terminaron con el período expansivo de cinco años en la industria automotriz que venía experimentando este país.

El presente informe tiene por objeto analizar la situación de los brazos financieros de las terminales automotrices y sus perspectivas futuras. Para ello Fitch puso especial énfasis en el grado de solvencia de cada compañía (y en soporte que cada una posee por parte de la terminal automotriz relacionada), en la calidad de las financiaciones que otorgan y en los mecanismos de fondeo que utilizan, considerando en todo momento la situación actual del mercado y sus posibilidades futuras. En algunos temas, y para un mayor entendimiento, Fitch consideró apropiado comparar la situación al inicio y al final de la etapa expansiva del ciclo.

Por otra parte, se contempla que las compañías financieras de terminales automotrices se encuentran en mejor posición respecto de otras entidades que actúan en el sistema financiero argentino y, por lo tanto las hace menos vulnerables a los movimientos inesperados de la economía que puedan ejercer presiones en la calidad de las carteras, las alternativas de fondeo e incluso los recursos necesarios para hacer frente al pago de obligaciones.

Por último, se menciona que una de las variables principales que se tienen en cuenta al calificar este tipo de compañías es la calidad de las carteras que integran sus activos principales; en este sentido se observó que los ratios de morosidad y la importancia de las garantías son mejores que los del resto del sistema financiero argentino.

## El mercado automotriz argentino

En Argentina el mercado de automotores se encuentra concentrado; al cierre de junio'09, las siete principales fábricas cubrieron el 90.7% de las ventas totales. A su vez, dichas fábricas poseen participación, directa o indirecta, en el capital de las Compañías Financieras Cautivas (CFCs), o forman parte de los mismos grupos económicos. A continuación se observa un gráfico con el detalle de las principales fábricas y sus respectivas financieras:

FABRICA (*)	MARKET SHARE	CFC RELACIONADA (**)	MARKET SHARE
VOLKSWAGEN ARGENTINA S.A.	19,6%	VW CF	0,14%
GENERAL MOTOR ARGENTINA SRL	14,7%	GMAC CF	8,29%
PSA PEUGEOT-CITROEN S.A.	14,7%	PSA FINANCE CF	5,58%
RENAULT ARGENTINA S.A.	12,6%	ROMBO CF	6,72%
FORD ARGENTINA S.A.	12,6%	FORD CREDIT	4,59%
FIAT AUTO ARGENTINA S.A.	10,4%	FIAT CF	4,07%
TOYOTA ARGENTINA S.A.	6,2%	TOYOTA CF	2,00%
MERCEDES-BENZ ARGENTINA S.A.	2,0%	MERCEDES BENZ CF	6,85%
OTRAS	7,3%	OTRAS	61,76%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>
(*) Datos a junio'09, fuente: Adefa			
(**) Datos a diciembre'08, fuente: BCRA sobre prestamos prendarios del SFA			

Este tipo de compañías son relativamente nuevas en el sistema financiero argentino (SFA) y, si bien no son muchas, la actividad se desarrolla bajo una fuerte competencia, dada la presencia en el mismo mercado de otras entidades, en particular los bancos (comprendidos en el ítem "Otras" del cuadro anterior). Por otra parte, a pesar de algunos esfuerzos llevados a cabo para intentar diversificar los tipos de financiación (el otorgamiento de préstamos personales de consumo podría ser un ejemplo), aún existe una fuerte dependencia respecto a dos puntos principales: (i) la suerte que corre la producción automotriz y la venta de vehículos y (ii) la participación de la venta financiada en el total de ventas del mercado.

Las CFCs en su conjunto tienen una baja participación dentro del SFA; a diciembre'08 los préstamos correspondientes a CFCs representaron el 2% del total de préstamos y el 3.1% del total de préstamos de entidades privadas, aunque si se compara contra el total de préstamos prendarios vigentes en el SFA a dicha fecha, el ratio asciende al 38.2%, con lo que se demuestra la importancia de estas empresas en el negocio al que se dedican.

### Performance últimos años

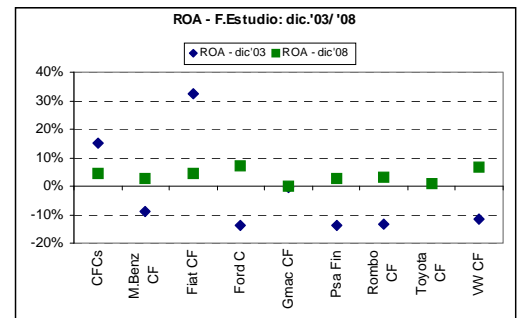
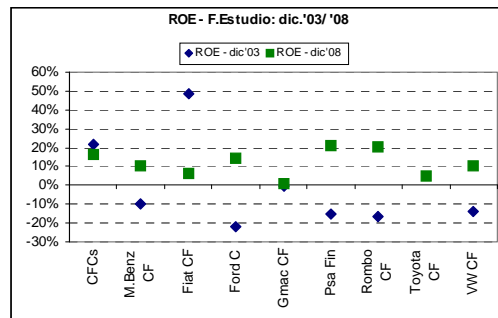
Luego de la crisis económico-financiera de 2001 y especialmente a partir del año 2004, el mercado automotriz argentino transitó una etapa de fuerte recuperación. La fase expansiva del ciclo se prolongó hasta fines de 2008, momento en el cual las negativas consecuencias de la crisis financiera internacional, sumadas a la incertidumbre en el contexto local, provocaron un cambio en las expectativas de los consumidores y una significativa contracción en los volúmenes de actividades. El ejercicio 2008 cerró con un total de 611.770 unidades vendidas, casi cuatro veces el total vendido en el ejercicio 2003 y record absoluto para el mercado argentino, mientras que el mismo efecto se produjo en cuanto al crecimiento de los activos de las CFCs (+4.1 veces).

Unidades vendidas (Fuente: Adefa)			Activos Totales en \$ millones (Fuente: BCRA)									
Año	Cantidad	Var. Interanual	Fecha	Mercedes Benz CF	Fiat CF	Ford C	Gmac CF	Psa Fin	Rombo CF	Toyota CF	VW CF	CFCs
2003	155.126		dic.'03	51,90	106,86	376,95	152,46	24,60	30,09	-	180,23	923,10
2004	311.961	101,1%	dic.'04	47,04	129,32	387,07	264,07	30,28	62,77	-	42,50	963,05
2005	402.690	29,1%	dic.'05	39,15	157,85	235,27	349,74	64,62	117,55	60,33	44,12	1.068,62
2006	460.478	14,4%	dic.'06	366,57	178,14	294,40	453,39	109,46	271,34	123,33	43,13	1.839,77
2007	564.926	22,7%	dic.'07	655,98	225,57	279,97	777,46	265,33	492,79	232,04	47,58	2.976,71
2008	611.770	8,3%	dic.'08	731,36	376,68	397,29	790,02	453,05	596,16	352,68	52,89	3.750,12

El crecimiento en el volumen de negocios también impactó en el desempeño de las CFCs, que pasaron de obtener rentabilidades promedio negativas en el ejercicio 2003, a lograr buenos resultados en los cinco años posteriores (del año 2004 al 2008 inclusive). Los indicadores ROA y ROE obtenidos por las CFCs en 2003 ponen en evidencia la negatividad del contexto, mientras que por el contrario, en el ejercicio 2008 (final del período expansivo) se observan muy buenos ratios de rentabilidad.

Cabe aclarar que el ejercicio 2008 incluyó tres hechos que afectaron negativamente el contexto: (i) la crisis financiera internacional, que se profundizó a partir de la bancarrota de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de dicho año; (ii) el conflicto entre el Gobierno argentino y el sector agrario iniciado el 11 de marzo de 2008 con el anuncio del sistema de retenciones móviles, que mantuvo fuertes tensiones durante el 2T08, inyectó presiones adicionales a la economía argentina y modificó las expectativas de muchos consumidores, en particular aquellos de bienes durables como es el caso de los automotores, y (iii) la eliminación del sistema de jubilaciones privadas, en octubre'08, que implicó el traspaso de los trabajadores afiliados a las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs) al Estado; de esta forma, los fondos administrados por las AFJPs se volcaron al Estado, bajo la custodia por parte de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), hecho que generó una fuerte incertidumbre en los mercados locales.

A pesar de la magnitud que alcanzaron los episodios mencionados, las ganancias por el devengamiento de créditos ya otorgados por las CFCs en los meses/años anteriores, junto al moderado esquema de gastos que la mayoría de ellas poseen, hizo que continuaran los buenos niveles de rentabilidad, situación que podría revertirse en los próximos ejercicios (ver Perspectivas).



### Perspectivas

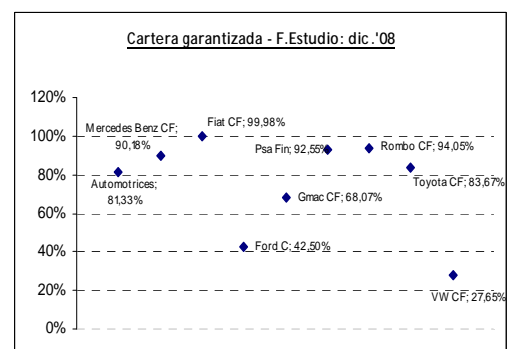
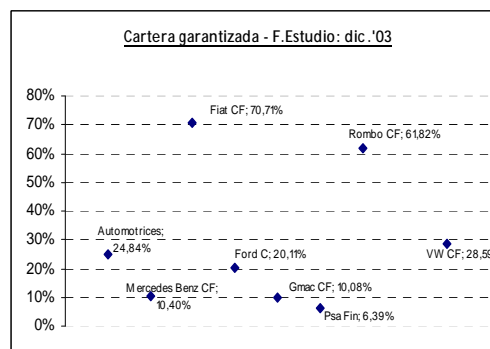
Los hechos mencionados previamente dieron lugar a un nuevo escenario económico que terminó con los cinco años de crecimiento del mercado automotriz. El mes de noviembre'08 fue el primer mes en Argentina, desde la recuperación iniciada en 2004, que tuvo un total de unidades vendidas inferior al mismo mes en el año anterior (noviembre'08: 42.752 vs. noviembre'07: 48.192, es decir, una caída del 11.3%). Por otra parte, en cuanto a unidades patentadas, también se observa el mismo fenómeno, situación que puede apreciarse con mayor nivel de detalle en el siguiente gráfico:



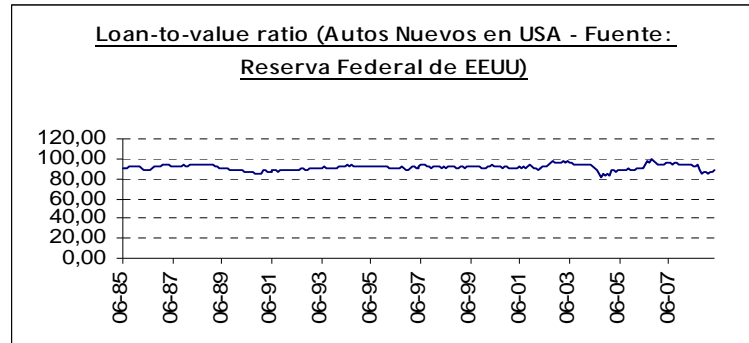
La caída correspondiente al mes de mayo'09, equivalente al 29% con respecto al mismo mes en 2008, se acerca a las proyecciones generalizadas de los analistas que indican caídas en torno al 30% para el ejercicio 2009. De todos modos, a pesar de esta fuerte contracción en los niveles de venta, Fitch considera que, en general, las CFCs continuarán obteniendo buenos resultados en 2009, y en menor medida también en 2010, debido al devengamiento de créditos originados en los años anteriores. La magnitud que podría tomar la crisis, con su potencial impacto en los niveles de actividad y empleo, y el rol que desempeñe el Gobierno será determinante para el futuro de esta actividad.

### Calidad crediticia de las financiaciones

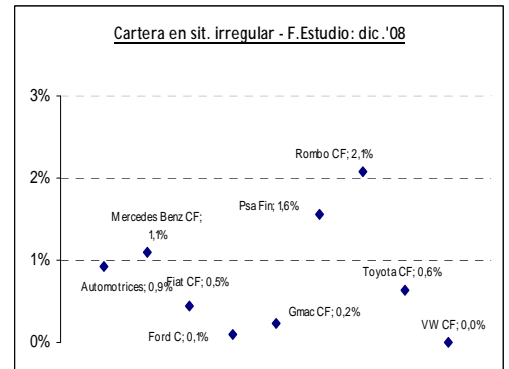
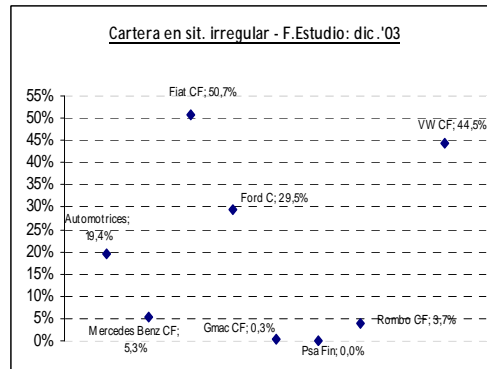
En la actualidad, las CFCs en Argentina poseen activos de muy buena calidad; esto se debe, principalmente, a que la gran mayoría de los préstamos otorgados incluyen prendas sobre el vehículo financiado (a diciembre'08, el 81.3% de las financiaciones en los balances de las CFCs tenían garantías prendarias); en Argentina, la ejecución de garantías prendarias resulta significativamente más ágil en comparación con otros activos, situación que favorece la gestión de cobranza de las CFCs. Como puede observarse en los siguientes gráficos, el porcentaje de cartera garantizada se incrementó considerablemente desde diciembre'03 a diciembre'08, y esto se debió a que antes de iniciarse el ciclo expansivo de actividades, gran parte de los fondos disponibles por las CFCs se encontraban alocados en préstamos a entidades financieras (sin garantías) y, a medida que fue creciendo el mercado, y por ende la demanda de créditos, dichos fondos fueron volcados hacia la financiación de vehículos (*core business* de estas compañías).



Otro de los aspectos fundamentales a tener en cuenta para poder analizar la calidad crediticia de los préstamos que otorgan las CFCs, es la relación que existe entre el monto del préstamo y el valor del bien a adquirir o *loan-to-value ratio* (*LTV*). En los últimos años, en Argentina dicho ratio osciló entre el 40% y 50% aproximadamente, mientras que en otros países, en general aquellos con mayor estabilidad macroeconómica, la proporción tiende a ser mayor. Como se puede apreciar en el gráfico, en EEUU desde 1985 a hoy, el *LTV ratio* se movió en torno a valores cercanos al 90%, con oscilaciones poco significativas (valor promedio del período: 91.4%, desviación estándar: 2.9%).



Las cartera de préstamos irregulares en los balances de las CFCs también tuvieron un cambio notable durante el período analizado, situándose en niveles muy bajos hacia el cierre de 2008, hecho que fortalece la afirmación sobre la importancia de las garantías en el comportamiento de los deudores. Además, el valor de mercado de los automóviles, en el período bajo estudio, acompañó los movimientos inflacionarios que tuvo la economía argentina (inflación oficial promedio para el período 2004-2008: 8.8%), y así conservó el valor de los activos financiados y, por ende, fortaleció la calidad de las garantías.



### Evolución de la Cartera irregular

	Mercedes Benz CF	Fiat CF	Ford C	Gmac CF	Psa Fin	Rombo CF	Toyota CF	VW CF	CFCs
dic.'03	5,3%	50,7%	29,5%	0,3%	0,0%	3,7%		44,5%	19,4%
dic.'04	1,5%	16,0%	7,0%	0,2%	0,1%	1,4%		25,4%	3,1%
dic.'05	0,1%	1,6%	0,6%	0,0%	0,2%	0,3%	0,0%	10,4%	0,5%
dic.'06	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,6%	0,1%	0,1%	0,3%
dic.'07	0,3%	0,5%	0,2%	0,2%	0,5%	1,1%	0,4%	0,0%	0,4%
dic.'08	1,1%	0,5%	0,1%	0,2%	1,6%	2,1%	0,6%	0,0%	0,9%

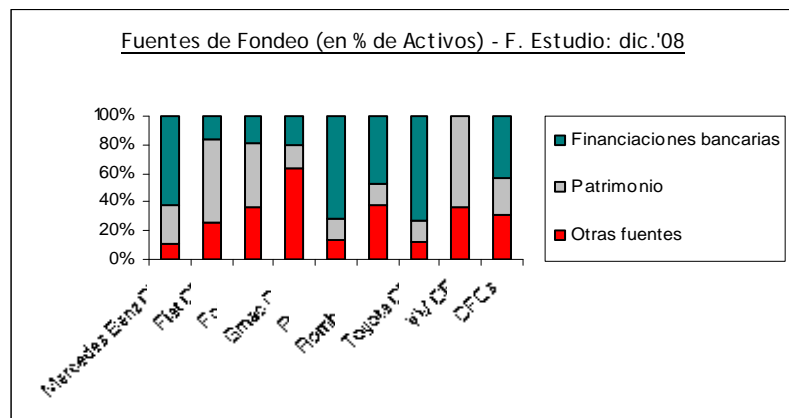
Fuente: BCRA

## Fuentes de fondeo

La baja diversificación en las fuentes de fondeo constituye una de las principales debilidades de las CFCs. En general, estas compañías utilizan dos fuentes principales de fondeo; en primer lugar se encuentran las financiaciones otorgadas por bancos locales (a diciembre'08 este tipo de fondeo representó el 58.2% de los pasivos totales de las CFCs), y en segundo lugar se ubica el capital propio de las entidades. Esta estructura de fondeo se considera de mayor vulnerabilidad, en especial en períodos de crisis o cuando el volumen de actividad tiende a la baja, por existir presiones adicionales en cuanto a la vigencia de líneas de crédito bancarias o en el costo de éstas.

Instrumentos como las obligaciones negociables (ONs) y los fideicomisos financieros (FFs), que constituyen alternativas de fondeo para las entidades financieras, no tuvieron gran utilización entre las CFCs hasta el momento. Con respecto a las ONs, sólo Rombo (3T06) y Mercedes Benz (2T09) realizaron emisiones. En el caso de Rombo, a diciembre'08 las ONs en balance representaron el 29% de su pasivo total, mientras que para Mercedes Benz la cifra ronda el 15% del pasivo total al cierre del 2T09. Con respecto a este tema, cabe destacar que la crisis financiera, ya sea por su impacto a nivel internacional como local, generó hostilidades en los mercados de capitales que enfriaron las posibilidades de utilización de estos recursos, aunque no se descarta que la ANSES pueda participar como inversor en este tipo de productos, como efectivamente ocurrió en la reciente emisión que realizó Mercedes Benz.

En cuanto a los FFs, solo Gmac Compañía Financiera S.A. utilizó esta herramienta, a partir del 3T08, debido a inconvenientes crediticios en su casa matriz Gmac LLC (USA) que dificultaron el acceso a las líneas de crédito locales.



Adicionalmente, en diciembre'08 la ANSES, en su primera licitación de fondos de la seguridad social adjudicó \$200 millones a cuatro entidades (Banco de la Provincia de Córdoba S.A., Banco de la Nación Argentina, Banco de la Provincia de Buenos Aires y Banco Credicoop Cooperativo Ltda.) para la financiación de créditos prendarios. Esta modalidad de colocación no se repitió en 2009, pero no se descarta que en los próximos meses dicho organismo pueda realizar nuevas licitaciones e incluso efectuar colocaciones de fondos a plazos fijos en distintas entidades, entre ellas las CFCs. De ser el caso, las compañías que reciban los fondos podrán reducir sus descalces de plazos entre activos y pasivos (la ANSES estaría en condiciones de colocar fondos por plazos superiores a los vigentes en el SFA), situación que reduciría sus niveles de riesgo.

## Solvencia de las CFCs

Todas las CFCs en Argentina están relacionadas con alguna Terminal Internacional, motivo por el cual para evaluar el grado de solvencia de cada CFC en particular, se debe tener en cuenta el nivel de solvencia que poseen dichas terminales. Existen

dos casos en los cuales la casa automotriz se asoció a una entidad bancaria local de primera línea para desarrollar juntos el negocio financiero; como consecuencia de este acuerdo, dicha entidad bancaria posee participación accionaria en la CFC. En el resto de los casos, la vinculación de la CFC con el grupo económico existe, ya sea en forma directa o indirecta. Actualmente Fitch califica a tres de las ocho CFCs en Argentina, aunque en la totalidad de los casos Fitch califica a las terminales relacionadas (ver cuadro).

CFC	Calificación (*)	ACCIONISTAS	GRUPO ECONOMICO	Calificación (**)
VW CF	-	99.99% Volkswagen Arg.SA - 0.01% Fernandez Pelayo Jesus	Volkswagen Group	BBB+, rating watch negativo
Gmac CF	-	75.7% Gmac LLC - 24.3% Pardo Rabello Inv. SRL	Gmac LLC	RD, rating watch positivo
Psa Fin	AA-(arg)	50% Banque PSA - 50% Banco Frances SA	Peugeot SA BBVA	BB+, perspectiva negativa AA-, perspectiva positiva
Rombo CF	AA-(arg)	60% Renault Credit Int.SA Banque - 40% Banco Frances SA	Renault SA BBVA	BB, perspectiva negativa AA-, perspectiva positiva
Ford C	-	99.77% Ford Credit Arg.SA - 0.23% Accionistas Agrupados	Ford Motor Credit Company LLC	CCC, perspectiva negativa
Fiat CF	-	99.99% Fidis Spa - 0.01% Fiat Auto Arg.SA	Fiat SPA	BB+, perspectiva negativa
Toyota CF	-	95% Toyota Financial Services Americas Corporation - 5% Toyota Motor Credit Corporation	Toyota Motor Corporation	A+, perspectiva negativa
Mercedes Benz CF	AA(arg)	99.99% Mercedes Benz Arg.SA - 0.01% Accionistas Agrupados	Daimler AG	BBB+, perspectiva negativa

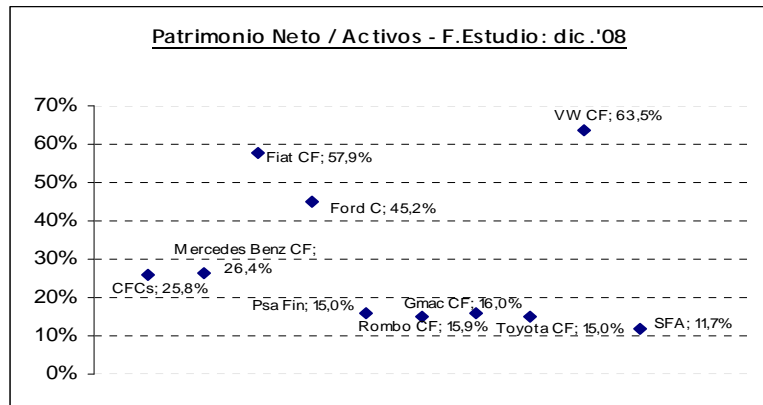
(\*) Calificación Nacional de Fitch Ratings vigente a la fecha de publicación del presente informe.

(\*\*) Calificación Internacional de Fitch Ratings vigente a la fecha de publicación del presente informe.

En el caso de las tres CFCs que cuentan con calificación nacional por parte de Fitch, esta calificación se sustenta en el soporte de las compañías relacionadas; en cambio en el resto de los casos, Fitch no puede emitir una opinión al respecto debido a la inexistencia de un proceso de calificación vigente a la fecha del presente informe.

Por otra parte, como es de público conocimiento, la industria automotriz estadounidense transita por un período de gran vulnerabilidad, con grandes interrogantes acerca del futuro del mercado y la suerte que tendrán las automotrices. Esta situación, aunque en menor medida, también se verifica en Europa, y se ve reflejada en la calificación asignada a las empresas, dependiendo del mayor o menor grado de exposición a estos mercados.

Si se analiza la estructura patrimonial de las CFCs en forma individual, se pueden observar buenos ratios de solvencia, con niveles de patrimonio sobre activos superiores, o muy superiores en ciertos casos, a la media del SFA, característica que constituye otra de las fortalezas que tienen este tipo de compañías y que las hace menos vulnerables con respecto a otras entidades financieras que operan en el mercado financiero argentino. El indicador de patrimonio neto sobre activos refleja esta situación (ver gráfico a continuación) y toma aún mayor fortaleza si se tiene en cuenta que los activos de las CFCs son menos riesgosos que los activos en manos de otras entidades financieras.



Otro de los aspectos que fortalece la solvencia de las CFCs consiste en la baja exposición respecto del sector público. A medida que se fue consolidando la fase expansiva del ciclo en la industria, a partir de 2004, las CFCs redujeron sus tenencias de títulos públicos hasta llegar a una exposición casi nula al cierre del ejercicio 2008. Esta característica permitió mitigar la volatilidad en los resultados de las CFCs, en especial por los vaivenes que existieron en los mercados financieros a partir de julio'07. Fitch prevé que esta situación no sufrirá modificaciones significativas en los próximos ejercicios.

Exposición con el Sector Público (en % sobre activos)

	Mercedes Benz CF	Fiat CF	Ford C	Gmac CF	Psa Fin	Rombo CF	Toyota CF	VW CF	CFCs
dic.'03	30,8%	115,9%	11,6%	7,7%	4,1%	0,0%		58,3%	32,7%
dic.'04	32,7%	97,5%	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	19,4%
dic.'05	0,0%	88,9%	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	42,4%	15,2%
dic.'06	0,0%	64,7%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	0,0%	37,7%	7,3%
dic.'07	0,0%	31,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	2,5%
dic.'08	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,1%

Fuente: BCRA

## Perspectivas de las calificaciones

En este punto el presente informe se limita a las CFCs que Fitch califica (Mercedes Benz Compañía Financiera Argentina S.A., PSA Finance Argentina Compañía Financiera S.A. y Rombo Compañía Financiera S.A.). En todos estos casos, Fitch considera que las calificaciones tienen perspectiva estable. De existir un deterioro en la calidad crediticia de los grupos económicos relacionados a las CFCs, podrían aparecer presiones en las calificaciones que impliquen una potencial baja de categoría. La crisis financiera internacional ha creado un marco suficiente como para producir un fuerte cambio en el rumbo de la industria a nivel global; las variaciones estructurales que se dieron o que estarían por darse en varias empresas del rubro, con probables fusiones y/o adquisiciones cambiarían las condiciones vigentes y podrían implicar variaciones en las calificaciones de las compañías. Por otra parte, el escenario económico local y las perspectivas para la economía del país, no hacen prever subas en las calificaciones en el mediano plazo.



Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.