

CREDIT QUARTERLY OUTLOOK

Plus ça change

- Gli spread creditizi sembrano molto ristretti rispetto al passato, ma i rendimenti sono più elevati
- Lo scenario economico di base sposato dal consensus potrebbe sottovalutare i rischi estremi
- Nel mercato del credito dominano i fattori tecnici, almeno per il momento

Il secondo trimestre del 2024 avrebbe potuto passare alla storia come un periodo molto noioso per gli investitori in obbligazioni corporate, almeno nel segmento investment grade. Gli spread, già storicamente ristretti, hanno continuato a contrarsi in modo sbalorditivo per la maggior parte del periodo, incuranti della volatilità sul mercato dei tassi, delle perduranti tensioni geopolitiche e degli elevati livelli di nuove emissioni.

Questo finché il presidente francese Macron non ha indetto inaspettatamente elezioni anticipate, in una mossa rischiosa che potrebbe consentire al partito di destra di Marine Le Pen di arrivare al governo. Finora la volatilità che ne è seguita ha inciso soprattutto sulle obbligazioni bancarie e sovrane francesi. Il mercato non sembra temere tanto una "Frexit", quanto la possibilità che la troppa generosità fiscale provochi un ulteriore deterioramento delle già tese metriche di credito a livello sovrano.

Mentre scriviamo non sappiamo ancora quale sarà l'esito delle elezioni, ma questo episodio ci ricorda come gli eventi inaspettati possano generare una notevole volatilità. Chiaramente, questa volatilità è più sentita quando le valutazioni sono elevate e il consensus è orientato quasi tutto nella stessa direzione.

Miriamo ad assumere un posizionamento più neutrale nei mercati investment grade ed emergenti, concentrandoci sulla generazione di alpha attraverso la selezione degli emittenti. Nel segmento high yield manteniamo il nostro orientamento alla qualità, che si traduce in un beta inferiore a quello del benchmark

Fondamentali

I dati economici statunitensi continuano a segnalare una buona tenuta dell'economia. In effetti, la maggior parte degli osservatori ha abbandonato l'idea che l'economia debba subire una battuta d'arresto o una contrazione a causa

OUTLOOK JUNE 2024

Materiale di marketing per investitori professionali; è vietata l'ulteriore distribuzione



Sander Bus
High yield



Reinout Schapers
Investment grade



Matthew Jackson
Investment grade

del ciclo di inasprimento monetario più aggressivo degli ultimi anni. Il consensus continua a propendere per uno scenario ideale caratterizzato da un rallentamento della crescita, da un raffreddamento dell'inflazione e dalla prospettiva di tagli imminenti dei tassi. Se si concretizzasse, questo scenario dovrebbe fornire una solida spinta fondamentale agli investimenti obbligazionari, sia nei tassi che nel credito.

Tuttavia, non possiamo ignorare del tutto la possibilità di uno scostamento significativo da tale scenario di base. Nel considerare lo scenario sfavorevole di un atterraggio duro, rileviamo crescenti indicazioni che i consumatori sentono la stretta dell'aumento dei tassi. Ciò è illustrato dal recente deterioramento dell'indagine della University of Michigan sulla fiducia dei consumatori, abbinata ai crescenti riscontri aneddotici forniti dalle call sugli utili societari. Analogamente, notiamo una persistente mancanza di ottimismo da parte delle piccole imprese, che secondo le stime rappresentano il 40% circa dell'occupazione. Un deterioramento della crescita più marcato di quanto previsto dal mercato avrebbe difficilmente effetti positivi sugli spread creditizi, anche se sarebbe probabilmente seguito da energici tagli dei tassi. D'altro canto, la vischiosità dell'inflazione complica chiaramente il lavoro della Fed e la recente impennata delle tariffe di trasporto è uno sviluppo indesiderato. Se il mercato iniziasse davvero a pensare che i tagli dei tassi saranno rinviati o persino a contemplare ulteriori rialzi, ci troveremmo di nuovo di fronte a uno scenario sfavorevole per gli asset rischiosi.

In Europa il dibattito è più sfumato. All'inizio del mese la Banca centrale europea ha effettuato la prima riduzione dei tassi d'interesse, anche se la Presidente Lagarde ha sottolineato che gli interventi futuri saranno dipendenti dai dati. È vero che le aspettative di crescita sono migliorate nel corso dell'anno e che la fiducia dei consumatori è visibilmente aumentata, ma le recenti turbolenze politiche (e geopolitiche) rendono il futuro più imprevedibile.

La forza del dollaro USA continuerà a mettere sotto pressione le valute dei mercati emergenti e a limitare le riduzioni dei tassi d'interesse. Un caso esemplare è quello della Cina, dove l'indebolimento dello yuan è motivo di apprensione per le autorità, nonostante le prospettive economiche molto fiacche. Gli eventi geopolitici continuano a fare notizia, con sviluppi sorprendenti in India, Messico e Sudafrica; tuttavia i fondamentali societari sono rimasti relativamente stabili, permettendo agli spread di portarsi su livelli storicamente ristretti.

I fondamentali societari sembrano nel complesso solidi. Nell'universo investment grade, l'allungamento aggressivo delle scadenze del debito a fronte dei rendimenti molto bassi dell'era post-Covid ha chiaramente isolato molti emittenti dai rialzi dei tassi d'interesse. Nei mercati investment grade e high yield la leva finanziaria ha registrato un lieve aumento rispetto ai minimi recenti, ma non sembra motivo di grave preoccupazione. Analogamente, gli indici di copertura degli oneri finanziari sono diminuiti, ma rimangono a livelli sostenibili. Nel complesso, i margini e la liquidità sono ancora elevati. I tassi di default nel segmento high yield sono saliti negli ultimi trimestri, ma restano su livelli relativamente bassi. Le scadenze in arrivo nell'high yield, almeno per il resto di quest'anno e per il prossimo, sembrano gestibili. Per quanto possa rivelarsi penalizzante per alcuni emittenti, l'aumento del costo del debito potrebbe costituire anche un forte incentivo a ridurre l'indebitamento.

Alla vigilia del secondo semestre restiamo vigili per individuare potenziali fonti di volatilità. I timori per la tenuta dei conti pubblici di molte grandi economie, le rinnovate tensioni commerciali e gli esiti delle elezioni rappresentano solo alcuni motivi di preoccupazione. I risultati elettorali in diversi paesi hanno già provocato una notevole volatilità a livello locale nel corso di quest'anno. Le elezioni statunitensi potrebbero non essere da meno.

Per una descrizione più ampia delle prospettive macro, si rimanda all'outlook del team Global Macro di Robeco: Fiscal hurricane season (La stagione degli uragani fiscali).

“I fondamentali societari sembrano nel complesso solidi

Valutazioni

In qualità di investitori nel credito, per giudicare il valore nel mercato ci concentriamo prevalentemente sugli spread. Dall'esame dei dati degli ultimi 20 anni si evince che gli spread delle obbligazioni investment grade statunitensi sono attualmente molto ristretti. Ciò vale in special modo per i titoli industriali, i cui differenziali di rendimento si collocano attualmente intorno al 4° percentile delle osservazioni storiche. In confronto, le valutazioni delle emissioni in euro non sembrano altrettanto tese, in quanto gli spread si aggirano intorno al 50° percentile rispetto allo stesso periodo. In entrambi i casi, i titoli finanziari sembrerebbero offrire un miglior valore in termini relativi rispetto agli omologhi non finanziari.

Un quadro analogo si riscontra nell'high yield. Il mercato statunitense sembra costoso rispetto a quello dei titoli in euro, anche se, con gli spread che si collocano intorno al 23° percentile, è difficile trovare valutazioni interessanti nel mercato in EUR considerato a sé stante. L'eccezione degna di nota è rappresentata dal segmento con rating CCC, dove si trovano gli emittenti in maggiori difficoltà. Spesso diciamo che questi titoli offrono un "rendimento/spread fantasma", poiché è difficile che venga realizzato.

Solitamente il mercato del credito denominato in euro presenta spread più ristretti rispetto all'omologo statunitense, principalmente a causa della minore duration del primo. Riconosciamo che con l'emergere di nuovi rischi politici, la maggiore vicinanza alle fonti di instabilità geopolitica e la maggiore sensibilità nei confronti della Cina, questa tradizionale relazione potrebbe non ripresentarsi tanto presto.

Un aspetto che salta all'occhio è la diversa dispersione degli spread che si osserva all'interno dell'universo investment grade e nell'high yield. In poche parole, per l'investment grade la dispersione è prossima ai minimi post-crisi finanziaria globale, per l'high yield è invece vicina ai massimi. Nell'high yield questa dispersione è evidente nel segmento distressed del mercato, mentre nella fascia di alta qualità è relativamente contenuta come nell'universo investment grade. Considerando anche il livello complessivamente ridotto degli spread, possiamo concludere che oggi l'obiettivo principale degli investitori nel credito dovrebbe essere quello di evitare i problemi.

Nei mercati del credito delle economie emergenti le valutazioni appaiono altrettanto tese. Ad esempio, il JP Morgan Asia IG Index presenta attualmente un OAS di soli 85 punti base (pb), a fronte di un valore mediano di 133 pb dal 2010. Il CEMBI IG Index, che rappresenta il più ampio universo dei mercati emergenti, si attesta oggi a 125 pb, contro una mediana a lungo termine di 174 pb dal 2001.

Quadro tecnico

Nell'ultimo trimestre del 2023 il mercato del credito è parso accogliere di buon grado la prospettiva di una riduzione significativa dei tassi di policy nel corso del 2024 e oltre, che alleviava al contempo i timori di recessione. Tuttavia, finora il 2024 si è caratterizzato essenzialmente per un ridimensionamento di queste aspettative, per quanto concerne sia i tempi che l'entità dell'allentamento monetario.

Può dunque sembrare controintuitivo che gli spread creditizi abbiano continuato a restringersi mentre è aumentata la probabilità di tassi d'interesse "più elevati più a lungo". Perché allora la domanda di credito rimane tanto robusta, anche a fronte di spread molto ristretti e di un possibile eccesso di offerta?

La risposta, a nostro avviso, risiede nel "rendimento all-in", potenzialmente considerato prioritario da molti investitori rispetto agli spread.

Come già esposto in dettaglio, sappiamo che gli spread creditizi segnalano valutazioni tutt'altro che convenienti agli attuali livelli. Tuttavia, se esaminiamo la situazione attraverso la lente dei "rendimenti all-in", vediamo un quadro diverso. Prendendo a riferimento l'ultimo decennio, i rendimenti della maggior parte dei segmenti creditizi globali si collocano attualmente al di sopra dell'80° percentile delle osservazioni storiche.

I dati EPFR continuano a segnalare afflussi significativi nel credito sia investment grade che high yield, in quanto gli investitori cercano di accaparrarsi i succulenti rendimenti disponibili attualmente. I dati LIMRA hanno recentemente rivelato che nel primo trimestre le vendite di strumenti di rendita negli Stati Uniti hanno toccato il livello più alto dall'inizio delle rilevazioni negli anni '80. Gli indici di finanziamento dei fondi pensione aziendali hanno continuato a

migliorare grazie al rialzo dei mercati azionari (che a giovato alle attività) e all'aumento dei rendimenti (tassi di sconto) che ha favorito una riduzione delle passività. Ciò rappresenta un significativo fattore di impulso per l'obbligazionario di alta qualità, nella misura in cui i fondi pensione cercano di ridurre il rischio di possibili disallineamenti tra attività e passività.

“I dati EPFR continuano a segnalare afflussi significativi nel credito sia investment grade che high yield”

Forse contrariamente alle attese, visti gli elevati costi di copertura e il miglioramento delle valutazioni relative nei mercati locali, la domanda estera di credito statunitense si presenta stabile. I dati sembrano indicare che gli investitori stanno riducendo o abbandonando le coperture valutarie e/o privilegiando titoli di qualità inferiore alla ricerca di rendimento.

Gli emittenti corporate hanno risposto a un mercato molto ricettivo con volumi consistenti di collocamenti. Vi sono tuttavia indicazioni di una diminuzione della domanda, poiché le nuove emissioni offrono in genere differenziali di collocamento sempre più esigui. Un tema degno di nota riguarda l'elevato volume di emissioni “Reverse Yankee” nel mercato europeo (emittenti statunitensi che collocano titoli in euro). Finora il mercato ha accolto con favore la diversificazione assicurata dagli emittenti non europei e l'offerta di titoli a più lunga scadenza. È opinione diffusa che le emissioni di quest'anno saranno in gran parte concentrate nei primi mesi, riducendosi notevolmente durante la pausa estiva e con l'avvicinarsi delle elezioni statunitensi.

Benché si debba sempre cercare di capire e rispettare i fattori tecnici, l'esperienza ci insegna che questi possono cambiare molto velocemente. Un rapporto squilibrato tra domanda e offerta può condurre a livelli di spread molto più ristretti, o più ampi, di quanto normalmente giustificato dai fondamentali, anche per periodi di tempo molto lunghi.

Posizionamento

Il nostro posizionamento rimane per lo più simile a quello del trimestre precedente. Per i portafogli investment grade, ciò significa che puntiamo ad avere una posizione quasi neutrale in termini di rischio rispetto al benchmark. Continuiamo a sovrappesare il settore bancario alla luce della solidità dei fondamentali e delle migliori valutazioni relative. Consci che i problemi del real estate commerciale statunitense, e quindi delle banche regionali, potrebbero non essere finiti, limitiamo per ora la nostra esposizione ai sei maggiori istituti americani. I recenti accadimenti in Europa potrebbero sfociare in una sottoperformance delle banche francesi nel breve termine, ma non vediamo motivi per cui ciò debba assumere portata sistemica. Restiamo sottopesati sul credito in USD per via delle valutazioni poco appetibili. I portafogli high yield hanno attualmente un beta inferiore a 1 in ragione di un mercato sottopeso sulle emissioni con rating CCC.

Per entrambe le strategie, crediamo che nel breve termine otterremo una sovraperformance dalle opportunità di selezione dei titoli basate su una ricerca approfondita, contrapposte alla gestione del beta.

Intendiamo mantenere un atteggiamento prudente per quanto riguarda il rischio complessivo dei portafogli. La tendenza a focalizzarsi pressoché esclusivamente sul recente passato è molto diffusa, e negli ultimi 20 anni è capitato più volte che gli investitori abbiano finito per convincersi che la bassa volatilità e le valutazioni poco appetibili potessero durare per sempre. È raro che questo accada. Adottando un approccio paziente e disciplinato, saremmo ottimamente posizionati per cogliere le opportunità più interessanti che si presenteranno.

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, giugno 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, Martin van Vliet, Daniel Ender e Rogier Hoogeveen (Robeco), Steve Caprio (Deutsche Bank), Sherif Hamid (Jefferies) e Robert Sockin (Citi).

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 nel riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenute 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 Monetari 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 Cilena

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 Cilena, 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

di altri regolamenti e norme applicabili 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 Sud Corea

La Società di gestione non effettua alcuna dichiarazione in merito all' idoneità 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 Malesia

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 che fornisce 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 a 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 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.