



Credit Quarterly Outlook Q1 2023

Dalla corsa dei tassi ai problemi di rating

- Il mercato sposterà la sua attenzione dall'inflazione alla crescita
- Gli spread non hanno ancora toccato un punto di picco (ad eccezione degli spread sugli swap in euro)
- Deteniamo posizioni lunghe sulla qualità perché la dispersione è destinata a crescere

Come ha spiegato il nostro team Global Macro nel suo outlook di settembre 2022 "Il doppio picco", in un ciclo di rialzi che si chiude con una recessione i tassi segnano il livello massimo generalmente prima rispetto agli spread del credito. Più precisamente, di solito i tassi raggiungono il picco più o meno in corrispondenza del penultimo rialzo della Fed. Crediamo di trovarci ora in una valle tra i due picchi. I tassi hanno iniziato a scendere e in alcuni mercati potrebbero aver raggiunto un punto di massimo, mentre l'inflazione sembra stia rallentando. Anche gli spread del credito hanno compiuto un balzo da metà ottobre, ma sono destinati a ridimensionarsi quando i mercati inizieranno ad anticipare una recessione che danneggerebbe la salute delle imprese.

Gradualmente la recessione guadagna spazio e viene sempre più integrata nelle prospettive generali, aumentando la dispersione del mercato. Il credito di

Outlook

Riservato ai clienti professionali
Q1 2023

Victor Verberk & Sander Bus
Co-heads Credit Team

Jamie Stuttard
Credit Strategist

qualità più bassa dovrebbe registrare un aumento dei tassi di default, mentre la fascia più alta del mercato potrebbe beneficiare di tassi più bassi e di una corsa alla qualità. Una volta pienamente scontata la recessione e concluso il ciclo rialzista degli spread, converrà assumere un posizionamento decisamente lungo, anche nell'universo high yield. In genere, l'inversione interviene ben prima che i tassi di default raggiungano il massimo.

Con l'aumento dell'offerta di titoli di Stato europei, prevediamo un ulteriore restringimento degli spread sugli swap in euro. Visto il punto del ciclo che stiamo attraversando e dal momento che gli spread sugli swap incidono fortemente sullo spread totale del segmento investment grade in euro, scommettiamo con fiducia su una posizione moderatamente lunga nei mercati investment grade in euro mentre ci muoviamo con grande prudenza su quei mercati dove vediamo minori movimenti.

Fondamentali

Dall'ultima volta che le economie sviluppate erano alle prese con l'inflazione, quasi tutti i mercati da noi coperti hanno cambiato forma. Non esisteva un mercato per gli asset nati come high yield e le società investment grade si finanziavano ancora in gran parte attraverso il canale bancario. Tuttavia, riteniamo che i cicli storici siano ancora utili ad anticipare le evoluzioni future.

Come scenario di base, nel 2023 ci aspettiamo una recessione sia negli Stati Uniti che in Europa. Prevediamo che le recessioni investiranno simultaneamente queste due regioni, traendone vicendevolmente forza, ma per cause di fondo diverse. Gli Stati Uniti dovrebbero attraversare un ciclo fatto di rialzi repentini seguiti da improvvise contrazioni, mentre l'Europa sarà spinta in recessione soprattutto a causa dello shock generato dai limiti all'approvvigionamento energetico.

“Gli Stati Uniti dovrebbero attraversare un ciclo fatto di balzi repentini seguiti da improvvise contrazioni, mentre l'Europa sarà spinta in recessione soprattutto a causa dello shock generato dai limiti all'approvvigionamento energetico.”

I segnali di un'incombente recessione sono molteplici. Siamo nel bel mezzo del più intenso ciclo di rialzi degli

ultimi 40 anni e sappiamo che queste azioni delle banche centrali sfociano quasi sempre in una recessione. L'inversione della curva dei rendimenti a 3 mesi rispetto a quella a 10 anni è un altro forte indicatore di quel che ci attende. Inoltre, diversi indicatori anticipatori, come per esempio quello legato al sentiment di consumatori e produttori, sono stabilmente in negativo. Inoltre, i nostri analisti settoriali bottom-up hanno rilevato segnali di una recessione ormai prossima. Fra questi:

- un incremento dei tassi di cancellazione degli ordini per i costruttori di case statunitensi, fino al 30% della loro pipeline;
- un crollo delle vendite nell'industria dei semiconduttori, e
- un aumento delle morosità nei finanziamenti subprime per l'acquisto di auto.

Al contempo, però, molti settori conservano buoni livelli di fatturato. Il settore dei servizi, in particolare quello legato alle vacanze, sta ancora beneficiando della ripresa della domanda post-Covid. I settori auto e autocarri lavorano a pieno regime per smaltire un robusto arretrato, ora che i vincoli alle catene di approvvigionamento si sono allentati. I fatturati mantengono un livello di crescita ancora soddisfacente, ma osserviamo anche una pesante flessione dei nuovi ordini.

Una caratteristica positiva dell'attuale ciclo è la sostanziale assenza di un boom di investimenti per la maggior parte dei settori aziendali. Ciò significa che probabilmente non sarà necessario ridurre di molto gli investimenti e che il rischio di capacità in eccesso per quasi tutti i settori delle economie occidentali rimane contenuto. Riteniamo pertanto che ad alimentare la recessione sarà una riduzione dei consumi e non i tagli agli investimenti.

A volte si sente dire che un contesto di inflazione elevata è positivo per le imprese altamente indebitate. L'aumento del livello dei prezzi contribuisce effettivamente a ridurre i livelli di debito reale ma, a nostro avviso, l'inflazione elevata non offrirà particolari vantaggi agli investitori obbligazionari. Un'inflazione elevata si accompagna a una forte volatilità macroeconomica, ossia fa emergere uno scenario di vincitori e vinti.

I produttori di materie prime beneficiano certamente di un'inflazione elevata ma esistono anche molte aziende che patiscono un aumento dei costi dei fattori produttivi, senza possibilità di trasferirli ai consumatori in un contesto di recessione. Il credito è un'asset-class asimmetrica, ovvero gli effetti negativi a danno dei vinti prevalgono rispetto ai benefici ottenuti dai vincitori. I mercati del credito hanno bisogno soprattutto di stabilità.

La Fed e la BCE sono determinate a mantenere una politica monetaria restrittiva fino a quando non avranno conferma di un'inflazione in linea con il target definito. Fortunatamente i segnali di attenuazione dell'inflazione consentono di intravedere all'orizzonte la fine della fase rialzista. Ciò non basta affatto, tuttavia, a prospettare un prossimo *taglio* dei tassi della Fed. A deciderne le mosse sarà in particolare l'andamento del mercato del lavoro e l'eventuale discesa dei salari a livelli più normali e coerenti con l'obiettivo di inflazione. Ciò potrà accadere solo se aumenterà la disoccupazione, favorendo di riflesso una recessione.

La Cina si trova in una fase diversa. Ha appena abbandonato la sua politica di azzeramento dei contagi. Per quanto strano possa sembrare, nel breve periodo la riapertura può portare a una minore attività economica, poiché il virus si diffonderà rapidamente e i consumatori si autoimporranno una riduzione delle mobilità. Entro un paio di mesi, tuttavia, l'economia cinese dovrebbe ripartire.

La Cina riuscirà a riconquistare il ruolo di locomotiva ed evitare al resto del mondo di cadere in recessione? Ne dubitiamo. È un mercato nel quale la leva fiscale non ha forza sufficiente e i conti pubblici scoraggiano un aumento della spesa come accaduto in passato, quando l'economia aveva bisogno di una spinta.

A nostro avviso, inoltre, non necessariamente una riapertura dell'economia cinese agirebbe da utile stimolo per il resto del mondo e l'Europa in particolare. Da un lato, il ritorno in pista di quello che è stato uno dei motori della crescita globale è positivo; dall'altro, tuttavia, potrebbe ulteriormente accrescere l'inflazione, facendo crescere la domanda di materie prime. La concorrenza per il GNL potrebbe diventare problematica soprattutto per l'Europa.

Come investitori, non dobbiamo considerare solo lo scenario di base, ma anche le probabilità di eventi estremi che potrebbero movimentare i mercati. Quando gli spread sono bassi, di solito rileviamo potenziali rischi di coda negativi. Quando gli spread sono elevati, dovremmo fare il contrario. La recessione è il nostro scenario di base. Gli eventi a cui assegniamo scarse probabilità, ma che hanno il potenziale per sostenere i mercati, sono:

- una fine anticipata della guerra in Ucraina (e la normalizzazione delle relazioni economiche della Russia con il resto dell'Europa);
- un'uscita più facile del previsto della Cina dal Covid;
- una diminuzione dell'inflazione, evitando la recessione.

In conclusione non vediamo ancora ragioni per valutare positivamente i fondamentali.

Valutazioni

Per iniziare con una nota positiva, quest'anno la contemporanea riduzione dei tassi e degli spread ha migliorato notevolmente il rendimento nominale complessivo. Ora i mercati obbligazionari offrono molte opportunità agli investitori alla ricerca di income, dopo anni di rendimenti molto bassi o addirittura negativi.

L'era TINA ("There Is No Alternative") ovvero la fase dominata dall'idea che non esista un'alternativa è definitivamente archiviata. Oggi anche i Treasury a breve scadenza offrono un rendimento del 4% - un livello che un anno fa raggiungevano solo i mercati high yield. Per valutare l'attrattività relativa del credito preferiamo guardare agli option-adjusted spread anziché al rendimento complessivo. Dopo il rally iniziato a metà ottobre anche questi spread si sono ampliati, ma restano ancora vicini ai livelli mediani in quasi tutti i mercati.

Le valutazioni più interessanti si trovano nell'investment grade europeo e soprattutto fra i titoli finanziari. Questo mercato offre spread superiori ai livelli mediani ed è anche conveniente rispetto all'omologo statunitense.

Gli swap spread europei sono ancora a livelli elevati, a 70 pb nel caso dei differenziali a 5 anni, e hanno persino raggiunto brevemente i 100 punti base in un contesto di scarsità di bund. Con l'aumento delle emissioni di titoli governativi e la prospettiva di un restringimento quantitativo (QT), l'anno prossimo prevediamo un'ulteriore normalizzazione degli swap spread verso livelli medi di lungo periodo di 40 pb. A beneficiarne sarà l'investment grade in euro, poiché gli swap spread sono una componente importante dello spread totale rispetto ai titoli di Stato.

Nel segmento investment grade in euro, i titoli finanziari cui in passato è stato spesso attribuito un beta elevato - trattandosi di una scommessa a leva sull'economia - presentano prezzi relativamente convenienti. Questa volta le banche appaiono meno vulnerabili, poiché le riserve di capitale si sono notevolmente rafforzate e, grazie al sostegno della banca centrale, è improbabile che emergano problemi di liquidità. Ci saranno sempre casi eccezionali di fragilità su singoli istituti di credito, ma in generale non consideriamo le banche una fonte di rischio sistemico in questa fase del ciclo.

Nei mercati sviluppati, dove lo scenario di base è recessivo, la domanda chiave è: quali ripercussioni patiranno i segmenti più rischiosi del mercato del credito? A che livelli gli spread sono abbastanza elevati per iniziare ad acquistare? Sappiamo dal passato che gli spread in genere raggiungono il picco prima dei tassi di default. Il nostro

studio mostra che, storicamente, gli spread high yield hanno raggiunto i valori massimi quando il ciclo di default era ormai compiuto per i due terzi. Nel prossimo ciclo, per il quale prevediamo un picco del 7,5% circa, il tasso di default dovrebbe quindi aggirarsi intorno al 5%.

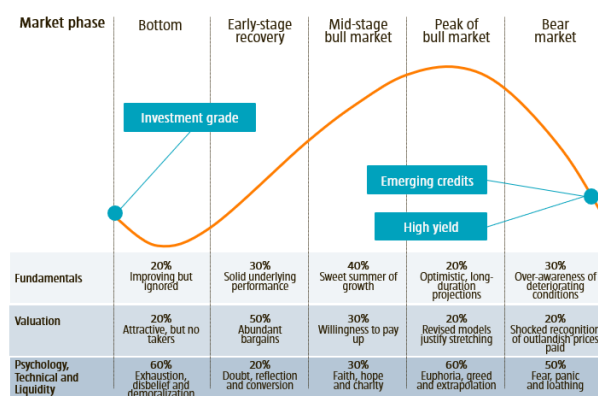
I tassi di default hanno appena iniziato il proprio processo ribassista, quindi sembra prematuro iniziare ad incrementare aggressivamente l'esposizione nel segmento high yield. Gli spread high yield sono ben sotto il livello di 1000 pb, in corrispondenza del quale solitamente segnano un picco in un contesto recessivo.

Si tenga presente che questi picchi risentono sempre fortemente del "phantom spread" nei segmenti di mercato maggiormente in sofferenza. Se gli spread di mercato sono a 1000 pb sarà difficile trovare obbligazioni negoziate con lo stesso differenziale, poiché il mercato è polarizzato tra nomi di qualità – ad esempio con spread a 500 pb – e titoli candidati al default – ad esempio con uno spread a 5000 pb.

Con un mercato high yield attualmente di qualità superiore, il tasso di default finirà probabilmente per essere più basso e quindi anche lo spread di mercato segnerà un picco più basso.

Figure 1 | Il ciclo di mercato

Mappatura della nostra valutazione sui segmenti di mercato



Fonte: Robeco, dicembre 2022

I mercati sono molto volatili e le valutazioni possono cambiare rapidamente. A metà ottobre altri mercati presentavano profili interessanti, ma dopo il forte ciclo ribassista delle ultime sei settimane siamo giunti alla conclusione di dover rivedere al ribasso la nostra valutazione di questa componente, ad eccezione dell'investment grade in euro.

“Dopo il forte ciclo ribassista delle ultime sei settimane abbiamo dovuto rivedere al ribasso le nostre valutazioni, ad eccezione dell'investment grade in euro”

Quadro tecnico

Quali sono i mercati più vulnerabili nell'attuale contesto di alti tassi di interesse e bassa crescita? Chiaramente si tratta di segmenti che generano bassa redditività che presentano elevati livelli di leva finanziaria. Osserviamo fragilità nel segmento più basso del mercato high yield e, in misura molto maggiore, nel mercato dei leveraged loan.

Le società più attente hanno allungato le scadenze durante gli anni della liquidità a buon mercato e – garantendosi una copertura per gli anni di probabile rallentamento della crescita – nel 2023 limiteranno al minimo i forti aumenti della spesa per interessi, benché i rialzi dei tassi rappresentino un fattore di rischio per i fondamentali.

Questa logica non vale per il mercato dei leveraged loan dove, per definizione, tassi più alti si traducono immediatamente in maggiori costi di finanziamento per le aziende. In passato, i leveraged loan rappresentavano il segmento più senior della struttura del capitale di società finanziariamente molto esposte, mentre le tranche junior erano finanziate dal mercato high yield. La situazione è cambiata radicalmente nell'ultimo decennio.

Oggi la maggior parte dei leveraged loans è erogata da società quasi esclusivamente esposte al debito, (la struttura del capitale non include nient'altro se non una piccola tranche azionaria facente capo a uno sponsor finanziario spesso aggressivo). Molte società che hanno emesso finanziamenti non sarebbero state in grado di emettere debito high yield perché prive dei requisiti previsti per l'universo high yield dagli analisti buy-side.

L'asticella per l'emissione di prestiti con leva finanziaria si è abbassata di molto da quando l'ingegneria finanziaria è diventata più abile della ricerca fondamentale nel massimizzare i profitti dei prodotti CLO. Il mercato dei prestiti con leva finanziaria è ora dominato da società con rating B e una struttura debole, esposte nella massima misura consentita e con una documentazione molto carente. I rating segnano già un trend in peggioramento e la recessione non è nemmeno iniziata.

Ci sono buone notizie per il mercato high yield, la cui qualità è molto migliorata rispetto ai cicli precedenti poiché le società peggiori sono finite per approdare sul mercato dei prestiti. Dato che il mercato primario high yield ospita un numero minore di società ambigue, i tassi di default dovrebbero scendere rispetto al passato. La cattiva notizia è che un eventuale sofferenza del mercato dei leverage loan può contagiare altri, quando gli investitori operanti su entrambi i mercati sono costretti a vendere i loro asset di miglior qualità.

Secondo l'indagine condotta dalla Federal Reserve sui responsabili del credito, le condizioni di finanziamento si fanno più rigide. Ciò significa che i mutuatari di qualità inferiore otterranno più difficilmente accesso al credito. Le indagini sul credito bancario europeo mostrano un quadro analogo.

Riteniamo inoltre importante discutere delle correlazioni tra tassi e mercati del credito. Il 2022 è stato un anno eccezionale in cui abbiamo osservato una correlazione positiva tra quasi tutte le asset class, poiché l'inflazione è stata il tema dominante. L'aumento del livello generale dei prezzi ha comportato un rialzo dei tassi e degli spread.

Più a lungo termine, tuttavia, queste due variabili sono in genere inversamente correlate, in quanto tassi più elevati riflettono un'economia solida in cui le imprese ottengono buoni risultati e gli spread si restringono. Al rallentare dell'economia accade il contrario: gli spread si allargano e i tassi diminuiscono. Nel 2023 prevediamo un ritorno delle correlazioni negative. I mercati dei tassi potrebbero ottenere buoni risultati in previsione dei primi tagli, mentre i mercati del credito potrebbero risentire periodicamente di dati economici deludenti.

Mentre la stretta sui tassi potrebbe essere vicina alla fine, il ciclo di inasprimento quantitativo (QT) è appena iniziato. La Fed, la BCE e la BoE hanno iniziato a ridurre i propri bilanci. La BCE ha già ricevuto un rimborso anticipato di prestiti TLTRO per complessivi 744 miliardi di euro e attende un ulteriore rimborso nel 2023. Dal marzo 2023 la BCE inizierà inoltre a ridurre i reinvestimenti del programma di acquisto di titoli (APP) nell'ordine di 15 miliardi di euro al mese. Al contempo, le emissioni nette di debito pubblico aumenteranno.

Negli Stati Uniti l'effetto del QT agirà probabilmente per via indiretta, in quanto il credito è in concorrenza con la maggiore offerta di titoli del Tesoro. In Europa, attraverso il Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS), la BoE ha acquistato il 5% del mercato investment grade in sterline, mentre la BCE possiede il 15% dell'investment grade in euro attraverso il Corporate Sector Purchase Program (CSPP). Con la scomparsa di questa domanda, che ora sta

invertendo la rotta, c'è urgente bisogno di nuovi acquirenti per i prodotti di credito.

In caso di grave malfunzionamento del mercato, tuttavia, le banche centrali potrebbero sempre tornare ad agire, soprattutto nell'ambito dei loro mandati di stabilità finanziaria più che di politica monetaria. Ciò è emerso chiaramente in occasione del temporaneo acquisto di obbligazioni da parte della BoE in seguito all'impennata dei tassi durante la correzione degli investimenti liability-driven (LDI). Le vendite delle banche centrali proseguono, ma a valori intrinseci fortemente negativi.

Un elemento di aiuto viene dal posizionamento difensivo, che sembra comune tra gli investitori obbligazionari, e dall'elevata liquidità presente in molti portafogli di investimento.

Tecnicamente parlando, quindi, sono ancora le banche centrali a guidare i mercati. Finché le banche centrali continueranno a togliere liquidità dal nostro mercato, l'unica indicazione che possiamo seguire è quella della cautela.

Conclusione

Ci troviamo ora in una valle che divide il picco dei tassi e il picco degli spread. Ciò significa che nei prossimi tre-sei mesi ci aspettiamo un ampliamento degli spread in quasi tutti i segmenti, escludendo l'investment grade in euro che può beneficiare del restringimento degli swap spread e di una valutazione storica più interessante.

Aumentando le probabilità di una recessione, si prospetta anche una maggiore dispersione nei mercati. Il credito di qualità inferiore potrebbe registrare un aumento dei default, mentre la fascia più alta del mercato potrebbe a tempo debito beneficiare di tassi più bassi e di una corsa alla qualità. Ci focalizziamo su strategie a qualità elevata.

Una volta pienamente scontata la recessione e concluso il ciclo rialzista degli spread, converrà assumere un posizionamento decisamente lungo, anche nell'universo high yield. In genere, l'inversione interviene ben prima che i tassi di default raggiungano un punto di massimo. Pensiamo di aver già superato il picco di volatilità e di tensione per i tassi, ma la volatilità del credito persisterà e con ogni probabilità il 2023 offrirà migliori punti di ingresso. Dobbiamo solo avere pazienza...

Posizionamento

Siamo ottimisti sul credito investment grade europeo e non disprezziamo piccole posizioni lunghe rischiose, alla luce delle loro valutazioni interessanti e dell'aspettativa di un'ulteriore stretta per quanto concerne gli swap spread.

Nel segmento high yield restiamo focalizzati sulla qualità e privilegiamo le società non cicliche più stabili. I livelli di beta del portafoglio high yield sono nuovamente scesi sotto il valore di uno dopo averlo brevemente raggiunto a metà ottobre, quando le valutazioni avevano giustificato un posizionamento più costruttivo.

Per i mercati emergenti molto dipende dal particolare universo d'investimento. Il suo grado di dispersione è elevato, al pari dei suoi spread di riferimento, a causa di un'ampia percentuale di emittenti in difficoltà. Per coglierne le opportunità riteniamo che la selezione degli emittenti sia più importante del posizionamento sul beta.

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

Fonte: Robeco, dicembre 2022

Ringraziamenti: Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Nella preparazione delle nostre view sul credito, abbiamo tenuto conto delle opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Jamie Stuttard (Robeco), Andrew Sheets (Morgan Stanley), Viktor Hjort (BNP Paribas) e Michael Anderson (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 laddove diversamente specificato, i prezzi utilizzati per le cifre relative alla performance dei Fondi lussemburghesi sono i prezzi operativi di fine mese al netto delle commissioni fino al 4 agosto 2010. A partire dal 4 agosto 2010, i prezzi operativi al netto delle commissioni saranno quelli del primo giorno lavorativo del mese. I dati riferiti al rendimento rispetto al benchmark mostrano i risultati della gestione degli investimenti al netto delle commissioni di gestione e/o di performance; i rendimenti del Fondo implicano il reinvestimento dei dividendi e sono basati sul valore patrimoniale netto ai prezzi e ai tassi di cambio in vigore al momento della valutazione del benchmark. 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 le informazioni chiave per gli investitori per i Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente sui siti web 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 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 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 applicabili relative alla promozione di Fondi esteri in Colombia.

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

Questi documenti sono destinati esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e vengono distribuiti 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 2780, membro di 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 per gli investitori (KIID), 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 MALAYSIANE.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Messico

I fondi non sono stati e non saranno registrati presso il National Registry of Securities, gestito 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

Il Fondo non è stato registrato presso la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) e viene collocato mediante offerta privata. La SMV non ha analizzato le informazioni fornite all'investitore. Il documento è destinato unicamente agli investitori istituzionali in Perù e non è finalizzato 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, gli investitori dovranno 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 47-14º, 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: Affolternstrasse 56, 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 per gli investitori (KIID), 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. Gli strumenti finanziari e le strategie di investimento a marchio RobecoSAM che fanno riferimento a tali strumenti finanziari sono generalmente gestiti da Robeco Switzerland Ltd. RobecoSAM è il marchio registrato di Robeco Holding B.V. Il marchio RobecoSAM viene utilizzato per commercializzare servizi e prodotti che riflettono l'esperienza di Robeco in ambito di investimento sostenibile (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 di 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 ritenuta temporaneamente autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. I dettagli relativi al Regime di permessi temporanei, che consente alle società aventi sede nel SEE di operare nel Regno Unito per un periodo limitato in attesa di una piena autorizzazione, sono disponibili sul sito web della 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.