

CREDIT QUARTERLY OUTLOOK

Festa grande come se fossimo negli anni '90

- Con il calo dell'inflazione, prevale l'ipotesi di un atterraggio morbido
- La svolta della Fed ha provocato un rally della duration
- Il mercato sconta uno scenario estremamente favorevole

Nel nostro ultimo outlook trimestrale avevamo rilevato che la previsione di un atterraggio morbido cominciava a diventare preponderante. Nel trimestre appena trascorso questa situazione non è mutata, in quanto altri economisti e strategist hanno abbandonato le proprie view ribassiste sull'economia. Nella maggior parte dei casi gli spread sono già scesi al di sotto dei livelli suggeriti dalle grandi banche d'investimento nelle loro prospettive per il 2024.

Noi riteniamo che in questo contesto sia meglio restare cauti. Sebbene i mercati abbiano pienamente sposato uno scenario ideale, che potremmo definire "à la Goldilocks", crediamo che i rischi non siano scemati. In passato i cicli di inasprimento delle banche centrali sono sfociati quasi sempre in una recessione. Hanno fatto eccezione gli anni '90, quando le economie hanno continuato a registrare un buon andamento nel periodo successivo alla stretta monetaria. Il mercato sconta attualmente uno scenario estremamente favorevole. Gli spread hanno subito variazioni considerevoli e in alcuni segmenti dei mercati del credito statunitensi si trovano o si stanno muovendo verso il decile inferiore in termini di valutazioni. Di solito questo fenomeno è visibile al termine di una lunga fase rialzista e non in un contesto come quello attuale.

Nell'ultimo trimestre il quadro tecnico è migliorato grazie alla maggiore stabilità dei mercati dei tassi. Tuttavia, il sentiment rimane inconsistente, come abbiamo potuto constatare nel corso di quest'anno. Le valutazioni di mercato riflettono aspettative molto elevate, che lasciano ampio spazio a delusioni. Servirà un rallentamento o una recessione più grave per indurre nei mercati un movimento più pronunciato. Noi preferiamo mantenere un posizionamento complessivo più neutrale, pur assumendo un rischio bottom-up nei segmenti del mercato che presentano a nostro avviso un profilo di rischio/rendimento interessante. Nello specifico, manteniamo una posizione leggermente lunga sul beta nell'investment grade e ci atteniamo fermamente al nostro posizionamento prudente nell'high yield.

CREDIT OUTLOOK OUTLOOK DICEMBRE 2023

Materiale di marketing destinato ad investitori professionali



Sander Bus
High yield



Reinout Schapers
Investment grade

Fondamentali

Negli ultimi trimestri ci siamo soffermati sul ciclo di inasprimento e sulla convinzione diffusa secondo la quale i cicli di rialzi pronunciati dei tassi sfociano sempre in una recessione. Dall'estate scorsa questa convinzione viene messa sempre più in discussione da un numero crescente di economisti e strategist che sposano lo scenario di un atterraggio morbido per l'economia statunitense e uno scenario "à la Goldilocks" per i mercati. La previsione di un atterraggio morbido è diventata prevalente.

In effetti, a livello globale si registra un calo dell'inflazione. L'economia si va raffreddando, la crescita dei posti di lavoro è in calo e l'attività nel settore dei servizi continua a rallentare, mentre nel manifatturiero e nell'edilizia ristagna da qualche tempo, mantenendosi su livelli recessivi. Ancora recentemente l'economia nel suo insieme era sostenuta dai consumi, che hanno anche esercitato pressioni sui salari e sull'inflazione in quanto la domanda di lavoro in questi settori è rimasta robusta. Adesso finalmente si osserva una diminuzione dei posti di lavoro vacanti nei settori dei servizi, del commercio al dettaglio e del tempo libero, con il conseguente miglioramento dei dati sull'inflazione. Tutti questi segnali indicano che la politica monetaria sta producendo i suoi effetti sull'economia.

“La previsione di un atterraggio morbido è diventata prevalente.

Le economie europee risentono di una decelerazione da più tempo, poiché il sostegno fiscale è in calo dal primo trimestre dell'anno. Come accennato in precedenza, la crisi energetica e i rapporti commerciali con la Cina continuano a pesare sull'attività economica nel Vecchio Continente. Alcune economie hanno già registrato diversi trimestri di crescita negativa, anche se vicina allo zero.

L'economia cinese rimane in una posizione difficile. Le misure di sostegno annunciate di recente sono viste come un mero palliativo a breve termine per un'economia intenta a ridurre l'indebitamento. A nostro avviso, la situazione attuale della Cina continua a ricordare quella del Giappone degli anni '90. Negli Stati Uniti, il sostegno fiscale è tuttora sovradimensionato e ha ostacolato il processo di aggiustamento nell'economia. Tuttavia, i dati economici statunitensi, e soprattutto l'inflazione, mostrano finalmente una tendenza al ribasso.

Nel corso della sua ultima riunione la Fed ha ammesso di essere giunta o quasi alla fine del ciclo di rialzi dei tassi, e ha lasciato intendere che una loro riduzione potrebbe essere all'orizzonte. Questo ha provocato un rally significativo dei tassi, che si aggiunge a un mese di novembre molto vantaggioso per la duration. La BCE e la Bank of England mantengono un orientamento più intransigente riguardo all'inflazione, nonostante le rispettive economie abbiano chiaramente rallentato più degli Stati Uniti. La svolta della Fed sembra aver avvalorato la previsione condivisa di un atterraggio morbido.

Ciò significa forse che siamo ormai fuori pericolo? Il mercato sembra crederlo, ma noi riteniamo che sia troppo presto per cantare vittoria. A ben vedere, le probabilità di recessione sembrano essere diminuite. Tuttavia, i dati forniscono segnali contrastanti, che si sono rivelati fuorvianti per diverse volte negli ultimi due anni. Per il momento noi manteniamo un posizionamento prudente. Siamo convinti che prevedere l'impatto di un ciclo monetario sia un'impresa ardua a causa della lentezza dei meccanismi di trasmissione; storicamente si è dimostrato quasi impossibile formulare pronostici corretti. Gli anni '90 costituiscono l'unico caso in cui la Fed ha aumentato i tassi d'interesse senza che l'economia finisse in recessione.

“Gli anni '90 costituiscono l'unico caso in cui la Fed ha aumentato i tassi d'interesse senza che l'economia finisse in recessione

Esaminando i fondamentali societari, rileviamo una compressione dei margini in determinati settori. Il calo dell'inflazione sembra essere accompagnato da una diminuzione anche del pricing power. Dato lo sfasamento temporale della crescita salariale, crediamo che in futuro le pressioni sui margini potrebbero intensificarsi. L'anno scorso settori come la tecnologia e l'industria pesante hanno dovuto fare i conti con una flessione dei margini. Poche imprese finora si sono mostrate disposte a rinunciare ai propri dipendenti. Esasperate dalla difficoltà di

trovare personale e approfittando delle abbondanti riserve accumulate durante il Covid, le aziende hanno preferito accettare un'erosione dei margini anziché ridurre i costi del lavoro. In alcuni settori, tuttavia, trattenere il personale potrebbe essere diventato un lusso insostenibile.

In definitiva, i fondamentali societari sono essenziali ai fini della capacità di rifinanziare il debito, soprattutto nell'high yield. Ciò vuol dire che siamo estremamente pessimisti? No. Molte imprese sono entrate in questo ciclo in condizioni di solidità e sono in grado di affrontare alcuni fattori d'ostacolo. Ci aspettiamo tuttavia un aumento della dispersione, non solo nell'high yield ma anche nell'investment grade. Se consideriamo le agenzie di rating, vediamo che gli outlook negativi assegnati agli emittenti sono in aumento, ma che rimangono molti outlook positivi.

Le pressioni derivanti dagli aumenti dei tassi continuano a farsi sentire. Pur essendo diminuiti sensibilmente nel corso dell'ultimo mese, i tassi rimangono al livello a cui si trovavano all'inizio del 2023, per cui i costi di finanziamento delle aziende saliranno notevolmente. L'effetto di questo fenomeno non è ancora particolarmente visibile nei mercati obbligazionari pubblici, in quanto le società hanno contratto debiti a tasso fisso. Se però consideriamo le piccole e medie imprese o le società (high yield) che si finanziano con prestiti bancari a tasso variabile, l'effetto dei rialzi dei tassi è più percepibile perché la trasmissione è più rapida. Non sorprende che i default tra queste società stiano superando quelli del mercato obbligazionario. Solo una parte degli emittenti high yield di qualità superiore si è rifinanziata nel 2023 a tassi più elevati.

“ Il settore bancario a livello globale si conferma relativamente conveniente

Nel 2024, all'aumentare del numero delle aziende che dovranno rifinanziarsi su mercato obbligazionario, questi effetti diventeranno più palesi. Gli alti tassi d'interesse avranno un impatto significativo sulle finanze delle imprese fortemente indebitate. Per la maggior parte delle società con rating investment grade gli effetti saranno contenuti. Tuttavia, anche in quest'ambito alcune aziende dovranno modificare l'allocazione dei capitali. Ad esempio, le società di infrastrutture come le torri di telecomunicazione e gli operatori delle rinnovabili dovranno rivedere la propria situazione patrimoniale alla luce dei tassi più elevati. Questo contesto crea chiaramente vincitori e vinti.

Valutazioni

A novembre e dicembre si è registrato un rally significativo della duration. I tassi privi di rischio hanno raggiunto un picco in ottobre, quando i decennali statunitensi sono arrivati quasi al 5%, e adesso si avviano a tornare sotto il 4% entro fine dicembre. I tassi europei hanno toccato un picco già all'inizio di ottobre, sfiorando il 3%, per riscendere fin quasi al 2% in dicembre. Il picco dei tassi ha comportato un drastico mutamento del sentiment sul mercato del credito, in quanto il tasso privo di rischio era stato in precedenza il principale motore della volatilità e dei rendimenti. All'aumentare della domanda di credito in una fase di liquidità limitata, gli spread sono diminuiti bruscamente. I mercati statunitensi scontano adesso uno scenario ideale "à la Goldilocks". Esaminando le prospettive per i mercati del credito pubblicate dalle grandi banche d'investimento in vista del 2024, notiamo che gli spread di mercato si collocano già al di sotto dei livelli previsti per la fine del prossimo anno. Alla luce di quanto sopra, riteniamo che il mercato statunitense stia sottovalutando il rischio e ignorando completamente le probabilità di una recessione o di un rallentamento.

Rileviamo comunque variazioni significative tra i mercati. Gli Stati Uniti sono chiaramente in testa ad altri in termini di valutazioni. Gli spread in alcuni segmenti del mercato USA si collocano già nel decile inferiore. Ciò è visibile, ad esempio, nel settore industriale e in quello dei consumi, come pure tra gli emittenti statunitensi con rating BB. I mercati europei rimangono al di sopra della mediana di lungo periodo, anche se il segmento high yield si attesta attualmente ben al di sotto del livello mediano. I mercati emergenti hanno sottoperformato quelli statunitensi, collocandosi appena al di sopra della mediana a lungo termine. Anche qui la dispersione è chiaramente visibile. Nei mercati emergenti l'investment grade scambia al di sotto della mediana, l'high yield al di sopra. Ciò vale in special modo in Asia, dove gli spread dell'investment grade sono arrivati al quartile inferiore.

“Abbiamo già visto un cambiamento, con un aumento dei flussi verso il credito

Il settore bancario a livello globale si conferma relativamente conveniente. In particolare, le obbligazioni bancarie senior hanno in genere sottoperformato il mercato e possono ancora essere considerate relativamente sottovalutate. I titoli AT1 hanno evidenziato un buon andamento e si collocano attualmente al di sotto dei livelli mediani, ma ancora al di sopra di quelli anteriori a marzo. Tuttavia, il mercato sembra essersi lasciato quasi completamente alle spalle la débâcle di SVB e Credit Suisse.

Negli ultimi mesi le obbligazioni con rating CCC hanno sottoperformato e hanno subito una decompressione rispetto a quelle di categoria B e BB. Ciò non vuol dire che sia giunto il momento di rafforzare l'esposizione a questo segmento di mercato. Molte società con rating CCC presentano valutazioni ridotte per un buon motivo. Alcuni di questi emittenti accusano forti pressioni sui margini o sono eccessivamente indebitati, e di conseguenza hanno difficoltà a rifinanziarsi agli attuali tassi di interesse elevati. Questa parte del mercato va letta in un'ottica di rischio idiosincratice e non può essere affrontata con un approccio top-down.

Considerando che molte imprese risentono di pressioni sui margini o presentano oneri debitori troppo elevati alla luce dell'attuale livello dei tassi, ci aspettiamo di assistere a un'ondata di declassamenti di rating o, nel caso dell'high yield, persino di default. Riteniamo che le attuali condizioni di mercato richiedano un'accurata selezione degli emittenti, che contemperino fondamentali e valutazioni.

Quadro tecnico

Con il calo delle aspettative di inflazione e il superamento del picco dei tassi, il sentiment complessivo del mercato è mutato. Nel corso del 2023 i flussi verso i mercati del credito sono stati estremamente modesti, e sembra che molti investitori abbiano continuato a sottopesare questa asset class dopo le performance negative che hanno gravato sul mercato dal 2022 al terzo trimestre di quest'anno. In passato abbiamo sostenuto che il credito, ai livelli di rendimento attuali, offre un'interessante proposta di valore agli investitori con strategie total return, ma che difficilmente l'asset class avrebbe registrato buone performance se i tassi risk free fossero rimasti volatili. Ora la situazione è cambiata. Abbiamo già visto un cambiamento, con un aumento dei flussi verso il credito, in particolare di categoria investment grade.

“Dal punto di vista della domanda, il quadro tecnico appare molto favorevole

Dati i livelli complessivamente interessanti dei rendimenti nel credito investment grade e le buone prospettive di performance, l'asset class può competere con molte altre classi più rischiose. Dal punto di vista della domanda, il quadro tecnico appare molto favorevole. Sul versante negativo, le banche centrali proseguiranno la stretta quantitativa. La Fed, la BCE e la BoE hanno indicato che continueranno a ridimensionare i propri bilanci. La BCE, in particolare, detiene un portafoglio considerevole di obbligazioni corporate che, in definitiva, dovrà essere liquidato nel medio termine.

Alla luce del recente rally dei mercati del credito e dei tassi, riteniamo che la domanda di credito sarà soddisfatta da nuove emissioni. Nel mercato high yield si profila un muro di scadenze con cui bisognerà fare i conti. Visto che i rendimenti sono scesi di quasi il 2% rispetto a due mesi fa, riteniamo che molti emittenti possano iniziare ad affrontare le scadenze imminenti, anche se diverse aziende stenteranno comunque a rifinanziarsi a causa dell'alta leva finanziaria. Nel segmento investment grade, dove si registrano minori esigenze di finanziamento grazie a profili di scadenza mediamente lunghi, le aziende potrebbero rivolgersi al mercato per emettere debito. Negli ultimi 12 mesi le società investment grade sono state molto restie a emettere titoli a lunga scadenza per via del livello elevato dei tassi.

Nei mercati emergenti la situazione è alquanto diversa. Le aziende, dove possibile, stanno scegliendo di rifinanziare il proprio debito estero sul mercato locale, specialmente in Asia, dove i tassi di interesse locali sono molto più vantaggiosi degli omologhi in dollari statunitensi. Di conseguenza, il mercato del debito emergente in valuta forte ha subito una graduale contrazione e ci aspettiamo che questo fenomeno prosegua anche nel prossimo anno.

“ Servirà un rallentamento o una recessione più grave per provocare una flessione significativa dei mercati

Anche se ignorati dal mercato, dal ciclo di inasprimento potrebbero emergere altri problemi difficili da prevedere. Dobbiamo constatare, inoltre, che il sentiment di mercato è ancora alquanto volatile e che la liquidità è carente. Con le aspettative attualmente elevate, basterebbe poco a spingere i mercati al ribasso di tanto in tanto. Tuttavia, non possiamo ignorare che il quadro tecnico è migliorato notevolmente, e riteniamo che servirà un rallentamento o una recessione più grave per provocare una flessione significativa dei mercati.

Conclusione

Siamo giunti alla fine di uno dei cicli di inasprimento più intensi della storia moderna. Le economie di Europa e Stati Uniti l'hanno finora superato senza particolari scossoni. I mercati hanno dichiarato vittoria, sposando appieno lo scenario di un atterraggio morbido. Noi restiamo tuttavia cauti, poiché è probabile che non abbiamo ancora visto del tutto l'impatto del ciclo di inasprimento. Le banche centrali stanno attuando una svolta graduale, ma sembra che manchi ancora qualche mese all'inizio della riduzione dei tassi.

I mercati hanno evidenziato un andamento migliore di quanto si pensasse, e mantenere una posizione corta sul rischio si è dimostrato costoso. Notiamo che le imprese di diversi settori stentano a conservare il pricing power, specialmente con l'inflazione in calo. Il mercato nel suo complesso ha registrato ampie variazioni e in molti segmenti le valutazioni sono decisamente elevate. Questo significa forse che un ulteriore restringimento degli spread in futuro è da escludersi? No! Spesso, in un contesto di sentiment positivo, i mercati tendono a muoversi oltremisura. Siamo del parere che la selezione sarà determinante: le società non sono tutte uguali, per cui è importante restare vigili e investire in quelle con un profilo di rischio/rendimento bilanciato.

Adesso che il ciclo di rialzi dei tassi sembra giunto al termine, il quadro tecnico è migliorato notevolmente e questo potrebbe porre un argine a una caduta dei mercati. Ciò non vuol dire che il prossimo anno dobbiamo aspettarci che non accada nulla. Le citazioni riflettono aspettative elevate. I mercati fanno festa come se fossimo negli anni '90. Questo significa anche che potrebbero andare incontro a una delusione, nel qual caso gli spread potrebbero ampliarsi. Tuttavia, servirà un rallentamento o una recessione più grave per indurre nei mercati un movimento più pronunciato. Riteniamo che una simile evenienza sia ancora molto probabile, data la lenta trasmissione della stretta monetaria.

Posizionamento

Continuiamo ad adottare una strategia che mantiene il rischio di portafoglio su un livello pressoché neutrale, pur assumendo rischio di credito nei segmenti del mercato che presentano ancora valutazioni 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 e più prudenti sull'high yield, specialmente sulla parte a rating più basso.

Per i portafogli investment grade, continuiamo a trovare valore nelle banche che scambiano ancora con valutazioni mediamente più contenute. L'Europa presenta ulteriori margini di rialzo rispetto al mercato del credito statunitense. Alla luce del rally cui abbiamo assistito, al momento puntiamo a mantenere i beta dei portafogli investment grade appena al di sopra di 1. Riteniamo che si tratti di un posizionamento prudente per questa categoria. Visto il miglioramento del quadro tecnico, reputiamo prematuro sottopesare il rischio, e questo lascia ampio spazio per incrementare il rischio in caso di ritorno della volatilità.

Quanto all'high yield, continuiamo a sottopesare il rischio ma con un sovrappeso sui titoli a lunga duration di emittenti BB e crossover, ad esempio in ambito bancario. Prevediamo una continua decompressione da parte delle società a basso rating, che stenteranno a rifinanziarsi o rischieranno il default. Le aziende con rating CCC hanno già cominciato a sottoperformare e, visto il livello di indebitamento, è probabile che continuino a farlo. Sempre nell'high yield restiamo sovrappesati sull'Europa rispetto agli Stati Uniti per motivi legati alle valutazioni.

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, dicembre 2023

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), Song Jin Lee (HSBC), Andrew Sheets (Morgan Stanley) e Lotfi Karoui (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

Il 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 futuri 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'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 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 autorizzato 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 è considerata autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Uruguay

Ai sensi dell'art. 2 della legge uruguaiana 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 uruguaiana 16.774 del 27 Settembre 1996, e suoi emendamenti successivi.