

Collectivités locales  
France  
Rapport spécial

# La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?

## Analystes

David Diano  
+ 33 1 44 29 91 79  
david.diano@fitchratings.com

Christophe Parisot  
+ 33 1 44 29 91 34  
christophe.parisot@fitchratings.com

Mehdi Ali Fadli  
+ 33 1 44 29 91 45  
mehdi.fadli@fitchratings.com

## Rapports associés

- [Méthodologie internationale de notation des collectivités locales](#)
- [Le cadre institutionnel des collectivités locales françaises](#)

## Résumé

L'analyse de la dette constitue un des critères fondamentaux de la notation financière. Cette analyse porte notamment sur les facteurs de risque associés à la dette (risques de taux et de change, risques liés au profil d'amortissement ...). Dans le domaine des prêts aux collectivités locales, le développement extrêmement rapide de l'offre en produits structurés a conduit à une modification importante des facteurs de risque liés à la dette de ces entités.

Ce rapport montre comment le marché du financement des collectivités a progressivement évolué vers des produits de plus en plus complexes. Les établissements bancaires ont progressivement développé une palette très large de produits structurés promettant aux emprunteurs des gains spectaculaires. Cependant, deux exemples réels montrent que ces produits s'avèrent extrêmement risqués pour leurs souscripteurs.

La réglementation française, qui n'encadre pas la prise de risque par les collectivités locales souscrivant des produits structurés, a ainsi favorisé leur essor. Faute d'évolution suffisante du cadre réglementaire, il est paradoxalement plus contraignant pour une collectivité de souscrire des produits de couverture que des produits spéculatifs.

Contrairement à la comptabilité d'entreprises, les normes de la comptabilité publique n'ont pas évolué dans le sens d'une meilleure maîtrise de ces nouveaux produits. Les collectivités n'ont ainsi ni l'obligation d'évaluer le coût global des produits structurés ni celle de réaliser des provisions pour les pertes latentes qui pourraient en résulter. Elles sont donc incitées à une véritable fuite en avant consistant à masquer les pertes potentielles par la souscription de nouveaux financements encore plus risqués. L'encours des produits structurés souscrits par les collectivités françaises (régions, départements et communes) s'est ainsi développé très rapidement et pourrait atteindre 20 à 25 milliards d'euros. En outre, des produits de plus en plus risqués ont fait leur apparition.

L'étude d'exemples de pertes liées à l'utilisation des produits dérivés par des collectivités locales étrangères devrait inciter les acteurs français à davantage de prudence. Ainsi, deux pays comparables à la France méritent attention. En Italie, une réglementation de plus en plus contraignante a été mise en place pour répondre aux craintes liées à un développement incontrôlé des produits dérivés. A l'inverse, en Allemagne où la réglementation est peu contraignante, des cas de pertes ont déjà été observés et les acteurs suivent avec attention les actions en justice qui ont été engagées.

## La vente de produits structurés aux collectivités locales : le dernier Eldorado des banques ?

Les collectivités locales françaises présentent à la fois :

- des besoins de financement importants liés au niveau élevé de leurs dépenses d'investissement<sup>1</sup>,
- une haute qualité de crédit<sup>2</sup> liée notamment à un cadre légal relativement protecteur pour les créanciers (cf. rapport Fitch « Le Cadre institutionnel des collectivités locales françaises » du 4 avril 2008).

Il n'est donc pas étonnant que les prêteurs se livrent une concurrence intense sur ce segment.

Le marché du financement des collectivités locales a longtemps été caractérisé par d'importants volumes et un faible niveau de sophistication avec un endettement généralement à taux fixe. La baisse des taux amorcée dans les années 90, dans un contexte de forte concurrence entre les prêteurs puis de contraction relative du marché du fait du désendettement des collectivités, a conduit à une très forte réduction des marges bancaires. Toutefois, cette longue période de baisse des taux a également fourni aux banques un important relais de croissance à mesure que les collectivités étaient de plus en plus nombreuses à se lancer dans la gestion « active » de la dette afin de saisir les opportunités de marché.

On a ainsi vu se développer une offre bancaire de plus en plus complexe avec, dans un premier temps, le développement de produits dérivés de type *swaps*, *caps* ou « tunnels » (*collars*) permettant des arbitrages entre taux fixes et taux variables. Puis, progressivement ont été proposés des produits structurés de plus en plus complexes consistant, le plus souvent, en la combinaison d'un crédit et de la vente d'une ou plusieurs options permettant d'en bonifier le taux, en contrepartie de l'acceptation par le débiteur, souscripteur du produit structuré, d'une augmentation du risque encouru (cf. encadré p.4). Ces produits proposent souvent des taux extrêmement intéressants pendant les premières années du prêt puis, sur les années restantes, l'emprunteur s'engage à payer un taux dégradé et majoré, parfois dans des proportions très importantes, en fonction du niveau atteint par certains indices (taux d'intérêts à court ou long terme, taux de change, indices d'inflation ...).

Dans un premier temps, ces produits structurés ont été proposés dans le cadre du réaménagement d'anciens prêts à taux fixe, devenus trop onéreux par rapport aux taux de marché. Or, les prêteurs ne se seraient probablement jamais engagés dans un tel mouvement de renégociation de la portion la plus rémunératrice de leur portefeuille sans en attendre une contrepartie. Ainsi, si les collectivités ont pu afficher une réduction de leurs frais financiers, les produits qui leur ont été proposés ont induit des risques nouveaux en matière de taux. Ces opérations ont été réalisées dans un contexte d'encours global de la dette relativement stable, mais elles ont permis aux banques de dégager des marges substantielles sur ces produits réputés à forte valeur ajoutée. Les prêteurs ont donc réussi à imposer une situation paradoxale où, au lieu d'être rémunérés pour prendre un risque (de crédit) supplémentaire, ils l'ont été pour faire prendre un risque (de taux) à leurs clients.

<sup>1</sup> En 2007, les collectivités locales ont réalisé 45 milliards d'euros d'investissements (formation brute de capital fixe) soit 73% l'investissement public français (Source Eurostat).

<sup>2</sup> Les notes attribuées par Fitch Ratings à des collectivités locales françaises s'étalent de A- à AAA.

## Une réglementation obsolète qui encadre davantage les opérations de couverture que les produits spéculatifs.

Loin d'encadrer le développement des produits structurés et de limiter la prise de risque par les collectivités locales, la réglementation française a favorisé l'essor de ce marché.

Depuis 1982 et les lois de décentralisation, les collectivités françaises sont soumises aux règles de droit commun en matière de souscription de produits financiers et disposent en la matière d'une autonomie quasi-totale. Avec les premiers développements de produits dérivés à destination des collectivités, l'Etat a toutefois pris soin de réglementer ce marché naissant. Ainsi, la circulaire 92-260 du 15 septembre 1992 fixe des conditions à la souscription de produits dérivés de taux d'intérêt par les collectivités locales (cf. encadré). Elle limite notamment la souscription de tels contrats à des opérations de couverture des risques et précise que « l'engagement des finances des collectivités locales dans des opérations de nature spéculative ne relève ni des compétences qui leur sont reconnues par la loi ni de l'intérêt général ». Il est notamment rappelé que « les collectivités locales ne peuvent légalement agir que pour des motifs d'intérêt général présentant un caractère local ».

Cette réglementation était adaptée à la situation du marché des produits dérivés du début des années 90 et, de ce fait, elle ne s'applique qu'aux contrats « totalement dissociés de l'opération d'emprunt couverte » qui étaient les plus répandus. Les produits structurés apparus par la suite, qui combinent à la fois un emprunt et un ou plusieurs produits dérivés, sortent donc du champ d'application de cette circulaire et aucun texte nouveau n'a été adopté pour suivre cette évolution du marché. Les contrats de produits structurés échappent donc à toute réglementation spécifique alors même que la plupart des produits proposés aux collectivités sont contraires aux principes énoncés dans la circulaire de 1992. En effet, si un contrat de *cap*, voire de *swap*, peut être considéré comme un instrument de couverture, les nombreux contrats apparus ces dernières années et qui conditionnent, par exemple, le niveau futur des charges financières au taux de change de devises étrangères, sont clairement spéculatifs. De plus, le lien entre l'intérêt général à « caractère local » avec les contrats indexés sur des devises étrangères n'est pas flagrant.

On en arrive ainsi à un second paradoxe : il est plus facile pour une collectivité locale de souscrire un produit spéculatif que de réaliser une opération de couverture de ses risques.

## Un risque réel de fuite en avant ...

Le développement de l'encours en produits structurés des collectivités locales a été extrêmement rapide au cours des dernières années. Même s'il est difficile d'en faire un recensement exhaustif, on estime qu'il représente entre 20 et 25 milliards d'euros<sup>3</sup>. Au-delà de ce chiffre global, de fortes disparités existent, certaines entités n'ayant pas du tout recours à ces produits structurés<sup>4</sup> tandis que, pour d'autres, ils peuvent représenter plus de 50% de leur encours total de dette.

<sup>3</sup> Le périmètre retenu ici pour les collectivités locales inclut les communes, les départements et les régions. En considérant l'ensemble des administrations publiques locales (APUL), dont les EPCI (établissements publics de coopération intercommunale), l'encours de produits structurés pourrait atteindre entre 30 et 35 milliards d'euros pour un encours total de dette qui s'élevait à 137,5 milliards d'euros à fin 2007.

<sup>4</sup> C'est notamment le cas de collectivités de très grande taille qui ont su se doter des ressources et des procédures nécessaires à une gestion prudente de leur risque financier.

La circulaire 92-260 du 15 septembre 1992 sur les « Contrats de couverture du risque de taux d'intérêt offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux » est actuellement le seul texte limitant le recours aux produits dérivés par les collectivités locales françaises. Parmi les principales dispositions de cette circulaire on notera :

- l'obligation de recourir à des intermédiaires financiers agréés et une invitation à prendre en compte le risque de contrepartie
- l'obligation pour le représentant de l'Etat de déférer devant le tribunal administratif tout contrat jugé spéculatif car ne respectant pas les critères de couverture de risque tels que définis par le Conseil national de la comptabilité
- l'obligation pour l'exécutif d'obtenir une délégation de la part de l'organe délibérant et de fournir une information sur le montant et les caractéristiques des contrats signés ou envisagés,
- la limite fixée pour le notionnel des contrats de couverture, qui ne peut dépasser le montant de l'encours du sous-jacent couvert.

Il est également important de noter qu'au sein des produits structurés, qui constituent déjà la part la plus risquée de l'encours de dette, le profil de risque des produits eux-mêmes tend à augmenter. Initialement, des produits structurés que l'on pourrait qualifier de modérément risqués ont été abondamment proposés dans le cadre de la renégociation de certains emprunts indexés sur des taux fixes élevés mais aussi dans le cadre de nouveaux financements. Cependant, des produits structurés de plus en plus risqués ont vu le jour, souvent dans le but de refinancer un premier prêt structuré dont les conditions sont devenues défavorables.

Lors de la souscription d'un produit dérivé, l'argument le plus fréquemment avancé par le prêteur est la faible probabilité que l'indice sous-jacent atteigne le seuil fixé et, dans la majorité des cas, ce dépassement ne saurait être durable. Face à un produit structuré qui « dépasserait sa barrière », la réponse naturelle serait donc de considérer que cette situation est passagère et donc d'accepter de payer un taux dégradé en attendant que le marché revienne à des valeurs plus conformes aux anticipations.

Comment expliquer alors que certaines collectivités choisissent la fuite en avant et préfèrent refinancer leurs prêts au moment le plus défavorable, acceptant ainsi de prendre encore plus de risques ?

Il ne faut pas négliger la pression des prêteurs, qui voient là une occasion de proposer des produits toujours plus complexes et risqués sur lesquels ils pourront réaliser des marges bien plus substantielles que sur les produits standard (cf. exemple 1 de l'encadré p.5).

Cependant, l'offre commerciale des banques n'est pas le seul facteur expliquant l'empressement que les collectivités montrent à engager des renégociations qui peuvent se révéler hasardeuses. A ce titre, le rôle des normes comptables est tout aussi important.

### Que cache le taux bonifié ?

Les produits structurés proposés aux collectivités françaises peuvent en général être modélisés comme l'association :

- d'un prêt amortissable classique à taux fixe ou à taux variable
- et d'un contrat ou d'une combinaison de contrats dérivés qui incluent quasi systématiquement la vente d'un contrat d'option : contrat d'achat ou de vente à terme d'un actif sous-jacent pour un montant (valeur d'exercice) fixé au début du contrat.

C'est la vente de cette option qui va dégager les ressources permettant de bonifier le taux d'intérêt du prêt durant les premières années. Toute l'économie du prêt structuré repose donc sur la valorisation de cette option dont le prix (ou prime) dépend principalement de la volatilité du sous-jacent, de la durée de l'option et de sa valeur d'exercice. L'utilisation d'outils de calcul relativement complexes est indispensable pour valoriser une option mais une règle universelle doit tout de même être rappelée : plus la valeur de l'option est élevée, plus le risque associé est grand. Des options portant sur de longues durées ou sur des sous-jacents très volatils impliqueront donc des primes élevées.

Pour l'illustrer, prenons en exemple deux des types de produits structurés les plus largement diffusés, en s'appuyant sur des contrats effectivement souscrits par des collectivités françaises.

**Exemple 1 : Produit de pente souscrit en janvier 2006.**

L'option incluse dans ce contrat a pour sous jacent la différence entre les taux CMS (Constant Maturity Swap) à dix ans et à deux ans. Elle spéculé donc sur la « pente » de la courbe des taux.

Dans ce contrat, l'emprunteur paie 3,13% tant que  $(CMS\ 10 - CMS\ 2) \geq 0,30\%$  et 5,99% dans le cas contraire.

Sachant que le taux de référence des OAT 10 ans était en moyenne de 3,34% en janvier 2006, ce produit permet d'être nettement en dessous d'un taux fixe aux conditions de marché tant que l'option n'est pas exercée. Sous ces apparences relativement anodines, le risque associé à ce produit est pourtant réel. Ainsi, seulement un an après sa souscription, l'emprunteur s'est trouvé en situation de payer le taux dégradé. La valorisation du produit structuré faite à cette occasion a fait apparaître une valeur négative équivalant à 11% de l'encours du prêt.

Plutôt que d'accepter de payer le taux dégradé, la collectivité a décidé de refinancer ce prêt à l'aide d'un autre produit structuré qui permet, du moins en apparence, d'obtenir un taux encore plus bonifié. Ce second produit est nécessairement beaucoup plus risqué que le premier puisque l'option vendue doit financer à la fois la valeur négative du premier prêt, une bonification encore plus forte et, bien sûr, la rémunération de la banque qui se trouve, dans ce cas, en position de force pour augmenter sa marge.

**Exemple 2 : Produit à barrière sur taux de change souscrit en janvier 2007.**

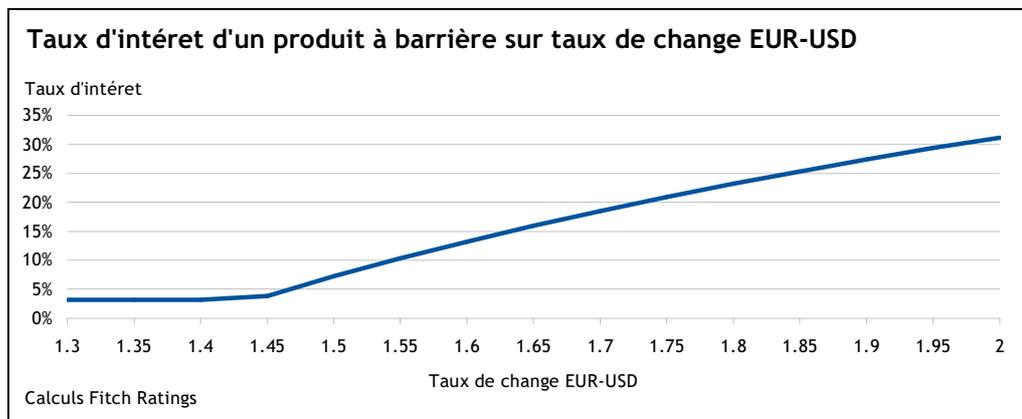
L'option incluse dans ce contrat spéculé sur la parité euro/dollar. Ces produits se sont développés très fortement sur la période récente car la très grande volatilité des taux de change permet d'atteindre des niveaux de primes très élevés.

Dans le contrat étudié, l'emprunteur paie un taux d'intérêt sur le prêt de :

- pendant les 3 premières années : 3,18%
- pendant les 10 années suivantes :
  - 3,18% si le taux EUR-USD < 1,44
  - 3,18% +  $(100 - 1,44/\text{EUR-USD})$  dans le cas contraire.

Pour mémoire, le taux de référence des OAT 10 ans était en moyenne de 4,06% en janvier 2007 tandis que le taux de change euro/dollar était à 1,30. Ce produit présentait donc une bonification potentielle extrêmement forte pour un risque qui pouvait alors être minimisé du fait qu'en janvier 2007 un taux euro/dollar à 1,44 paraissait encore fort improbable. L'expérience nous montre que le risque était bien réel et qu'il est bien plus important encore qu'avec le produit de pente décrit précédemment. Ainsi, si l'emprunteur devait payer le taux dégradé sur la base du taux moyen euro/dollar de juin 2008, il lui en coûterait un taux de 10,87%.

La courbe ci-dessous montre à quel point ces produits peuvent se révéler risqués. Si le taux de change euro/dollar atteignait 2,00, ce qui ne peut être totalement exclu à un horizon de dix ans, l'emprunteur serait amené à payer le taux exorbitant de 31,18%.



Une question se pose alors : que fera cet emprunteur à l'issue de la période initiale de trois ans si la barrière reste dépassée ? Les prêteurs lui permettront-ils de poursuivre sa fuite en avant ou sera-t-il contraint d'assumer ses pertes ?

## ... largement favorisé par des pratiques comptables inadaptées.

Les normes comptables internationales, tout comme les normes européennes applicables aux sociétés faisant appel public à l'épargne<sup>5</sup> imposent aujourd'hui la comptabilisation des instruments financiers à leur juste valeur (« fair value ») et obligent les souscripteurs à constituer des provisions pour faire face à des pertes latentes. Rien de tel au niveau de la comptabilité publique applicable aux collectivités locales françaises. Lors de la souscription d'un crédit structuré, tout se passe comme si le taux fortement bonifié de la première année allait s'appliquer pour toute la durée du prêt. Cette situation semble en contradiction avec deux des principes fondamentaux de la comptabilité :

- le principe de prudence : rien, dans la comptabilité des collectivités, ne traduit le fait qu'au-delà de la période initiale, le taux présente une forte probabilité (voire, dans de nombreux cas, la certitude) de se dégrader et parfois, dans des proportions extrêmement importantes ;
- le principe de spécialisation des exercices : en souscrivant des produits structurés, les collectivités peuvent afficher une réduction significative de leur charge d'intérêts de la dette au cours des premières années. Toutefois, cette réduction est très artificielle car elle consiste, en fait, à reporter la charge financière sur les années suivantes.

Au-delà même de la question des normes comptables, seule une minorité de collectivités semble s'être dotée des outils et des compétences nécessaires pour suivre correctement le risque associé aux produits dérivés et en connaître le coût réel. De nombreuses collectivités se contentent souvent de comparer le taux bonifié initial avec les taux de marché pratiqués pour les produits classiques, ce qui bien évidemment permet d'afficher des économies substantielles. Dans d'autres cas, les collectivités évaluent la valeur actuelle nette (VAN) de leurs emprunts. Or, si la VAN donne une bonne indication de la valeur d'un emprunt à taux fixe ou à taux variable, elle est totalement inadaptée à la valorisation d'options et donc des produits structurés<sup>6</sup>. Comme des pilotes qui navigueraient sans instruments de bord, nombre de collectivités font ainsi de la gestion active de la dette sans disposer des outils nécessaires pour surveiller la partie la plus risquée de leur encours.

Cette déviance par rapport aux meilleures pratiques comptables conduit à une vision faussée de la situation réelle des collectivités mais, plus gravement, elle suscite une véritable fuite en avant qui pourrait rapidement se révéler très dangereuse pour certaines collectivités.

En effet, lorsque seul le taux d'intérêt payable dans l'année a une incidence sur la comptabilité de l'exercice, il est extrêmement tentant, pour un emprunteur, de renégocier son prêt à chaque fois que ce taux est susceptible d'augmenter, quitte à accepter un niveau de risque toujours plus important mais qui est, lui, « indolore » du point de vue comptable.

Or, on comprend bien qu'avec des produits à très forte composante spéculative, une évolution défavorable des indices entraînerait un niveau de pertes latentes tel

<sup>5</sup> Pour les sociétés ne faisant pas appel à public à l'épargne, la réglementation française n'impose pas la comptabilisation à la juste valeur mais ces entités doivent fournir des informations sur la juste valeur de leurs instruments financiers en annexe de leurs comptes.

<sup>6</sup> Les méthodes utilisant la VAN valorisent un instrument en fonction de l'anticipation du marché quant à la valeur future des indices sous-jacents. Or, cette méthode ignore totalement la volatilité du sous-jacent, qui est justement l'un des principaux facteurs déterminant le prix d'une option.

qu'il serait impossible pour le prêteur (et pour le marché) de refinancer ce type d'instrument (cf. exemple 2 de l'encadré p.5). Compte-tenu de la très forte volatilité des marchés financiers (sur laquelle repose justement la valeur des contrats d'options), un tel scénario est tout à fait possible. Dans ce cas, les collectivités ayant souscrit de tels produits se verraient contraintes de payer des taux d'intérêts extrêmement élevés. Il n'est pas exclu que les plus exposées ou les plus fragiles se retrouvent alors en situation d'insolvabilité.

## **Les exemples d'autres pays devraient pourtant alerter les acteurs français et les inciter à une approche plus prudente.**

Il existe de nombreux exemples de collectivités locales ayant connu des difficultés financières du fait de l'utilisation de produits dérivés. En 1988 déjà, au Royaume-Uni, les autorités locales de Fulham et Hammersmith avaient enregistré des pertes de l'ordre de 500 millions de livres suite à des positions excessives prises sur des contrats de *swaps*. En 1994, c'est le Comté d'Orange, aux Etats-Unis, qui a été déclaré en banqueroute suite à une perte record de 1,7 milliard de dollars liée à l'usage de produits dérivés dans la gestion de ses placements.

Ces cas sont bien sûrs emblématiques de par l'ampleur des pertes enregistrées. Ils ont incité de nombreux pays à encadrer voire à interdire l'usage de produits dérivés par les collectivités locales. Le cas de Fulham et Hammersmith a justement inspiré la rédaction de la circulaire du 15 septembre 1992, de sorte que ce type de scénario semble à présent exclu en France. De même, l'obligation pour les collectivités françaises de placer leurs liquidités auprès du Trésor écarte à priori un scénario du type « Comté d'Orange ».

En revanche, deux exemples récents doivent susciter la prudence de par leur similitude avec la situation qui prévaut actuellement en France. En Italie, l'usage des produits dérivés est largement répandu parmi les collectivités locales, qui les utilisent notamment en association avec leurs émissions obligataires. En 2008, le ministère italien des finances a évalué à 35 milliards d'euros le notional des dérivés souscrits par les collectivités pour un encours total de dette de 120 milliards d'euros. Ces chiffres sont très proches de ceux observés en France, mais la comparaison s'arrête là. En effet, depuis fin 2003, face au développement de pratiques peu transparentes et aux inquiétudes quant à la capacité des collectivités à maîtriser les risques associés à ces produits, l'Etat a progressivement développé un dispositif réglementaire<sup>7</sup> visant à encadrer l'usage des produits dérivés et à éviter les comportements spéculatifs. De fortes restrictions ont été imposées sur les types de contrats et les montants de notional qui peuvent être souscrits. Ainsi, la plupart des produits structurés proposés en France sont interdits par la réglementation italienne. La dernière mesure en date, qui devrait prochainement entrer en vigueur, est l'obligation d'annexer aux comptes de la collectivité des informations sur les caractéristiques des instruments souscrits et sur leur juste valeur.

En Allemagne, la situation est encore plus proche de celle de la France. Les collectivités y ont également une liberté quasi-totale pour souscrire des produits structurés. Or, plusieurs d'entre elles ont reconnu des pertes importantes au cours des derniers mois. L'exemple allemand pourrait bien sûr inciter les collectivités françaises à plus de prudence. En outre, les prêteurs ont probablement été amenés à réfléchir de leur côté également depuis que, en mars dernier, une grande banque allemande a été condamnée en première instance pour défaut de conseil auprès

<sup>7</sup> Le dispositif s'applique de plein droit aux provinces et aux communes. Les régions, du fait de leur autonomie constitutionnelle, ont le choix entre appliquer la réglementation nationale et adopter leur propre dispositif réglementaire.

d'une entité publique après que celle-ci ait enregistré des pertes sur un produit structuré.

Copyright © 2008 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.