

Tunisie
Rapport Spécial**Gouvernance d'entreprise: la perspective Tunisienne.****Analystes**

Wassel Madani
+216 71 844 805
wassel.madani@maghrebrating.com.tn

Kalthoum Sammari
+216 71 840 902
kalthoum.sammari@fitchratings.com

Articles liés

- *Corporate Governance - The Russian Perspective (March 2007)*
- *Evaluating Corporate Governance (December 2007)*
- *Corporate Governance: Russian, Kazakh and Ukrainian Perspective (Mars 2009)*

Résumé

L'analyse menée par Fitch Ratings révèle que les pratiques de gouvernance d'entreprise en Tunisie sont encore immatures malgré les réformes institutionnelles successives et la croissance économique solide réalisée par le pays pendant la décennie écoulée. Ces faibles pratiques de gouvernance d'entreprise sont le résultat d'exigences réglementaires limitées en matière de divulgation d'informations et d'un manque de familiarité de la majorité des entreprises tunisiennes avec les standards modernes d'élaboration de rapports d'informations. L'analyse a abouti aux conclusions suivantes :

- la principale contrainte en matière de diffusion de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise est la structure « familiale » de la plupart des entreprises tunisiennes avec leur « capital fermé » dans lesquelles les fondateurs et actionnaires majoritaires continuent de détenir les fonctions de gestionnaire. Dans un tel contexte, les intérêts des autres parties prenantes telles que les créanciers peuvent être lourdement compromis.
- D'autres problèmes proviennent de la faible exposition des entreprises tunisiennes aux forces du marché international, la relative facilité d'accès au crédit bancaire local et la petite taille des entreprises constituant le tissu économique tunisien.
- Fitch est d'avis que les récentes réformes réglementaires produiront des effets positifs si elles font l'objet d'une surveillance rapprochée de la part des autorités du marché financier pour en assurer une implémentation effective.

L'évaluation de la qualité de la gouvernance d'entreprise constitue une partie intégrante du processus de notation des entreprises chez Fitch. Dans son approche de la notation des entreprises, l'agence se base sur le fait que « une faible gouvernance d'entreprise a tendance à contraindre la notation d'une entreprise même si son profil financier est solide ». L'évaluation de la gouvernance d'entreprise et son impact sur les notations sont analysés dans le rapport « Evaluation de la gouvernance d'entreprise » publié le 12 décembre 2007.

Dans le processus de notation Fitch concentre son analyse sur les cinq piliers fondamentaux qui font l'essence de la gouvernance d'entreprise : la qualité de l'équipe de direction et du conseil d'administration, l'actionnariat et sa structure juridique, la transparence financière, les transactions avec les parties liées et l'efficacité de l'audit.

Historique

Le paysage de la gouvernance d'entreprise en Tunisie a été clairement façonné par l'histoire du développement du pays, la culture prévalant dans le cercle des affaires et le cadre réglementaire. En pratique, la nature de l'actionnariat et la taille des entreprises expliquent pour une large part les écarts observables entre les entreprises tunisiennes en matière de qualité de la gouvernance.

En Tunisie, les plus grandes entreprises sont, en général, publiques et actives dans le secteur des matières premières telles que : le pétrole (Entreprise Tunisienne d'Activités Pétrolières (ETAP, 'AA+ (tun)'/F1+ (tun)'/Stable)) ; les phosphates (Groupe Chimique Tunisien (GCT) et Compagnie des Phosphates de Gafsa (CPG), tous les deux 'AA(tun)'/F1+(tun)'/Stable)) ; ainsi que le ciment, l'acier, les

services d'utilité publique (Société Tunisienne d'Electricité et de Gaz-STEG, Sonede), et les transports (Tunisair).

Les entreprises publiques tunisiennes sont généralement dirigées d'une manière assez conservatrice et les notes élevées accordées à ces entreprises tiennent compte du soutien présumé de l'Etat.

Par comparaison, le secteur des entreprises privées est relativement faible et peu développé. Les entreprises privées notées par Fitch sont petites par rapport aux entreprises notées au niveau international ou dans d'autres marchés dans lesquels Fitch attribue des notations nationales.

A une échelle internationale, nombre d'entreprises privées tunisiennes seraient considérées comme des petites ou des moyennes entreprises (PME). En effet, le secteur privé tunisien s'est historiquement développé par la prolifération de petites entreprises familiales, cette prolifération ayant été stimulée dans une large mesure par les avantages fiscaux et financiers octroyés par le gouvernement dans le cadre de sa politique libérale d'encouragement des investissements privés.

L'absence d'un cadre réglementaire formel venant encadrer la gouvernance d'entreprise d'une part, et un accès aisé au crédit des banques tunisiennes (conformément aux directives de l'Etat visant à développer l'économie) d'autre part, ont inévitablement mené à des pratiques inadéquates en matière de gouvernance d'entreprise.

Gestion et intégrité du processus d'audit

Dans le cadre de son processus de notation, Fitch met l'accent sur l'efficacité de l'équipe de direction et sur l'indépendance des comités d'audit et des départements d'audit interne. Nombre d'entreprises tunisiennes sont dirigées par leurs actionnaires fondateurs et/ou les membres de leurs familles. La qualité de la direction ainsi que celle du processus d'audit varient largement selon les catégories d'entreprise.

Les grandes entreprises privées tunisiennes sont généralement régies par les réformes introduites par la loi 2005-96 du 18 octobre 2005 et les subséquentes mises à niveau du cadre réglementaire. En conséquence, elles ont mis en place des méthodes de gestion modernes avec des directeurs qualifiés, des systèmes d'information efficaces et un département d'audit interne qui leur permettent de diriger un grand nombre d'entreprises et d'activités (par exemple le groupe Poulina).

Les entreprises tunisiennes plus petites continuent de fonctionner selon un modèle fortement influencé par les points de vue et les décisions du propriétaire.

Alors que la génération d'entrepreneurs qui a fondé les principales entreprises tunisiennes est actuellement en âge de partir à la retraite, une importante partie des entreprises du secteur privé va entrer dans une phase de transition du commandement. A plus long terme, il sera donc intéressant de voir si la nouvelle génération sera plus ouverte et si elle adoptera les conventions modernes en matière de gouvernance d'entreprise.

Le processus d'audit est important parce qu'il contrôle et vérifie la fiabilité de l'information financière fournie par la direction. Les grandes entreprises tunisiennes utilisent souvent les services des « Big 4 » - les 4 groupes d'audit et de conseil les plus importants au monde - alors que les entreprises plus petites ont recours à des auditeurs locaux et évitent souvent de fonder les décisions de leurs directions sur des conseils extérieurs.

La loi 2005-96 a introduit des réformes importantes dans le processus d'audit :

- elle exige la désignation d'au moins deux auditeurs pour les holdings et les entreprises dont l'endettement, le total d'actifs ou le nombre d'employés atteignent certains seuils.
- elle exige également que le conseil d'administration invite les auditeurs à toutes ses réunions qui traitent des états financiers (mais les auditeurs ne sont pas tenus par la loi d'y assister).
- elle impose la création d'un comité d'audit permanent qui supervise la mise en œuvre des procédures de contrôle interne, surveille les auditeurs internes et nomme les auditeurs externes. Les départements de contrôle interne dépendent désormais directement du comité d'audit permanent. Fitch considère que la mise en place de ces comités d'audit représente un défi pour nombre d'entreprises tunisiennes inexpérimentées et immatures.
- Fitch relève également une réforme majeure introduite par cette loi : la plus grande responsabilisation de la direction avec des peines d'emprisonnement et des amendes pour les directions qui refuseraient de dévoiler des informations demandées par les auditeurs.

Même si des réformes réglementaires plus récentes introduites en vertu de la loi 2009-16 du 16 mars 2009 ouvrent la possibilité aux entreprises tunisiennes de désigner à leur conseil d'administration des administrateurs non actionnaires, le concept d'administrateur indépendant n'est pas encore vraiment entré dans les moeurs des entreprises tunisiennes.

Actionnariat et Structure Juridique

Dans son processus de notation, Fitch se concentre sur la nature de l'actionnariat et sa structure juridique/organisationnelle afin d'évaluer les risques potentiels pour les créanciers. En fait, l'entrepreneur tunisien a, en général, commencé par la création d'une première entreprise qui lorsqu'elle s'est avérée rentable lui a ouvert le bénéfice de dégrèvements fiscaux sur le réinvestissement des profits et lui a permis de créer de nouvelles petites entreprises « sœurs ». Dès que ces nouvelles sociétés ont commencé à générer des profits, elles ont elles aussi bénéficié de dégrèvements fiscaux pour constituer d'autres nouvelles petites sociétés. Ces pratiques ont duré des décennies et ont donné lieu à un réseau complexe de groupes informels d'entreprises avec un actionnariat opaque et une structure juridique peu claire pour les regards externes (y compris les créanciers et les actionnaires minoritaires) le tout étant centré sur l'entrepreneur fondateur.

De telles pratiques ont également donné lieu à la prolifération de petites entreprises tunisiennes incapables économiquement et techniquement de se conformer aux normes internationales de gouvernance d'entreprise.

A l'exception de quelques entreprises tunisiennes cotées à la bourse de Tunis, l'actionnariat de la majorité des entreprises tunisiennes a tendance à être opaque et ses structures juridiques/organisationnelles tendent essentiellement à une gestion fiscale optimale. Malheureusement, le cadre réglementaire ne prévoit pas d'exigences sévères en matière de divulgation d'informations dans ce domaine.

Fitch relève une caractéristique commune aux entreprises tunisiennes. Il s'agit du capital fermé détenu par le fondateur et/ou sa famille proche. Dans certains cas, la présence d'actionnaires externes dans la structure du capital (comme par exemple les SICARs ou des investisseurs individuels) n'est motivée que par les avantages fiscaux accordés à ces actionnaires externes lorsqu'ils entrent dans le capital de l'entreprise.

Malgré les encouragements et les avantages généreux offerts aux entreprises tunisiennes qui acceptent d'ouvrir leur capital et de se faire coter en bourse (et

divulguer ainsi plus d'informations), seules 31 entreprises tunisiennes étaient cotées en bourse au moment de la rédaction de ce rapport (juillet 2009). Selon Fitch, l'accès aisé au crédit auprès des banques tunisiennes encourage les entreprises à rester « privées » leur évitant ce faisant l'obligation de divulgation d'information imposée par la réglementation du marché financier.

Transparence Financière

La divulgation des informations et le processus d'audit constituent des principes essentiels de la gouvernance d'entreprise puisqu'ils sous-tendent la responsabilisation. Fitch procède à l'analyse du contenu des informations publiques et du moment choisi pour les rendre publiques et ce non seulement pour les rapports financiers mais également les données d'exploitation, la stratégie et d'autres aspects relatifs à la performance de l'entreprise ainsi que l'efficacité du processus d'audit.

Le manque de transparence financière constitue une autre caractéristique des entreprises tunisiennes. A titre d'exemple, Fitch a remarqué que la publication des rapports financiers se faisait typiquement avec retard. Ceci a notamment pour conséquence de retarder Fitch dans la conduite de son analyse et le processus de revue de la notation. Fitch apprécie à sa juste valeur la réforme 2005-96 qui a réduit les délais en exigeant des rapports trimestriels. Pourtant, certaines entreprises cotées en bourse ne soumettent pas encore leurs rapports à temps et ne présentent pas leurs rapports avec tous les documents exigés.

Les entreprises tunisiennes établissent encore leurs rapports selon les normes comptables locales et non selon les normes IFRS. Ceci pose un défi pour un analyste de crédit notamment lorsque des états financiers consolidés ne sont pas disponibles.

En outre, la transparence générale au delà des rapports financiers est encore très limitée. Les états financiers audités se limitent, en général, aux informations exigées par les normes comptables nationales et ne fournissent que très peu de granularité supplémentaire. C'est en se basant sur la fourniture par la direction de suppléments d'informations financières et relatives à l'exploitation que Fitch est généralement en mesure de prendre des décisions fondées en matière de notation.

Les insuffisances dans la divulgation des états financiers affecte autant les investisseurs sur le marché financier que les banques prêteuses. Ce manque de transparence se manifeste de plusieurs façons et sous plusieurs formes : des données comptables parfois peu fiables, peu d'information sur les échanges et les flux financiers intragroupes, une valeur incertaine des actifs financiers, les garanties données sur les engagements bancaires d'autres compagnies, et les accords non divulgués de rachat d'actions en portage.

Le manque de transparence résulte dans la plupart des cas d'exigences de divulgation qui étaient plus limitées dans le passé et de la méconnaissance des standards modernes de divulgation de l'information, il peut également refléter jusqu'à un certain degré l'orientation fiscale de la comptabilité. La non divulgation d'informations ne peut constituer une stratégie pour rassurer les investisseurs et dissiper leurs préoccupations quant à la situation financière fragile, à la faible liquidité ou la mauvaise gouvernance d'une entreprise.

Fitch en conclut que la réticence envers la cotation en bourse ou envers la notation - outre l'absence d'états financiers consolidés, les structures opaques et complexes de l'actionnariat - ont permis pendant un certain temps aux entreprises tunisiennes de financer leur croissance d'une façon qui a pu induire en erreur leurs partenaires (créanciers, fournisseurs, actionnaires minoritaires...).

Indice de l'étendue de la divulgation de l'information (0-10)

Elevés		Faibles	
Bulgarie	10	Ukraine	1
Chine	10	Afghanistan	0
France	10	Laos	0
Hong Kong (Chine)	10	Maldives	0
Irlande	10	Micronésie	0
Malaisie	10	Palau	0
Nouvelle Zélande	10	Soudan	0
Singapour	10	Swaziland	0
Thaïlande	10	Suisse	0
Royaume Uni	10	Tunisie	0

Source: Doing Business 2009

Le tableau « Indice de l'étendue de la divulgation de l'information » publié dans le rapport Doing Business 2009 montre la faiblesse de la Tunisie dans ce domaine.

Transactions avec les parties liées et intra-groupe

Les transactions avec les parties liées nécessitent une investigation et un examen particulier lors du processus de notation étant donné qu'elles peuvent devenir problématiques quand elles sont réalisées de façon à profiter à des parties externes aux dépens de l'entreprise ou de ses créanciers ou de ses actionnaires minoritaires. Dans le contexte tunisien, il est difficile d'identifier tous les types de transactions avec les parties liées et de déterminer si elles sont réellement exécutées sans lien de dépendance. Le défi principal réside dans la structure juridique, organisationnelle et l'actionnariat complexe et opaque qui caractérisent les groupes d'affaires tunisiens.

La loi 2001-117 du 06 décembre 2001 limite les participations croisées intra-groupe ainsi que les relations financières et commerciales. Cette loi définit également les exigences pour les états financiers consolidés et met en place des outils pour protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. Toutefois, les groupes d'affaires tunisiens qui sont détenus et dirigés par une personne, s'apparentent plutôt à des conglomérats et ne sont pas organisés selon le modèle classique « société mère » et « filiales ». Par conséquent, la loi 2001-117 n'est pas applicable à la grande majorité de ces groupes d'affaires tunisiens ou « conglomérats ».

Néanmoins, Fitch a récemment relevé des améliorations en matière de transactions avec les parties liées. A titre d'exemple, les actionnaires du groupe Poulina ont restructuré tous leurs intérêts dans une nouvelle société holding cotée en bourse mettant ainsi en place un groupe de sociétés qui établit des rapports financiers consolidés: d'une part, les participations croisées entre filiales ont été éliminées et d'autre part toutes les participations individuelles dans les filiales ont été rachetées par la structure nouvellement créée « Poulina Holding Group ».

Bien que les normes tunisiennes relatives à l'établissement des états financiers exigent la divulgation des transactions avec les parties liées, un grand nombre de ces transactions est encore effectué dans des circonstances ambiguës et leur divulgation est encore limitée (très peu de détails). Ces transactions peuvent bénéficier aux actionnaires majoritaires qui détiennent souvent les postes de décision au détriment des créanciers et des actionnaires minoritaires.

Fitch a relevé récemment quelques améliorations puisque le cadre réglementaire révisé (loi 2009-16 du 16 mars 2009) accorde aux actionnaires minoritaires (détenant un minimum de 10% du capital social) le droit de présenter une requête à un juge pour annuler les transactions avec les parties liées censées leur être préjudiciables. La loi accorde également aux actionnaires le droit d'accéder

directement aux documents internes de la société et de demander la nomination d'un inspecteur indépendant ce qui facilitera la collecte des preuves pour soutenir l'affaire devant la justice.

Qualité du Conseil d'Administration

Le conseil d'administration est au cœur de la gouvernance d'entreprise puisqu'il supervise la planification stratégique de l'entreprise, la gestion des risques, la performance financière ainsi que la production des états financiers. Fitch examine la composition du conseil en termes de nombre d'administrateurs en charge de responsabilités opérationnelles dans l'entreprise et d'administrateurs non en charge de responsabilités opérationnelles, de participation aux comités du Conseil tels que le comité d'audit ou celui des rémunérations. L'agence met l'accent sur l'indépendance du conseil et son efficacité et considère la présence d'administrateurs indépendants qualifiés et expérimentés comme un élément de mesure de la qualité d'un Conseil.

Pour la majorité des entreprises tunisiennes de petite taille ou ayant un capital familial, le capital concentré conduit à une large représentation des actionnaires fondateurs et de leurs proches dans les conseils outre le rôle clé qu'ils jouent dans la direction de ces entreprises. Une des plus importantes réformes introduites par la récente loi 2009-16 du 16 mars 2009 est la possibilité offerte aux entreprises tunisiennes de nommer des administrateurs externes indépendants et non actionnaires. Néanmoins, Fitch s'attend à ce que le rôle de ces administrateurs indépendants reste limité au sein des entreprises tunisiennes du fait de la forte présence des actionnaires fondateurs dans les équipes de direction qui tend à entraver le rôle des administrateurs indépendants. Tous ces facteurs contraignent les notations attribuées par Fitch en Tunisie. Pratiquement, les petites entreprises privées notées par Fitch (Sotuver, Siame) n'ont pas encore opté pour la nomination d'administrateurs externes indépendants.

Quant aux entreprises étatiques, Fitch relève la présence de fonctionnaires de l'Etat en tant qu'administrateurs externes (cas de l'ETAP, du GCT et de la CPG). Toutefois, ces administrateurs ne sont pas indépendants puisque leur présence est essentiellement destinée à préserver les intérêts de l'Etat tunisien non seulement en tant qu'actionnaire mais également en tant que régulateur, ces intérêts pouvant dans certains cas interférer avec ceux des créanciers.

Environnement économique en Tunisie

Selon Fitch, le niveau de gouvernance d'entreprise résulte des initiatives prises par les entreprises mais également du paysage économique et des affaires dans le pays et notamment des exigences et pressions réglementaires. D'une manière générale, la dégradation des conditions économiques dans un pays tend à y ralentir la diffusion de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, de même que les périodes de tensions financières tendent à mettre à nu des cas de mauvaise gouvernance jusque là occultés.

La crise économique mondiale actuelle a déjà touché des secteurs sensibles de l'économie tunisienne (par exemple le textile, les composants automobiles et les produits chimiques). Ainsi et malgré les efforts des autorités financières tunisiennes visant à établir une réglementation juste pour la mise en œuvre de la gouvernance d'entreprise, le climat des affaires en Tunisie risque de ne pas favoriser une telle mise en œuvre.

Exposition limitée aux forces du marché international

Fitch estime que le manque d'exposition des entreprises tunisiennes aux forces du marché international (notamment en termes de joint-ventures avec de grandes entreprises internationales ou d'obtention de financement auprès de banques

internationales) est, en partie, à l'origine du lent développement de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, seules quelques entreprises étatiques et quelques groupes privés ont eu l'occasion d'établir des joint-ventures avec des partenaires étrangers, ou d'autoriser des acteurs internationaux à détenir un actionnariat direct ou d'obtenir des crédits auprès de banques étrangères. Et c'est donc en partie du fait de leur taille importante que ces entreprises ont été amenées à implémenter des standards internationaux de gouvernance d'entreprise.

Les entreprises tunisiennes sont généralement orientées sur leur marché national de petite taille à l'exception de certaines qui ont l'expertise, la taille et le niveau nécessaires pour attirer des acteurs internationaux et pour faire face à des banquiers/prêteurs ou investisseurs étrangers. Ces sociétés (par exemple, ETAP, GCT et CPG) ont été en mesure d'attirer des investissements étrangers et ont expérimenté l'exposition aux marchés internationaux. D'après Fitch, ces sociétés sont les plus à même de mettre en évidence de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise et seraient par conséquent éligibles à une notation dans la catégorie « investment grade ».

Conflit d'intérêt

Les actionnaires fondateurs de certains grands groupes privés tunisiens ont pu acquérir d'importantes participations au capital de banques tunisiennes et siéger à leurs conseils d'administration. Fitch pointe le risque de conflit d'intérêt lorsque les banques financent des groupes qui en sont actionnaires et ce, aux dépens de l'intégrité de la gouvernance d'entreprise. Dans de telles situations, il devrait échoir aux superviseurs du système bancaire de déterminer qui serait à même ou non de siéger au conseil d'une banque.

Incitations à l'investissement

Fitch considère que la stratégie gouvernementale adoptée pendant les décennies écoulées a façonné le paysage actuel de l'entreprise tunisienne. En effet, les avantages fiscaux accordés aux investissements combinés à la facilité d'obtention d'un financement auprès des banques qui avaient pour but de favoriser le développement économique, ont permis à plusieurs groupes d'affaires tunisiens de maximiser leur endettement et de minimiser l'injection de capitaux propres, ce qui a clairement contribué à la vulnérabilité des entreprises privées tunisiennes.

Dans le même temps, l'économie tunisienne se développait à un rythme soutenu de 5 à 6% par an mais aux dépens de la transparence financière et par de faibles standards et pratiques de gouvernance de la part des entreprises.

Conclusion

Amélioration du cadre réglementaire

Fitch est d'avis que plusieurs scandales dans le milieu des affaires tunisien (par exemple la faillite de BATAM et du groupe Affes) trouvent leurs racines dans des carences au niveau de la gouvernance d'entreprise : confusion des rôles entre actionnaire et gestionnaire, mauvais contrôle des auditeurs et faible niveau de responsabilité de la direction vis-à-vis des tiers. La communauté financière tunisienne a pu ainsi être induite en erreur par le degré limité de divulgation de l'information financière et par le manque de fiabilité de cette information.

Afin d'éviter les écueils du passé, les autorités ont entrepris des réformes au niveau des principes tunisiens de gouvernance d'entreprise. Ces réformes s'appliquent essentiellement aux sociétés holdings (avec des états financiers consolidés), les sociétés dont les actions ou les obligations sont cotées en bourse ainsi que les sociétés dont l'endettement, les actifs et/ou le nombre d'employés atteignent un certain niveau.

Fitch salue la récente mise à niveau du cadre réglementaire tunisien conformément

aux normes internationales mais pense que la transparence dans les entreprises tunisiennes devrait aller bien au-delà de la publication d'états financiers réglementaires.

Fitch apprécie positivement les actions entreprises par les autorités chargées des marchés financiers visant à établir de nouvelles directives en matière de gouvernance d'entreprise inspirées des normes et principes internationaux de gouvernance d'entreprise.

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.