

CREDIT QUARTERLY OUTLOOK

## Corsa al ribasso

- Il mercato del credito è prezzato alla perfezione
- L'incertezza sull'inflazione può ancora causare volatilità
- La domanda e l'offerta di credito sono robuste

**Sembra prendere forma lo scenario ideale per il credito, caratterizzato da un calo dell'inflazione e da una probabile assenza di recessione. I mercati del credito hanno sposato completamente questa narrazione e sono in gran parte prezzati alla perfezione. Tuttavia, sono gli operatori di mercato diventati più compiaciuti con la propensione al rischio che ha raggiunto livelli elevati?**

Pur riconoscendo l'elevata probabilità dello scenario di consensus, rimaniamo consapevoli della fragilità del sentiment e dell'onnipresenza dei rischi in un mondo in continua evoluzione. Alla luce delle attuali valutazioni e delle posizioni di rischio, vi sono ampi margini per una delusione.

Manteniamo un posizionamento neutrale nei mercati investment grade ed emergenti, concentrandoci sulla generazione di alfa attraverso la selezione degli emittenti. Nel segmento high yield ci atteniamo fermamente al nostro orientamento alla qualità, che si traduce in un beta inferiore a 1. Questo non ci sembra il momento ideale per incrementare il beta attraverso un overlay di derivati, dal momento che i CDS sono scambiati con spread ancora più rispetti rispetto ai cash markets.

### Fondamentali

Crediamo che sia estremamente importante considerare una varietà di scenari economici, anziché posizionarsi semplicemente in vista di un unico scenario di base. Nel corso dell'ultimo anno il consensus del mercato ha sposato alternativamente uno dei tre scenari principali per l'economia statunitense: atterraggio duro, atterraggio morbido e nessun atterraggio. All'inizio del 2023 l'opinione dominante prevedeva una recessione negli Stati Uniti. Poi, verso l'estate, si è cominciato a parlare insistentemente di un atterraggio morbido, per passare quindi alla previsione condivisa di nessun atterraggio (con "tassi più alti più a lungo") nel mese di ottobre. Alla fine del 2023, il sentiment è tornato decisamente a prefigurare lo scenario di un atterraggio morbido, che rimane la view prevalente sul mercato ancora oggi.

#### CREDIT OUTLOOK MARZO 2024

Materiale di marketing destinato ad investitori professionali



**Sander Bus**  
High yield



**Reinout Schapers**  
Investment grade

## *“Questo non ci sembra il momento ideale per incrementare il beta*

Questo scenario di atterraggio morbido comporta le condizioni più favorevoli per il credito, in cui la redditività delle imprese può rimanere solida mentre i costi di finanziamento diminuiscono. Conveniamo che un atterraggio morbido è probabile. Tuttavia, è importante riconoscere la possibilità di scenari alternativi, che non possono essere esclusi completamente.

Ascoltando gli strategist sell-side, è chiaro che al momento quasi tutti tendono a concordare sul fatto che una recessione non è imminente. Tuttavia, quando si parla della traiettoria dell'inflazione e dei tassi delle banche centrali, le opinioni sono molto più variegate. Abbiamo incontrato previsioni i contrastanti che vanno da “nessun taglio dei tassi nel 2024” a “i tassi della BCE torneranno all'1% entro il 2026”. Ciò è indicativo della notevole incertezza riguardo alla futura evoluzione dell'inflazione e dei tassi di interesse. Questa incertezza si riflette anche nei livelli persistentemente elevati dell'indice MOVE, che misura la volatilità implicita dei mercati obbligazionari. Ciò contrasta con l'andamento dell'indice VIX, che misura la volatilità implicita dei mercati azionari e si mantiene su livelli molto bassi.

L'economia statunitense ha dato prova di straordinaria tenuta. Una delle cause principali di questo vigore è da rintracciarsi nello stimolo fiscale, che ha sostenuto le famiglie e mantenuto elevate sia la spesa per consumi che quella pubblica. Tuttavia, il settore privato evidenzia performance contrastanti. Mentre le large cap tecnologiche continuano a registrare profitti record, le PMI accusano le pressioni degli alti tassi d'interesse. Se consideriamo una proxy dell'EBIT aziendale per l'economia nel suo insieme, vediamo che gli utili sono in realtà in calo, anche negli Stati Uniti. Molte piccole imprese hanno perso il loro pricing power e non riescono più a trasferire sulla clientela gli elevati aumenti salariali e i maggiori costi di finanziamento.

Guardando oltre i confini statunitensi, il quadro a livello globale appare nettamente diverso. La Cina risente ancora di una marcata debolezza, segnata dal crollo del mercato immobiliare che continua a pesare sul sentiment. I tassi di disoccupazione sono in aumento e le pressioni disinflazionistiche persistono. Di questa situazione non se ne vede la fine, in quanto la crescita della moneta sta nuovamente rallentando, nonostante le misure prese dalle autorità cinesi per invertire la tendenza.

Anche l'economia europea ha segnato il passo nel 2023, soprattutto a causa della più rapida trasmissione della politica monetaria, dei più alti prezzi dell'energia, del minor impulso derivante dalla politica fiscale e della maggiore sensibilità all'andamento dell'economia cinese. Questa stasi è particolarmente evidente nel settore manifatturiero tedesco, che sta sopportando il peso maggiore delle difficoltà economiche. Per una descrizione più ampia delle prospettive macro, si rimanda all'outlook del team Global Macro di Robeco: [Risk-on, but not gone](#).

In generale concordiamo con la previsione prevalente secondo cui è molto probabile che la Fed effettui tre tagli dei tassi e la BCE addirittura uno in più. Inoltre, i rischi percepiti di una recessione negli Stati Uniti sono diminuiti notevolmente. Tuttavia, vale la pena notare che questo scenario sembra essere pienamente scontato nei prezzi di mercato attuali. Di conseguenza, gli spread creditizi sono suscettibili a sorprese negative che potrebbero essere di natura economica o geopolitica.

Una potenziale fonte di volatilità è rappresentata dalle prossime elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Tra Biden e Trump è in corso una gara serrata, che secondo i primi sondaggi vede il tycoon in lieve vantaggio. Si prevede che tutti e due i candidati manterranno politiche fiscali espansive. Tuttavia, un'eventuale vittoria di Trump comporterebbe l'ulteriore rischio di un approccio sempre più focalizzato sugli Stati Uniti, in particolare viste le sue passate proposte di aumenti sostanziali dei dazi. Misure del genere potrebbero rinfocolare le tensioni commerciali con la Cina e l'Europa, gravando sul sentiment del mercato. Inoltre, Trump potrebbe decidere di interrompere il sostegno militare e finanziario all'Ucraina, indebolendo potenzialmente il senso di sicurezza in Europa.

*“Gli spread creditizi sono suscettibili a sorprese negative che potrebbero essere di natura economica o geopolitica*

### Valutazioni

In qualità di investitori nel credito, la nostra analisi delle valutazioni di mercato si basa principalmente sugli spread, che rappresentano la remunerazione per il rischio di credito. Tuttavia, siamo consapevoli che altri operatori di mercato potrebbero focalizzarsi sul rendimento “all in” o complessivo, che può dettare i flussi in entrata o in uscita dalle asset class obbligazionarie. Noi valutiamo l’attrattiva del credito rispetto ai rendimenti governativi sottostanti. Gli investitori focalizzati sul rendimento considerano invece il rendimento complessivo del credito e la sua appetibilità rispetto al tasso privo di rischio.

Gli spread creditizi hanno continuato a restringersi nel primo trimestre, raggiungendo livelli che consideriamo prezzati alla perfezione in molti segmenti del mercato. Gli spread delle obbligazioni investment grade statunitensi, ad esempio, sono arrivati a 90 punti base (pb). Storicamente, in alcuni casi, i differenziali hanno toccato livelli ancora più bassi, creando condizioni tutt’altro che favorevoli per un ingresso del mercato. Nel mercato del credito investment grade statunitense gli spread nel loro insieme sono spinti in basso dai differenziali estremamente ridotti delle obbligazioni a lunga scadenza. Fatto raro, gli spread sul tratto a lunga sono mediamente inferiori a quelli sulle scadenze intermedie, a causa della domanda sostenuta e dell’offerta trascurabile di obbligazioni a lungo termine.

Sia l’high yield statunitense che quello europeo, così come il debito emergente, presentano attualmente spread talmente ristretti da collocarsi nel primo quartile in termini storici. Le uniche eccezioni sono rappresentate dalle obbligazioni finanziarie e investment grade in euro, che si collocano nel secondo quartile.

Degna di nota è anche l’evidente biforcazione presente nel mercato high yield. I rendimenti dei titoli high yield in USD non distressed si collocano nel secondo percentile (ossia nel 98% dei casi dal 1997 si sono attestati su livelli più ampi). Osserviamo una dispersione eccezionalmente bassa nelle categorie di rating BB e B, mentre tra le obbligazioni con rating CCC si verifica l’esatto contrario. Il motivo per cui gli spread dell’intero indice high yield non hanno ancora raggiunto il livello minimo è da ricercarsi nella massiccia presenza di titoli distressed all’interno dell’universo CCC, che contribuiscono a far salire il rendimento di questa categoria di rating. Definiamo questo fenomeno “rendimento fantasma”, poiché potrebbe non tradursi in performance effettive.

[Si possono trovare ancora aree di valore?](#) Nonostante gli spread molto ristretti, riteniamo che le obbligazioni investment grade e i titoli finanziari europei offrano ancora un valore ragionevole rispetto ad altri mercati. Pur essendo diminuiti notevolmente in termini assoluti, gli spread dei titoli finanziari sono ancora interessanti su base relativa se confrontati con quelli delle omologhe emissioni corporate. Crediamo che la tesi d’investimento a lungo termine a favore delle obbligazioni finanziarie sia ancora perfettamente valida, visti i miglioramenti dei coefficienti patrimoniali, della liquidità e della raccolta dopo la crisi finanziaria globale. Inoltre, un’altra area di valore è rappresentata dal segmento dei titoli di agenzie e semigovernativi. Nonostante il restringimento degli swap spread, questi strumenti sono ancora scambiati a valutazioni interessanti e hanno persino registrato un aumento dei differenziali di rendimento rispetto agli swap.

Un segmento del mercato investment grade che sembra conveniente è l’immobiliare. Tuttavia, esitiamo a raccomandare l’assunzione di posizioni lunghe in questo settore. Alcune società del settore immobiliare sono alle prese con notevoli difficoltà, e non tutte assicurano la trasparenza necessaria per instillare fiducia nel mercato. Pur esplorando i singoli emittenti alla ricerca di potenziali opportunità, esercitiamo cautela e manteniamo un approccio altamente selettivo.

Per quanto concerne l’high yield, considerando la scarsa dispersione all’interno dell’universo BB e B, riteniamo che sia prudente concentrarsi sui titoli di qualità più elevata.

*“ Osserviamo una dispersione eccezionalmente bassa nelle categorie di rating BB e B*

#### Quadro tecnico

La domanda di credito si conferma robusta, come dimostrano i [significativi afflussi nelle strategie di investimento sia da parte di investitori istituzionali che retail](#). Abbiamo monitorato questa tendenza e raccolto numerosi riscontri aneddotici di continui afflussi verso i prodotti a scadenza fissa. Inoltre, si registra una domanda di titoli corporate a lunga scadenza da parte delle compagnie assicurative che forniscono contratti di rendita vitalizia ai piani pensionistici aziendali. Tuttavia, questa domanda sostenuta è soddisfatta da un'offerta altrettanto elevata nei mercati investment grade, che sono dunque cresciuti sia negli Stati Uniti che in Europa.

Per contro, il mercato high yield ha subito una contrazione in quanto molte imprese sono uscite dall'universo in seguito a un innalzamento del rating o hanno deciso di rifinanziarsi al di fuori dei mercati pubblici. Questa disparità tra domanda e offerta è uno dei fattori che hanno contribuito alla sovraperformance dell'high yield. Un discorso analogo vale per il debito emergente in valuta forte, dove il mercato si è ridotto poiché le aziende hanno trovato canali di finanziamento alternativi come i mercati in valuta locale.

Il Risk Aversion Barometer di Robeco, sviluppato dal nostro team Global Macro, indica che la propensione al rischio è attualmente molto pronunciata. Ciò potrebbe essere indicativo del rischio di un eccessivo compiacimento, che in genere non lascia ben sperare per la performance futura. Inoltre, cominciamo a nutrire qualche preoccupazione per l'emergere di narrazioni improntate all'idea che “questa volta è diverso”.

La solida domanda di credito si riflette anche nella dinamica delle valutazioni sul mercato primario. Gli emittenti possono effettuare nuove emissioni senza pressoché alcun premio di collocamento, mentre le richieste di sottoscrizione sono spesso di molte volte superiori all'offerta. Anche la politica monetaria può avere un impatto significativo sul quadro tecnico del mercato. Le banche centrali sono intente a ridimensionare i loro bilanci, ma il volume degli strumenti obbligazionari nei portafogli della Fed e della BCE è ancora consistente. Lo scenario peggiore per il credito si avrebbe qualora le previste riduzioni dei tassi d'interesse non fossero attuate. Ciò potrebbe accadere se l'inflazione dovesse riaccelerare.

Finché i tagli dei tassi rimarranno lo scenario più probabile, la politica monetaria dovrebbe continuare a fornire un supporto tecnico favorevole. Tuttavia, non dovremmo aspettarci un altro ciclo di restringimento degli spread dopo la riduzione iniziale dei tassi. I dati storici mostrano che, anche in un contesto di atterraggio morbido, i differenziali di rendimento in genere non diminuiscono ulteriormente dopo il primo taglio dei tassi.

*“ La solida domanda di credito si riflette anche nella dinamica delle valutazioni sul mercato primario*

#### Posizionamento

Il nostro posizionamento rimane sostanzialmente simile a quello del trimestre precedente. Continuiamo ad adottare una strategia che mantiene il rischio di portafoglio su un livello pressoché neutrale, pur assumendo in modo selettivo rischio di credito nei segmenti del mercato che presentano valutazioni persistentemente interessanti. Un'efficace selezione degli emittenti e l'acquisto di carry di qualità offrono il miglior valore.

Restiamo fiduciosi nei confronti dell'investment grade in generale, ma siamo più prudenti sul segmento a rating più basso del mercato high yield. Il sottopeso sui “rendimenti fantasma” si traduce in un beta inferiore a 1 per il portafoglio high yield. Non ci sembra opportuno portare il beta high yield a 1 tramite coperture con credit default swap, poiché questi strumenti presentano spread ancora più ristretti rispetto ai cash markets.

Rileviamo ancora valore nei titoli bancari europei, che offrono valutazioni più convenienti rispetto alle obbligazioni corporate. Il nostro posizionamento prudente ci permette di mantenere disponibilità liquide da impiegare in caso di deterioramento del sentiment di mercato.

Tabella 1 – Posizionamento attuale

	Costruttivo	Neutrale	Difensivo
Fondamentali	✓		
Valutazioni			✓
Quadro tecnico		✓	
Obbligazionari o investment grade		✓	
Obbligazionari o high yield			✓
Finanziari	✓		
Non-finanziari			✓
Emergenti		✓	

Fonte: Robeco, marzo 2024

**Ringraziamenti:** Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Per le nostre valutazioni sul credito abbiamo tenuto conto delle opinioni di Rikkert Scholten e Martin van Vliet (Robeco), Bardley Rogoff e Zoso Davies (Barclays), Barnaby Martin (BofA) e Alec Phillips (Goldman Sachs).

## Informazioni importanti

Robeco Institutional Asset Management B.V., è autorizzata quale gestore di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) e in Fondi di Investimento Alternativo (FIA) ("Fondo/i") dall'Autorità Olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam. Il presente documento di marketing è inteso esclusivamente per gli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Robeco Institutional Asset Management B.V. e/o le sue società collegate, affiliate e controllate, ("Robeco") non saranno in alcun caso responsabili di eventuali danni derivanti dall'utilizzo del presente documento. Gli utilizzatori di dette informazioni che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono responsabili della valutazione della propria idoneità a riceverle in conformità al Regolamento MiFID II. Nella misura in cui tali informazioni rientrano tra i benefici non monetari minori ragionevoli e accettabili di cui al MiFID II, gli utilizzatori che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono tenuti a rispettare i requisiti vigenti in materia di contabilità e trasparenza. Il contenuto del presente documento si basa su fonti di informazione ritenute attendibili ed è privo di qualsiasi tipo di garanzia. Il presente documento non può essere considerato completo in mancanza di ulteriori spiegazioni. Ogni parere, stima o previsione potrà essere modificato in qualsiasi momento senza obbligo di preavviso. In caso di dubbi, rivolgersi a un consulente indipendente. Il presente documento è finalizzato a fornire all'investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non è una ricerca di Robeco in materia di investimenti e non costituisce una raccomandazione di investimento né una consulenza per l'acquisto o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento né per l'adozione di determinate strategie di investimento, né tanto meno una consulenza in ambito legale, contabile o fiscale. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo materiale non può essere copiato o condiviso con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco. Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Gli investitori devono assicurarsi di avere compreso appieno i rischi associati ai prodotti e ai servizi che Robeco eroga nei paesi in cui sono domiciliati. Gli investitori dovrebbero inoltre tener presente i propri obiettivi di investimento e i propri livelli di tolleranza al rischio. I rendimenti storici sono forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non rappresentano in alcun modo una garanzia delle performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore ovvero minore una volta convertita nella valuta locale dell'investitore. I dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per la contrattazione dei titoli contenuti nei portafogli dei clienti e per l'emissione o il riscatto di quote. Salvo quanto altrimenti riportato, le performance si intendono i) al netto delle commissioni basate sui prezzi delle operazioni e ii) con i dividendi reinvestiti. Per ulteriori dettagli si rimanda al prospetto informativo del Fondo. La performance viene riportata al netto delle commissioni di gestione degli investimenti. Le spese correnti di cui al presente documento corrispondono a quelle riportate nell'ultima relazione annuale del Fondo alla data di chiusura dell'ultimo anno solare. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, né all'utilizzo da parte di persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o alle normative locali, oppure costringerebbe il Fondo o Robeco Institutional Asset Management B.V. a rispettare un obbligo di registrazione o di autorizzazione in tale giurisdizione. La decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una giurisdizione specifica deve avvenire unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto, informazioni che possono divergere da quelle contenute nel presente documento. I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell'eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP) relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente sui siti di Robeco.

### Ulteriori informazioni per gli investitori statunitensi

Robeco viene considerata come "affiliata partecipante" e alcuni suoi dipendenti sono "soggetti associati" di Robeco Institutional Asset Management US Inc. ("RIAM US") come dalle relative istruzioni SEC no-action. I dipendenti che si qualificano come soggetti associati di RIAM US svolgono attività direttamente o indirettamente collegate ai servizi di consulenza agli investimenti forniti da RIAM US. In queste situazioni, tali persone si ritengono agire per conto di RIAM US, consulente per gli investimenti registrato presso la SEC USA. Il regolamento della SEC si applica solo a clienti, potenziali clienti e investitori di RIAM US. RIAM US è una controllata interamente posseduta di ORIX Corporation Europe N.V. e offre servizi di consulenza per gli investimenti a clienti istituzionali negli Stati Uniti.

### Ulteriori informazioni per gli investitori offshore statunitensi – Reg S

I Robeco Capital Growth Funds non sono stati registrati ai sensi della United States Investment Company Act del 1940 (e suoi emendamenti) o della United States Securities Act del 1933 (e suoi emendamenti). Le azioni non possono essere offerte né vendute, direttamente o indirettamente, negli Stati Uniti o a soggetto statunitense. Per soggetto statunitense si intende (a) una persona che sia cittadino o residente degli Stati Uniti ai fini delle imposte federali sul reddito; (b) una società, una partnership o altro organismo creato od organizzato ai sensi delle leggi statunitensi; (c) un patrimonio o trust il cui reddito è soggetto al pagamento delle imposte federali sul reddito negli USA a prescindere dal fatto che tale reddito sia effettivamente collegato ad un'operazione o impresa statunitense. Negli Stati Uniti, questo materiale può essere distribuito solo a un soggetto che sia un "distributore" o che non sia un "soggetto statunitense", come definito dalla Regulation S del Securities Act statunitense del 1933 (e successive modifiche).

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Australia e Nuova Zelanda

Il presente documento è distribuito in Australia da Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("RIAM BV"), società non soggetta all'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari ai sensi del Corporations Act del 2001 (Cth) conformemente all'ASIC Class Order 03/1103. Robeco è regolamentata dalla Commissione per gli strumenti finanziari e i future ai sensi del diritto di Hong Kong, che potrebbe differire da quello australiano. Il presente documento viene distribuito esclusivamente ai clienti wholesale, secondo la definizione di cui al Corporations Act del 2001 (Cth). È vietata la diffusione e la distribuzione, diretta o indiretta, del presente documento a qualsiasi altra categoria di soggetti. In Nuova Zelanda, il presente documento è disponibile unicamente agli investitori wholesale, secondo la definizione dell'articolo 3(2) dello Schema 1 del Financial Markets Conduct Act 2013 (FMCA). Il presente documento non è finalizzato alla distribuzione al pubblico in Australia e Nuova Zelanda.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Austria

Le presenti informazioni sono riservate esclusivamente ad investitori professionisti o a controparti qualificate ai sensi della Legge austriaca sulla vigilanza (Austrian Securities Oversight Act).

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Brasile

Il Fondo non può essere offerto o venduto al pubblico in Brasile. Di conseguenza, il Fondo non è stato né sarà registrato presso la Commissione sui Valori mobiliari brasiliana (CVM), né è stata presentata domanda di approvazione alla CVM. I documenti relativi al Fondo, oltre che le informazioni ivi contenute, non possono essere forniti al pubblico in Brasile, poiché l'offerta del Fondo non è un'offerta pubblica di titoli in Brasile, né possono essere utilizzati in relazione ad alcuna offerta di sottoscrizione o vendita di titoli al pubblico in Brasile.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Brunei

Il Prospetto concerne uno schema di investimento collettivo privato non soggetto ad alcuna tipologia di regolamento interno da parte dell'Autorità Monetaria Brunei Darussalam ("Autorità"). Il Prospetto è destinato alla distribuzione unicamente in classi di investitori specifiche, come indicato alla sezione 20 del Securities Market Order, 2013, e deve essere pertanto consegnato o ritenuto attendibile da un cliente retail. L'Autorità non sarà responsabile della revisione o verifica di qualsiasi prospetto o altro documento in merito al presente schema di investimento collettivo. L'Autorità non ha approvato il Prospetto o qualsiasi altro documento associato né intrapreso alcuna misura volta a verificare le informazioni riportate nel Prospetto e non è responsabile del medesimo. Le unità a cui si riferisce il Prospetto possono essere illiquide o soggette a restrizioni alla rivendita. I potenziali acquirenti delle unità proposte dovranno svolgere la propria due diligence in merito alle unità.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Canada

Nessuna commissione sui valori immobiliari o analoga autorità canadese ha esaminato o si è espressa in merito al presente documento o alle qualità dei titoli in esso descritti, e qualsiasi affermazione contraria costituisce reato. Robeco Institutional Asset Management B.V. si avvale dell'esenzione per gli operatori e i consulenti internazionali in Quebec e ha nominato McCarthy Tétrault LLP come proprio agente per la fornitura di servizi nella regione.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nella Repubblica Cile

Né Robeco né i Fondi sono registrati presso la *Comisión para el Mercado Financiero*, ai sensi della Legge n. 18.045 *Ley de Mercado de Valores* e relative disposizioni. Il presente documento non costituisce offerta o invito alla sottoscrizione o all'acquisto di azioni del Fondo nella Repubblica Cile, salvo qualora sia rivolto a singoli soggetti che, di propria iniziativa, ne hanno fatto esplicita richiesta. Il presente documento, quindi, costituisce un'offerta privata, secondo la definizione di cui all'Articolo 4 della *Ley de Mercado de Valores* (offerta non destinata al pubblico in generale, né a un suo settore o gruppo specifico).

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Colombia

Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico nella Repubblica di Colombia. L'offerta del fondo è rivolta a meno di cento investitori identificati personalmente. Il fondo non può essere promosso o commercializzato in Colombia o a residenti colombiani, a meno che tale promozione e commercializzazione non avvengano ai sensi del Decreto 2555 del 2010 e altri regolamenti e norme in materia relative alla promozione di fondi esteri in Colombia. La distribuzione del presente Prospetto e l'offerta di Azioni possono essere limitate in alcune giurisdizioni. Le informazioni contenute nel presente Prospetto hanno carattere puramente indicativo e chiunque sia in possesso del presente Prospetto e intenda fare richiesta di Azioni è tenuto a informarsi in merito a, e osservare, tutte le leggi e i regolamenti applicabili in ogni giurisdizione pertinente. I potenziali sottoscrittori di Azioni sono tenuti a informarsi in merito a eventuali requisiti legali applicabili, regolamenti di controllo dei cambi e imposte applicabili nei loro Paesi di cittadinanza, residenza o domicilio.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Centro Finanziario Internazionale di Dubai (Dubai International Financial Centre - DIFC), Emirati Arabi Uniti

Il presente materiale è distribuito da Robeco Institutional Asset Management B.V. (filiale DIFC), Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, EAU. Robeco Institutional Asset Management B.V. (filiale DIFC) è regolamentata dall'Autorità di vigilanza di Dubai (Dubai Financial Services Authority - DFSA) e opera esclusivamente con clienti professionali o controparti di mercato e non con clienti retail secondo la definizione della DFSA.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Francia

Robeco Institutional Asset Management B.V. ha la possibilità di fornire servizi in Francia. Robeco France è una controllata di Robeco la cui attività consiste nella promozione e distribuzione dei fondi del gruppo a investitori professionali in Francia.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Germania**

Le presenti informazioni sono riservate esclusivamente ad investitori professionisti o a controparti qualificate ai sensi della Legge tedesca sulla negoziazione dei titoli.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Hong Kong**

Il contenuto del presente documento non è stato revisionato dalla Securities and Futures Commission ("SFC") di Hong Kong. In caso di dubbi sul contenuto del presente documento, si consiglia di rivolgersi a consulenti professionisti indipendenti. Il presente documento è stato distribuito da Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco è regolamentata dalla SFC di Hong Kong.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Indonesia**

Il Prospetto non costituisce un'offerta a vendere né un invito ad acquistare titoli in Indonesia.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia**

Il presente documento è destinato esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e di clienti professionali privati (come definito dall'articolo 26 (1) (b) e (d) del Regolamento Consob N. 16190 del 29 ottobre 2007). Se messo a disposizione di distributori e di soggetti autorizzati dai distributori a condurre attività promozionali e di marketing, esso potrà essere utilizzato esclusivamente per le finalità per le quali è stato concepito. I dati e le informazioni contenute nel presente documento non possono essere utilizzate per comunicazioni con le autorità di vigilanza. Il presente documento non contiene informazioni volte a determinare, nel concreto, la propensione all'investimento e, di conseguenza, non può e non dovrebbe costituire la base di decisioni di investimento di alcun genere.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Giappone**

Il presente documento è destinato esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e viene distribuito da Robeco Japan Company Limited, registrato in Giappone come Financial Instruments Business Operator, [Direttore di Kanto Local Financial Bureau (Financial Instruments Business Operator), numero di registrazione No.2780, membro della Japan Investment Advisors Association].

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Corea del Sud**

La Società di gestione non effettua alcuna dichiarazione in merito all'adeguatezza dei destinatari del Prospetto ad acquisire le Azioni di cui al medesimo in ottemperanza alle leggi vigenti in Corea del Sud, inclusi, senza limitazione alcuna, il Foreign Exchange Transaction Act e i relativi Regolamenti. Le Azioni non sono state registrate in ottemperanza al Financial Investment Services and Capital Markets Act coreano e nessuna Azione può essere offerta, venduta o fornita, oppure offerta o venduta ad alcun soggetto a fini di ri-offerta o rivendita, direttamente o indirettamente, in Corea del Sud o ad alcun residente in Corea del Sud, fatto salvo laddove in conformità a leggi e regolamenti applicabili della Corea del Sud.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Liechtenstein**

Il presente documento è distribuito esclusivamente agli intermediari finanziari con sede nel Liechtenstein debitamente autorizzati (come banche, gestori di portafoglio discrezionali, compagnie di assicurazione, fondi di fondi, ecc.) che non intendono investire per proprio conto nel Fondo (o nei Fondi) indicato (indicati) nel documento. Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera. LGT Bank Ltd., Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein opera in qualità di rappresentante e agente pagatore in Liechtenstein. Il prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del Fondo (dei Fondi) possono essere ottenuti presso il rappresentante o tramite il sito web.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Malaysia**

Generalmente, l'offerta o la vendita di Azioni non sono consentite in Malaysia, fatto salvo laddove si applichi l'Esenzione da Riconoscimento o l'Esenzione da Prospetto: NON È STATA NÉ SARÀ INTRAPRESA ALCUNA AZIONE A FINI DI CONFORMITÀ ALLE LEGGI DELLA MALAYSIA VOLTA A RENDERE DISPONIBILE, OFFRIRE PER SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO, O EMETTERE ALCUN INVITO A SOTTOSCRIVERE O ACQUISTARE O VENDERE LE AZIONI IN MALAYSIA O A SOGGETTI IN MALAYSIA IN QUANTO L'EMITTENTE NON INTENDE RENDERE DISPONIBILI LE AZIONI NÉ ASSOGGETTARLE AD ALCUNA OFFERTA O INVITO A SOTTOSCRIVERE O ACQUISTARE, IN MALAYSIA. IL PRESENTE DOCUMENTO NÉ ALCUN DOCUMENTO O ALTRO MATERIALE RELATIVO ALLE AZIONI NON DOVRÀ ESSERE DISTRIBUITO, FATTO DISTRIBUIRE O CIRCOLARE IN MALAYSIA. NESSUN SOGGETTO DOVRÀ RENDERE DISPONIBILE NÉ PRODURRE ALCUN INVITO OD OFFERTA O INVITO A VENDERE O ACQUISTARE LE AZIONI IN MALAYSIA FATTO SALVO LADDOVE TALE SOGGETTO INTRAPRENDA LE AZIONI PREVISTE IN CONFORMITÀ ALLE LEGGI MALYSIANE.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Messico**

I fondi non sono stati e non saranno registrati presso il National Registry of Securities o altro registro tenuto dalla Mexican National Banking and Securities Commission e, di conseguenza, non possono essere offerti o venduti pubblicamente in Messico. Robeco e qualsiasi sottoscrittore o acquirente possono offrire e vendere i fondi in Messico come collocamento privato, a Investitori istituzionali e accreditati, ai sensi dell'articolo 8 della Legge messicana sui mercati mobiliari.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Perù**

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) non esercita alcuna vigilanza su questo Fondo e quindi sulla sua gestione. Le informazioni che il Fondo fornisce ai propri investitori e gli altri servizi forniti loro sono di esclusiva responsabilità dell'Agente amministrativo. Il presente Prospetto non è destinato alla distribuzione al pubblico.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Singapore**

Il presente documento non è stato registrato presso l'Autorità Monetaria di Singapore (Monetary Authority of Singapore o "MAS"). Di conseguenza, il presente documento non può essere fatto circolare o distribuito direttamente o indirettamente a soggetti di Singapore diversi da (i) un investitore istituzionale ai sensi della Sezione 304 della SFA, (ii) un soggetto rilevante ai sensi della Sezione 305(1) o qualunque soggetto ai sensi della Sezione 305(2), e in conformità alle condizioni specificate nella Sezione 305 della SFA, o (iii) altrimenti ai sensi di e in conformità a, qualunque altra disposizione applicabile della SFA. Il contenuto del presente documento non è stato revisionato dalla MAS. La decisione di investire nel Fondo dovrebbe essere preceduta dall'analisi dei capitoli riguardanti le considerazioni sugli investimenti, i conflitti d'interesse, i fattori di rischio e le restrizioni alle vendite relative a Singapore (descritti al capitolo "Informazioni importanti per gli investitori di Singapore") contenuti nel prospetto. In caso di dubbi sulle rigide restrizioni applicabili all'utilizzo del presente documento, sulla situazione regolamentare del Fondo, sulla protezione regolamentare prevista, sui rischi associati e sull'adeguatezza del Fondo ai propri obiettivi, rivolgersi ad un consulente professionista. Gli investitori devono essere consapevoli che solamente i Comparti indicati in appendice nel capitolo del prospetto intitolato "Importanti informazioni per gli investitori di Singapore" ("Comparti") sono disponibili per gli investitori di Singapore. I Comparti sono contraddistinti come organismi esteri soggetti a restrizioni ai sensi del Capitolo 289 della Securities and Futures Act di Singapore ("SFA") e invocano l'esenzione dall'obbligo di registrazione del prospetto ai sensi delle esenzioni previste dagli articoli 304 e 305 della SFA. I Comparti non sono autorizzati né riconosciuti dalla MAS e le Azioni dei Comparti non possono essere offerte al pubblico retail a Singapore. Il prospetto del Fondo non è considerato un prospetto ai sensi della SFA. Di conseguenza, la responsabilità legale prevista dalla SFA in relazione al contenuto dei prospetti non si applica. I Comparti possono essere promossi esclusivamente a persone sufficientemente esperte e sofisticate da comprendere i rischi insiti nell'investimento in tali veicoli, e che soddisfino alcuni altri criteri previsti dagli Articoli 304 o 305, o da altre disposizioni applicabili della SFA o di eventuali provvedimenti legislativi conseguenti. Occorre valutare con attenzione l'adeguatezza di un investimento alla propria situazione individuale. Robeco Singapore Private Limited è autorizzata quale gestore di fondi sui mercati di capitale dalla MAS e, in virtù di tale licenza, è soggetta ad alcune restrizioni in materia di clientela.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Spagna**

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España con numero di identificazione W0032687F e con sede legale a Madrid in Calle Serrano 47-14°, è registrata presso il Registro delle imprese spagnolo a Madrid, volume 19.957, pagina 190, sezione 8, foglio M-351927 e presso la National Securities Market Commission (CNMV) nel Registro ufficiale delle filiali delle società europee di servizi di investimento, al numero 24. I fondi di investimento o SICAV di cui al presente documento sono regolamenti dalle autorità preposte nei rispettivi paesi di origine e sono registrati in uno speciale registro della CNMV riservato alle Società estere di investimento collettivo operanti in Spagna.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Sudafrica**

In Sud Africa Robeco Institutional Asset Management B.V è regolamentata dalla Financial Sector Conduct Authority.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Svizzera**

Il (i) fondo (fondi) ha (hanno) domicilio in Lussemburgo. Il presente documento è distribuito in Svizzera esclusivamente a investitori qualificati ai sensi della Collective Investment Schemes Act (CISA). Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo. ACOLIN Fund Services AG, indirizzo: Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zurigo, agisce in qualità di rappresentante per la Svizzera del Fondo (o Fondi). UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurigo, indirizzo: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agisce in qualità di agente di pagamento in Svizzera. Il prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del/i Fondo/i, nonché l'elenco degli acquisti e delle vendite effettuate dal/i Fondo/i nell'esercizio finanziario possono essere ottenuti, gratuitamente e a semplice richiesta, presso la sede del rappresentante svizzero ACOLIN Fund Services AG. I prospetti sono inoltre disponibili tramite il sito web.

**Ulteriori informazioni circa i fondi/servizi a marchio RobecoSAM**

Robeco Switzerland Ltd, indirizzo postale Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera è autorizzata quale gestore patrimoniale di investimenti collettivi dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA. Il marchio RobecoSAM è un marchio registrato di Robeco Holding BV. Il marchio RobecoSAM è utilizzato per commercializzare servizi e prodotti che si avvalgono dell'esperienza di Robeco in materia di investimenti sostenibili (SI). Il marchio RobecoSAM non costituisce una persona giuridica separata.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Taiwan**

Nessuna autorità di vigilanza di Hong Kong ha revisionato il presente documento. In caso di dubbi sul contenuto del presente documento, si consiglia di rivolgersi a consulenti professionisti indipendenti. Il presente documento è stato distribuito da Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco è regolamentata dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Thailandia**

Il Prospetto non è stato approvato dalla Securities and Exchange Commission che declina qualsiasi responsabilità in merito ai contenuti del medesimo. Non sarà effettuata alcuna offerta pubblica per l'acquisto delle Azioni in Thailandia e il Prospetto è destinato a essere letto unicamente dal soggetto a cui è rivolto e non deve essere divulgato, rilasciato o mostrato al pubblico in generale.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede negli Emirati Arabi Uniti**

Alcuni Fondi cui si fa riferimento nel presente materiale di marketing sono stati registrati presso la UAE Securities and Commodities Authority (l' "Autorità"). I dati di tutti i Fondi Registrati sono reperibili sul sito web dell'Autorità. L'Autorità non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza delle informazioni riportate nel presente materiale/documento, né per il mancato adempimento dei propri doveri e delle proprie responsabilità da parte dei soggetti operanti nell'ambito del Fondo di investimento.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Regno Unito**

Robeco Institutional Asset Management B.V. (FRN: 977582) è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Uruguay**

Ai sensi dell'art. 2 della legge uruguayana 18.627, la cessione del Fondo si qualifica come investimento privato. Il Fondo non può essere offerto o venduto al pubblico in Uruguay, se non in circostanze che non rappresentino una distribuzione od offerta pubblica ai sensi delle leggi e dei regolamenti dell'Uruguay. Il Fondo non è stato e non sarà registrato presso la Sovrintendenza dei Servizi Finanziari della Banca Centrale dell'Uruguay. Il Fondo corrisponde a un fondo d'investimento diverso dai fondi d'investimento regolamentati dalla legge uruguayana 16.774 del 27 Settembre 1996, e suoi emendamenti successivi.