

Seguros de Vida
Chile
Análisis de Riesgo

**ING Seguros de Rentas Vitalicias
S.A.**

Rating

ING Seguros de Rentas Vitalicias S.A. Rating

Rating Actual	AA- (cl)
Rating Anterior	-
Fecha de Cambio	-

Rating Watch

En Desarrollo

Resumen Financiero

ING Seguros de Rentas Vitalicias S.A.

	31/08/09 (US\$550,64)
Activos (US\$ Mill.)	3.326
Patrimonio (US\$ Mill.)	257
Prima Directa (US\$ Mill.)	28
Prima Neta (US\$ Mill.)	28
Ut. Neta (US\$ Mill.)	3,2

Analistas

Rodrigo Salas U.
+56 2 499 3300
Rodrigo.salas@fitchratings.com

Alejandro Hasbun S.
+56 2 499 3300
Alejandro.hasbun@fitchratings.com

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación asignada a ING Seguros de Rentas Vitalicias S.A. (ING Rentas) se fundamenta en los sólidos parámetros de suscripción que históricamente ha mantenido el grupo ING, cuyas obligaciones son respaldadas por un portafolio de inversiones que se caracteriza por su prudencia, un perfil conservador de riesgo así como un claro enfoque a calce. Dicha estructura se ve fortalecida con un nivel de apalancamiento bajo en relación a su competencia relevante (12 veces) y a su vez opera con una holgada tasa de reinversión (TSA de 1,1%; ago-09). Sin embargo, a pesar del sólido perfil crediticio que presenta su estructura actual, la clasificación incorpora las modificaciones anunciadas por el futuro controlador, 'Corp Group Vida Chile S.A.' (CGV), en términos del perfil de riesgo de activos y leverage para en el corto y mediano plazo, toda vez que se concrete la venta de ING Rentas.
- A fines de julio de 2009, Fitch tomó conocimiento del acuerdo alcanzando entre CGV e ING S.A., matriz de ING Seguros de Vida S.A. (ING Vida), para adquirir el negocio de Rentas Vitalicias de ésta última. Queda establecido en el Hecho Esencial emitido por ING Vida (31/06/09), que para llevar a cabo dicha venta se procederá a la división de ING Vida en dos sociedades, la primera, que seguirá bajo la misma razón social y se centrará en los negocios de seguros individuales y colectivos, de invalidez y sobrevivencia, y actividades afines a su giro social, y la segunda girará bajo la razón social ING Seguros de Rentas Vitalicias S.A., que se dedicará al negocio de rentas vitalicias y en la cual radicarán todos los activos y pasivos asociados a esa línea de negocios. El mismo hecho esencial establece que una vez que se haya materializado y formalizado la división antes indicada, se procederá a traspasar el 100% de las acciones de ING Rentas a CGV.
- ING Rentas se constituye en oct-09 e incorpora reservas técnicas valorizadas, según balance proforma proporcionado por la compañía a ago-09, en US\$3.048 mill., activos por US\$3.326 mill. y un patrimonio de US\$257 mill., con un leverage inicial de 12 veces. En opinión de Fitch los activos presentan solidez crediticia y coherencia en calce respecto de la duración de sus pasivos, permitiéndole mantener una favorable posición respecto al grupo comparativo relevante, en términos de estabilidad y predictibilidad en la generación de flujos financieros.
- Este análisis incorpora las modificaciones indicadas por el futuro controlador, tendientes a reestructurar el portafolio de inversiones objetivo de ING Rentas, el que incorporaría una posición en acciones y tomaría una mayor actividad en el segmento inmobiliario. A su vez considera una reducción de patrimonio en el corto plazo, vía distribución de dividendos con cargo a las utilidades retenidas de ING Rentas, lo que impactaría en un aumento inicial del leverage del orden de 3 puntos.

Perspectiva de la Clasificación

- Fitch asignó un Rating Watch en 'Desarrollo' considerando que existe una alta probabilidad que el proceso de adquisición en el cual se encuentra inmerso ING Rentas finalice exitosamente, y que el perfil de riesgo de la compañía se ajuste al nuevo plan de negocios anunciado por el futuro controlador. Sin embargo en caso de no concretarse la transacción, Fitch revisará la clasificación asignada en términos de su actual posición de solvencia y controlador.

Eventos históricos

- **1997:** ING entra al mercado nacional tras la compra de Cruz Blanca Seguros de Vida.
- **1998:** Cruz Blanca Seguros de Vida modifica su razón social a ING Seguros de Vida S.A.
- **2000:** ING adquiere todos los negocios de Aetna (isapre, AFP, seguros y crédito hipotecario).
- **2001:** ING Seguros de Vida se fusiona con Aetna Vida, manteniendo la personalidad jurídica de la primera.
- **2002:** Las marcas de la AFP e Isapre modificaron su razón social incorporando la marca ING (ING Salud Isapre e ING AFP Santa María).
- **2005:** ING vende su operación en seguros generales al grupo Liberty.
- **2008:** ING Salud Isapre fue vendida al holding de capitales locales Grupo Saíd.
- **2008:** El grupo ING adquirió y materializó la fusión entre ING AFP Santa María y Bansander AFP, dando origen a ING AFP Capital.
- **2009:** El grupo ING anuncia el acuerdo de venta de su cartera de rentas vitalicias y su filial de créditos hipotecarios al grupo asegurador local "Corp Group Vida Chile", controlador de la aseguradora Corp Vida.

Perfil de la Compañía

A fines de julio de 2009, Fitch tomó conocimiento del acuerdo alcanzado entre Corp Group Vida Chile S.A. (CGV) e ING SA, sociedad matriz de ING Seguros de Vida S.A., para adquirir el negocio de Rentas Vitalicias de ésta última, así como la participación accionaria de ING S.A.(100%) en la sociedad ING Créditos Hipotecarios S.A. Queda establecido en el Hecho Esencial emitido por ING Seguros de Vida S.A. (ING Vida) fechado el 31 de Julio de 2009, que para llevar a cabo dicha venta se procederá a la división de ING Vida en dos sociedades, la primera, que seguirá bajo la misma razón social de ING Vida y se centrará en los negocios de seguros individuales, colectivos, seguros de invalidez y sobrevivencia, y actividades afines a su giro social, y la segunda girará bajo la razón social ING Seguros de Rentas Vitalicias S.A. (ING Rentas). El mismo hecho esencial establece que una vez que se haya materializado y formalizado la división antes indicada, se procederá a traspasar el 100% de las acciones de ING Rentas a CGV.

La actividad de ING Rentas estará orientada en abordar y administrar la cartera de rentas vitalicias proveniente de su relacionada ING Vida, y todos los activos y pasivos asociados a dicha línea de negocios. La compañía mantendrá una posición importante en el mercado asegurador local, tanto en términos de activos administrados como en reservas previsionales de rentas vitalicias, considerando que éstas últimas representaban un 12,9% de la industria en los balances de ING Vida al cierre de junio-2009. Una vez traspasada la compañía a su nuevo controlador, ésta operará bajo una estructura organizacional bastante liviana, soportada en una administración y sistema operativo independiente a su relacionada Corp Vida, aunque integrado en sus mandos más altos de administración. En el proceso de traspaso, la nueva Administración contará con el apoyo ING Vida en la integración de sistemas y procesos, migración de datos y unificación de plataformas tecnológicas, ello hasta que las operaciones de ING Rentas logren consolidarse y afiarse correctamente en la nueva organización.

Propiedad

Tras la división de las operaciones de ING Vida, la propiedad de la nueva entidad formada (ING Rentas) se mantendrá ligada a al grupo internacional ING por medio de las sociedades ING S.A. (99,99%) e ING Compañía de Inversiones y Servicios Limitada (0,01%), proporciones similares al control que ejercen sobre su relacionada ING Seguros de Vida S.A. No obstante, según el acuerdo de venta existente, ésta pasará a formar parte del grupo "Corp Group Vida Chile S.A.", a través de la sociedad Inversiones CorpSeguros S.A.

Corp Group Vida Chile S.A. (CGV) se constituye en el país como sociedad anónima cerrada en abril de 1995, y forma parte del grupo financiero y empresarial ligado a Alvaro Saieh. Dicho grupo desarrolla su actividad en la industria financiera a través del holding 'Corp Group Interhold S.A.' (CGI), el cual por medio de sus subsidiarias (100%) 'CGV' y 'Corp Group Banking S.A.', aborda activamente el segmento asegurador (Compañía de Seguros Corpvida S.A) y bancario (Corpbanca), respectivamente. CGI es una submatriz domiciliada en Chile cuyo propietario final en un 100% es la sociedad "Corp Group Financial Chile BV" (CGFC), domiciliada en Holanda, la cual es controlada por un grupo de sociedades constituidas en el extranjero (la mayoría en centros financieros *offshore*), que en su mayoría se mantuvieron ligadas a la propiedad del Banco Osorno, y que son liderados por Alvaro Saieh, quien controla un 59,1% de CGFC.

CGV se estructura como un holding financiero cuyo principal activo corresponde a la Compañía de Seguros CorpVida S.A. sobre la cual mantiene una posición controladora con un 66,5% de las acciones de dicha subsidiaria. En tanto el 33,5% restante de la propiedad se mantiene ligado al grupo asegurador norteamericano Mass Mutual Group, manteniendo en opinión de Fitch una posición más bien pasiva sobre la gestión de la compañía.

Operaciones

El punto de partida de las operaciones de ING Rentas viene dado por el traspaso de los negocios de rentas vitalicias de su relacionada ING Vida. A junio-2009 la cartera de rentas vitalicias de ING Vida se compone por un total de 45.359 pólizas, de las cuales un 83,4% corresponde a rentas vitalicias de vejez, un 11% de sobrevivencia, y un 5,7% de invalidez y que son equivalentes a \$1,7 billones en términos de reservas técnicas de rentas vitalicias.

Durante los últimos años ING Vida ha mantenido un fuerte posicionamiento en el segmento de rentas vitalicias, concentrando en los últimos años el grueso de las ventas de la industria y que a dic-2008 representaron el 17,2% del total de rentas vitalicias comercializadas en el sistema. Sin embargo sus ventas durante los primeros seis meses del 2009 presentaron una fuerte caída respecto a igual fecha del año anterior (59%), explicada tanto por decisiones estratégicas propias de su Administración como por un mercado previsional que se vio fuertemente reducido por el deterioro en la valorización de los ahorros de los potenciales pensionados, tras los embates de la crisis financiera internacional. Para lo que resta del 2009 la evolución de las ventas de rentas vitalicias debiese repuntar para el mercado en general considerando las mejores expectativas de la economía, aunque en el caso particular de ING Rentas dependerán exclusivamente de las decisiones estratégicas de su futuro controlador.

Análisis Financiero

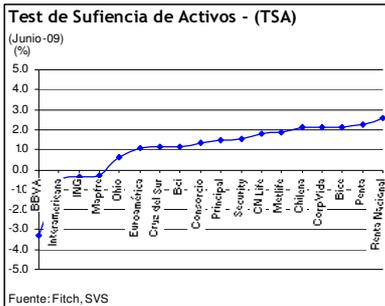
Desempeño

Aún cuando ING Rentas no presenta a la fecha estados financieros públicos, basándonos en la evaluación de los balances pro-forma entregados por su Administración a Fitch, permiten proyectar un nivel de flujos de ingresos y egresos estables considerando la conservadora estructura de sus activos, la alta calidad de suscripción de sus pólizas así como el sólido ambiente regulatorio del mercado previsional chileno. No obstante, la evolución que presenten los resultados netos de la compañía estará directamente ligada a la nueva estructura de activos que implementará el futuro accionista en el corto-mediano plazo, considerando que incorporará una posición menor en instrumentos de renta variable, y a su vez influirá el nivel de actividad comercial que se desee mantener, cuya probabilidad dependerá exclusivamente de las decisiones estratégicas de sus nuevos accionistas. En caso de mantener una baja actividad comercial, nuestras estimaciones entregan un flujo de ingresos relativamente estables en el tiempo, dada las características conservadoras del portafolio de inversiones y de rentabilidades conocidas, aunque podrían mostrar un grado de volatilidad dada incorporación de instrumentos de renta variable a la cartera de activos. A su vez permiten proyectar un flujo de egresos predecibles, que consideran tanto un pago constante e irrevocable de las rentas vitalicias y un nivel de gastos de administración liviano dado su actual estructura administrativa y operacional.

Respecto al nivel de Gastos de Administración con que comenzará a operar ING Rentas, éstos se muestran livianos respecto al volumen de activos y reservas previsionales que administrará. Según Información proporcionada por su Administración, éstos alcanzarían alrededor de \$600 millones mensuales, monto que incluye gastos de remuneraciones y de operación, siendo equivalente en torno al 30% de los gastos que tenía ING Vida previo a su división. Al evaluar los indicadores de eficiencia con los que operaría la compañía bajo este nuevo escenario, apreciamos que éstos se comparan favorablemente con el grupo de compañías que operan en el segmento previsional, considerando que el índice de gastos de administración sobre reservas técnicas alcanzaría inicialmente un 0,4% versus un 1,6% de su mercado relevante.

Activos y Liquidez

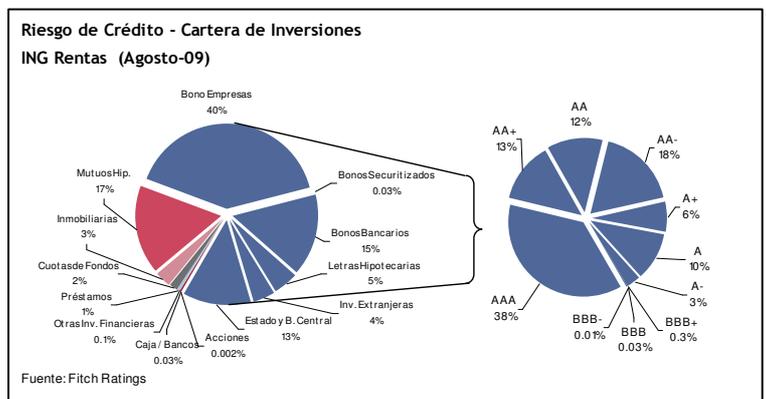
ING Rentas comenzará a operar con un stock de activos valorizado en aproximadamente \$1,8 billones según los balances pro forma proporcionados por la Administración, cuyo componente principal son inversiones de tipo financieras, destacando que la gran mayoría de ellas pueden ser consideradas como inversiones representativa de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, favoreciendo el test de suficiencia de activos (TSA). A agosto-2009 el TSA de ING Rentas arrojó una tasa de reinversión requerida para los excedentes de flujos ajustados por riesgo de 1,1%, nivel que la ubica bajo el promedio de la industria como se aprecia en el gráfico. La cartera de inversiones presenta una estructura conservadora, de acotado riesgo de crédito y elevados niveles de calce de activos y pasivos, conforme a su orientación más marcada a instrumentos de inversiones largos para calzar sus obligaciones. La liquidez de la cartera se mantiene en rangos adecuados para el cumplimiento de sus obligaciones, registrando a Agosto-2009 un índice de activos líquidos sobre reservas técnicas de 1,04 veces, nivel que se compara favorablemente con el promedio del grupo de compañías que opera en el mercado previsional (0,92 veces). CGV ha hecho público en las bases proforma presentadas a Fitch, que modificará el portafolio de inversiones objetivo de ING Rentas, reduciendo algunas posiciones en renta fija e incorporando una posición acotada en títulos accionarios y tomaría una mayor actividad en el segmento inmobiliario, particularmente adquiriría inmuebles destinados a renta. En opinión de Fitch, si bien dichos cambios podrían generar un grado de volatilidad en los resultados netos de la compañía, el amplio y estable flujo de ingresos provenientes de las inversiones en renta fija cubriría adecuadamente dichas fluctuaciones, no afectando de manera importante el flujo de ingresos necesarios para enfrentar las obligaciones de la compañía bajo un escenario pesimista del rendimiento de las inversiones de renta variable.



ING Rentas	Ago-09	
	Monto (\$MM)	% Patrimonio
Bono Empresas	737,800	521%
Bonos Securitizados	610	0.4%
Bonos Bancarios	281,959	199%
Letras Hipotecarias	86,085	61%
Inv. Extranjeras	79,810	56%
Estado y B. Central	233,769	165%
Acciones	34	0.02%
Caja / Bancos	456	0.3%
Otras Inv. Financieras	2,224	2%
Préstamos	9,834	7%
Cuotas de Fondos	30,832	22%
Inmobiliarias	55,203	39%
Mutuos Hipotecarios	304,040	215%
Total	1,822,658	1288%

Fuente: ING

Actualmente el portafolio de inversiones de ING Rentas está constituido mayoritariamente por instrumentos de renta fija (94,2%), evidenciando éste controlados niveles de riesgo crediticio, y una posición menor en inversiones inmobiliarias y cuotas de fondos. La cartera de renta fija incorpora principalmente bonos de sociedades anónimas locales (40,5%), de buen perfil de crédito y adecuada diversificación por Emisor y sector económico, destacando una posición relevante en bonos con garantía Estatal. Un 20,2% se encuentra en instrumentos emitidos por instituciones financieras locales, incorporando principalmente bonos subordinados (66,7%), letras de crédito (23,4%) y bonos bancarios (9,9%), donde si bien mantiene una alta concentración en emisores de mayor tamaño, ello se explica por la poca profundidad del mercado local. Las inversiones en papeles emitidos por el Estado y el Banco Central de Chile, que representan un 12,8% de la cartera, se constituyen principalmente por Bonos de Reconocimiento (77%) y BTU (21%). Por su parte, las inversiones en instrumentos emitidos en el extranjero se concentran mayoritariamente en títulos de renta fija emitidos por bancos internacionales (65,3%), “Goldman Sachs y JP Morgan”, bonos emitidos por sociedades extranjeras (24,4%) y bonos estatales (10,3%), enfrentando todos acotados niveles de riesgo crediticio sobre la base de clasificaciones IDR, en escala internacional.



Respecto a inversiones relacionadas con el sector inmobiliario, ING Rentas mantendrá una posición más marcada que la industria en créditos con garantía hipotecaria de larga duración (16,7% en mutuos hipotecarios), presentando una alta atomización (aprox. 7.500 MHE), enfrentando niveles de morosidad acotados y alineados al mercado. Las inversiones en activos inmobiliarios (3% de la cartera), incorporan bienes raíces urbanos (24,2% del patrimonio), destinados a renta, y bienes raíces en leasing (14,8% del patrimonio), cuyos contratos de arrendamiento han mostrado un buen comportamiento de pago.

Ante el reciente anuncio de adquisición de ING Rentas, Fitch mantendrá un monitoreo permanente a la evolución que presente la estructura de inversiones y el potencial impacto en su perfil de riesgo crediticio, considerando los cambios previstos por la futura Administración en los balances de la compañía, respecto tanto de su estructura de activos como en las relaciones de endeudamiento.

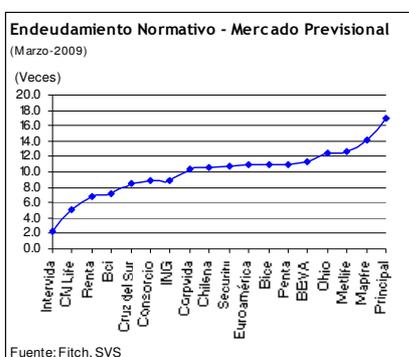
Apalancamiento y Capitalización

ING Rentas comenzará a operar con una base patrimonial valorizada aproximadamente en \$141 mil millones, la cual está compuesta por una amplia base utilidades retenidas (\$42,1 mil millones), reservas reglamentarias y legales por \$63,7 mil millones y un capital pagado y suscrito por \$34,9 mil millones. Inicialmente el nivel de endeudamiento con que comenzará a operar la compañía se situará en torno a las 12 veces (FECU), no obstante sobre la base de información proforma proporcionada por sus futuros accionistas, el leverage de la compañía se incrementaría a unas 15 veces considerando una reducción de patrimonio en el corto plazo, vía una distribución de dividendos extraordinaria por aproximadamente UF1,85 millones con cargo a las utilidades retenidas de la aseguradora. En opinión de Fitch, el nivel de apalancamiento resultante es coherente con el perfil de riesgo de su cartera de activos, ajustándose a la clasificación de riesgo asignada, considerando que el grueso de sus inversiones estará constituido por activos de bajo riesgo de crédito, que entregan un flujo de ingresos relativamente estable, y una baja posición en instrumentos de renta variable. Elementos que presionarán el nivel de apalancamiento de la compañía estarán dados por las futuras estrategias comerciales de sus futuros accionistas y el reconocimiento de las nuevas tablas de beneficiarios (RV-2006) definidas por la Autoridad para todo el mercado. Cabe señalar que en el año 2005 ING Vida reconoció completamente las nuevas tablas de causantes (RV-2004), no debiendo realizar actualmente ajustes en sus pasivos por dicho concepto a diferencia de gran parte de la industria que decidió reconocerlas bajo un régimen de gradualidad. Adicionalmente, el patrimonio y por ende el leverage de la compañía se verán presionados por la necesidad de su futuro accionista (CGV) de repartir dividendos considerando la estructura de financiamiento utilizada para la adquisición de ING Rentas.

Fitch se mantendrá atento a que la evolución que presente el indicador de leverage de ING Rentas se ajuste a los balances pro forma entregados por sus futuros accionistas, ya que cambios significativos en su estructura podrían presionar el perfil crediticio de ésta, ya sea por el lado de la composición de sus activos o bien presiones patrimoniales (desviaciones en resultados y/o reservas).

Retención y Reaseguros

Al igual que las compañías que operan en el segmento previsional y su antecesor ING Vida, la compañía comenzará a operar con un nivel de retención total acorde a las características financieras del negocio, considerando que su actividad estará concentrada en el segmento de rentas vitalicias, ramo que retiene la totalidad del primaje y no opera normalmente con coberturas de reaseguro de tipo no proporcional. Ello es coherente con los niveles de riesgo que está expuesta la compañía, considerando que el negocio de rentas vitalicias no involucra siniestros de magnitudes de relevancia, que puedan sobre exponer su base patrimonial.



Resumen Financiero (MM\$)							
ING SEGUROS DE RENTAS VITALICIAS S.A.							
PROFORMA BALANCE GENERAL	ago-09	jun-08	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05	dic-04
Activos Líquidos	1,743,003	0	0	0	0	0	0
Caja y Cuenta Corriente	456	0	0	0	0	0	0
Inversiones Renta Fija	1,724,072	0	0	0	0	0	0
Sector Privado	1,106,454	0	0	0	0	0	0
Estatal	233,769	0	0	0	0	0	0
Mutuos Hipotecarios	304,040	0	0	0	0	0	0
Renta Fija Extranjero	79,810	0	0	0	0	0	0
Otras Financieras	12,059	0	0	0	0	0	0
Fondos Mutuos	6,415	0	0	0	0	0	0
Leasing Inmobiliario	20,957	0	0	0	0	0	0
Renta Variable	24,452	0	0	0	0	0	0
Bienes Raíces	34,210	0	0	0	0	0	0
Inversiones CUI	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Pólizas	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0
Deudores por Prima	0	0	0	0	0	0	0
Deudores por Reaseguro	0	0	0	0	0	0	0
Activos Fijos	36	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	8,600	0	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVOS	1,831,258	0	0	0	0	0	0
Reservas Técnicas	1,678,245	0	0	0	0	0	0
Matemáticas	0	0	0	0	0	0	0
Riesgo en Curso	0	0	0	0	0	0	0
Previsionales	1,675,310	0	0	0	0	0	0
Reserva de Siniestros	0	0	0	0	0	0	0
Siniestros	0	0	0	0	0	0	0
Ocurrido y No Reportado	0	0	0	0	0	0	0
Otros	2,935	0	0	0	0	0	0
Reservas CUI	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Bancos	658	0	0	0	0	0	0
Primas por Pagar	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	3,718	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	7,140	0	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS	1,689,760	0	0	0	0	0	0
Capital Pagado	34,888	0	0	0	0	0	0
Reservas	64,543	0	0	0	0	0	0
Utilidad (Pérdida) Retenida	42,067	0	0	0	0	0	0
PATRIMONIO	141,498	0	0	0	0	0	0

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 USD1,000 to USD750,000 (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 USD10,000 to USD1,500,000 (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.