

## Credit Quarterly Outlook Q1 2022

# Investire con informazioni e previsioni imperfette

- Ci aspettiamo una ripresa della crescita stagionale dopo un duro inverno pandemico
- Le valutazioni si sono abbassate leggermente, mentre la qualità del credito aziendale rimane buona
- Il quadro tecnico è debole, la Fed ha cominciato il processo di tapering e le banche centrali esitano sulla risposta ai timori inflazionistici

Per i consulenti economici, le informazioni imperfette implicano previsioni imperfette, il che a sua volta complica il processo di pianificazione dell'attività economica. E questo è vero ora più che mai. Con così tanti elementi di distorsione in gioco, tra cui severi problemi nelle catene di fornitura, la teoria economica ha poco da insegnare. Visti il potere di determinazione dei prezzi delle aziende, gli stimoli monetari e il comportamento dei consumatori, crediamo che i fondamentali statunitensi ed europei non saranno il motore dei mercati del credito nel primo trimestre del 2022.

### Outlook

Riservato ai clienti professionali  
Q1 2022

Victor Verberk & Sander Bus  
Co-heads Credit Team

Jamie Stuttard  
Credit Strategist

Per quanto riguarda le valutazioni, abbiamo rivisto al rialzo gli spread. Questa dinamica è iniziata in Europa, seguita a ruota dagli Stati Uniti. Crediamo che il mercato del credito statunitense riuscirà a colmare il distacco, non appena il mercato si renderà conto che, quando si parla della pandemia, ci troviamo tutti nella stessa barca. Ci sono anche molti fattori di rischio che crediamo non siano ancora sufficientemente prezzati, come i rischi geopolitici relativi alla Russia, l'impatto del crollo immobiliare cinese sulla crescita e la volatilità dei mercati emergenti in generale. Gestire questi rischi con un atteggiamento contrarian basato sulla ricerca è più importante che individuare il beta corretto, ammesso che esista.

I dati tecnici, caratterizzati soprattutto dall'attività e dalla comunicazione delle banche centrali (come la Fed che rivaluta la transitorietà dell'inflazione), potrebbero causare un periodo di avversione al rischio dopo anni in cui gli investitori hanno sempre manifestato una maggiore propensione. Il lato tecnico della nostra valutazione ha quindi fornito la maggior parte dei punti di discussione e crediamo che sarà la ragione principale per rimanere cauti ancora per un po'.

## Fondamentali

Umiltà è ancora il termine più appropriato da usare per valutare l'attuale situazione economica. La volatilità intraday dei mercati azionari è un indicatore delle difficoltà che la maggior parte di noi ha nel valutare i probabili risultati attuali e futuri.

Ma possiamo affermare alcune cose con certezza. La crescita manifatturiera globale è abbastanza solida nonostante il recente aggiustamento al ribasso delle stime. La domanda di beni di consumo continua a sostenere la crescita, tanto da potersi definire come grande motore, dato che gli investimenti di capitale e l'accumulo di scorte hanno finora contribuito poco. Questo potrebbe essere di buon auspicio per il futuro.

È un periodo proficuo per la maggior parte delle aziende e i profitti sono in crescita. L'aumento dei costi di produzione continua ad essere un tasto dolente, ma i margini hanno resistito ed è chiaro che la maggior parte delle società è in grado di trasferire questi sovraccosti al consumatore. Nel frattempo, assistiamo a una contrazione del mercato del lavoro statunitense. La situazione è un po' confusa: difficoltà nelle assunzioni, un tasso di partecipazione significativamente più basso rispetto all'era pre-Covid, una tendenza al pensionamento anticipato e circa 2,5 milioni di posti di lavoro persi dall'inizio del 2020. Una cosa però rimane chiara: manca la manodopera. In ogni caso, questa

carezza e i relativi salari in aumento sono evidenti soprattutto nelle fasce di reddito più basse.

La principale fonte di preoccupazione per i mercati rimane ovviamente l'inflazione, in costante aumento. Nonostante le banche centrali abbiano continuato a ribadire che si tratti di un fenomeno transitorio, lo scetticismo è in costante aumento e la comunicazione della Federal Reserve non aiuta. I più recenti commenti del presidente Powell, secondo cui dovremmo mandare in pensione la parola "transitorio" o cambiarne la definizione, non hanno calmato gli spiriti. Gli sforzi degli ultimi anni per convincere i mercati che la Federal Reserve resti volutamente dietro la curva sono stati vanificati da alcuni mesi di alta inflazione.

Inoltre, il tempismo di questi commenti non è stato ottimale, dato che i mercati erano impegnati a digerire la notizia della nuova variante Omicron. Altrettanto strano è stato l'annuncio di un'improvvisa accelerazione del tapering, giunta solo sei settimane dopo la prima comunicazione al riguardo, in ritardo di sei mesi rispetto agli altri paesi anglofoni. Tutto questo punta ancora una volta alla nostra visione critica delle banche centrali e alle conseguenze delle loro azioni.

I mercati ora prevedono quasi sei aumenti dei tassi entro dicembre 2023, il che porterebbe il tasso dei fondi federali all'1,5%, all'estremità inferiore di quello che ci aspettiamo sia il tasso neutrale.

In Europa, è ancora troppo presto per parlare di rialzi dei tassi, ma è tempo di prepararsi per la fine del PEPP. Pensiamo che la BCE voglia però mantenere una certa flessibilità, tenendo libera l'opzione di ripristinare il PEPP ogni volta che lo ritenga necessario. Con ogni probabilità il programma di acquisti potrebbe addirittura essere ampliato temporaneamente, per compensare la fine del PEPP. In altre parole, gli acquisti della BCE continueranno anche nel 2022, e il continuo ribilanciamento del portafoglio globale in attività rischiose non è ancora finito.

Mentre parlare di rialzi dei tassi in Europa è prematuro, parlare di swap spread non lo è. Anche se è difficile individuarne il perché, l'allargamento degli swap spread europei suggerisce uno squilibrio. Potrebbe essere una carezza di collaterale (Bund) o qualche altra esposizione (a leva) posizionata in modo sbagliato. Potrebbe anche essere solo una preoccupazione per la liquidità di fine anno che si attenuerà nelle prossime settimane. Menzioniamo questo aspetto perché dimostra che, a volte, quello che guida il mercato non è del tutto evidente. Dobbiamo adattarci a lavorare con "informazioni imperfette".

Sui fondamentali, la nostra maggiore preoccupazione rimane ancora la Cina. Con il 25% del PIL e il 40% dei

prestiti nazionali legati al settore immobiliare, non ci si può permettere di essere troppo accomodanti. Non sono escluse ripercussioni sulle banche europee. Una vera crisi a seguito di un periodo di forte boom del credito tende a seguire un modello sequenziale e, se abbastanza grave, può portare a un momento Minsky con turbolente correzioni dei premi al rischio. Inizialmente, le più ampie implicazioni di un evento apparentemente idiosincratico tendono ad essere sottovalutate. In seguito, diventa evidente la presenza di problemi settoriali più ampi, dopo anni di accumulo di debito a livello sistematico. Col tempo, elementi di contagio imprevedibili creano preoccupazione per i livelli di liquidità fino ad arrivare al panico a causa dei deflussi. Mentre i politici possono mitigare i contagi, la risoluzione degli squilibri sottostanti può richiedere anni.

In conclusione, i fondamentali rappresenteranno validi indicatori per gli investitori creditizi dei mercati sviluppati occidentali. Nonostante le difficoltà nella stima della crescita, e salvo grandi errori da parte della Fed o uno scivolone in Cina, i fondamentali non saranno probabilmente il motore a lungo termine per gli spread sul credito una volta trascorso questo difficile inverno. La cosa più probabile è una buona ripresa a medio termine. L'inflazione e la comunicazione delle banche centrali determineranno il sentiment del mercato e potrebbero guidare i cicli di rischio a breve termine. Il nostro team Global Macro si aspetta che l'inflazione europea raggiunga il picco nel quarto trimestre del 2021 e il CPI statunitense nel primo semestre del 2022. Dopodiché l'inflazione dovrebbe assestarsi leggermente sopra gli obiettivi del 2% entro la fine del prossimo anno.

Più che mai, stiamo investendo sulla base di informazioni e previsioni imperfette. Questo guiderà la volatilità del mercato e creerà opportunità per i gestori attivi.

## Valutazioni

Di recente, i parametri delle valutazioni hanno cominciato a diminuire, come ci aspettavamo da tempo. Gli spread sul credito europeo ed USA si sono allargati in media di 25 punti base per l'investment grade e di 50 pb per l'high yield, con l'Europa in leggera sottoperformance. Per esempio, gli spread europei sono a 108 pb al momento della redazione di questo documento, lontani dalla media storica di 122 pb (per non parlare del livello storico degli OAS di 173 pb). In breve, non si può certo dire che le valutazioni siano economiche.

D'altra parte, ci sono opportunità per alcuni titoli selezionati e il posizionamento cauto di Robeco ne beneficia. Crediamo ancora che i fattori di rischio non siano stati prezzati adeguatamente. I rischi geopolitici (Russia e

Ucraina), i timori di inflazione, lo spauracchio cinese, i prezzi dell'energia e i semplici movimenti dei rendimenti nominali (in entrambe le direzioni, vista l'inversione di curva nella seconda metà del 2021), suggeriscono tutti che gli attuali spread non sono giustificati.

In generale, l'aumento dei rendimenti è positivo per gli spread sul credito. Ma un attento osservatore noterà che una curva in leggera discesa sarebbe una buona notizia. Quando le aspettative d'inflazione aumentano, come stiamo vedendo ora, i rendimenti reali possono scendere e questo generalmente è accompagnato da un eccesso di rendimento del credito positivo. Tuttavia, come abbiamo detto prima, l'aumento dei rendimenti reali riflette una situazione diversa: sono tipicamente accompagnati da spread più ampi. Per ora, i rendimenti reali sono ancora al minimo storico.

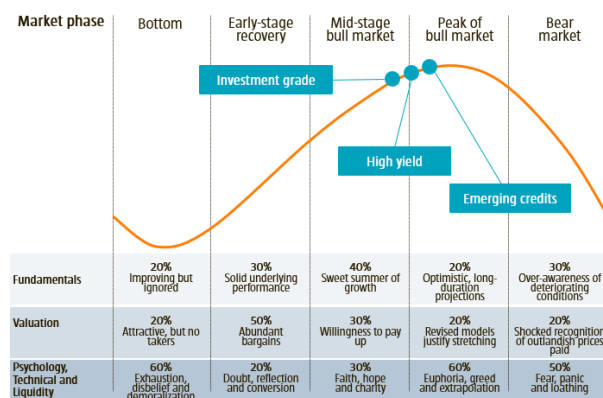
Le valutazioni vengono sostenute dalla salute aziendale. I margini sono generalmente ampi, così come il potere di determinazione dei prezzi, in linea con un elevato livello dei saldi di cassa. Di fatto, la maggior parte degli strategist del credito si aspetta che le "rising star" superino di gran lunga i "fallen angel". Le aziende stanno gestendo la leva finanziaria in maniera favorevole al credito e il tasso di insolvenza è sceso di nuovo intorno ai minimi storici.

La Cina, però, merita una menzione a parte. Siamo molto cauti, sulla base del nostro scenario base di un esteso rallentamento e dell'analisi di disinvestibilità del mercato high yield cinese, vista anche l'opacità delle informazioni. Inoltre, il panorama del credito asiatico è ancora troppo dipendente da garanzie governative implicite. Gli spread in alcuni casi sono molto economici, ma è necessaria un'analisi approfondita sul credito per individuare la differenza tra titoli economici e titoli value. In questo segmento manca ancora rigore nella ricerca bottom-up.

Nei mercati sviluppati apprezziamo i crediti con rating BB e preferiamo gli spread più alti dell'high yield europeo rispetto a quello statunitense. I crediti europei a più alto rating si sono allargati, vista la correlazione con gli swap spread europei, anch'essi in fase di ampliamento. Preferiamo investire di più in covered bond e credito di qualità. Pensiamo anche che i rendimenti più alti e l'inflazione dovrebbero essere di buon auspicio per i titoli finanziari.

In definitiva, pensiamo che gli spread creditizi siano ancora costosi. Il discreto allargamento a cui abbiamo assistito potrebbe fornire opportunità per alcuni titoli selezionati, per esempio in aziende che beneficiano dalla ripresa, titoli finanziari e high yield, data la migliore protezione nella duration.

Ciclo di mercato | Mappatura della nostra valutazione sui segmenti di mercato



Fonte: Robeco, dicembre 2021

## Quadro tecnico

Le preoccupazioni sugli errori di politica monetaria e di comunicazione delle banche centrali guidano le nostre prospettive in merito ai fattori tecnici. Non vogliamo aggiungere altro. In loro difesa, però, è giusto dire che anche i banchieri centrali affrontano un mondo di informazioni e previsioni imperfette. È facile valutare i settori economici in termini aggregati, ma ciò può essere fuorviante. Per esempio, è necessario scindere l'andamento dei risparmi e della ricchezza dei consumatori in diverse fasce di reddito per valutare le potenziali implicazioni delle dinamiche di risparmio per la spesa futura. Inoltre, la BCE, come sempre, deve impostare una politica unica per l'Europa del Nord e del Sud, utilizzando un unico tasso.

Nonostante i primi segni di miglioramento, i colli di bottiglia nelle catene di fornitura potrebbero perdurare a lungo. Anche se il virus è destinato a diventare parte della "normalità", i suoi impatti economici dovrebbero ridursi nel tempo. Ciò significa che le aziende dovranno aggiustare la loro visione sulla consegna just-in-time, i governi dovranno eseguire più trasferimenti fiscali e i cicli di rischio di mercato potrebbero essere più corti. L'abbiamo già menzionato nel quadro tecnico, poiché un potenziale impatto permanente sull'inflazione rimane una questione centrale e il premio di incertezza sul comportamento delle banche centrali potrebbe aumentare. Cresce anche la possibilità di errori nella politica monetaria e le conseguenti reazioni del mercato.

Tra le molte variabili che monitoriamo c'è il dollaro americano. L'apprezzamento in termini effettivi potrebbe causare stress nel medio termine. Questo perché il dollaro USA resta ancora la valuta di riserva del mondo. Circa il

50% di tutti i prestiti transfrontalieri, l'80% delle transazioni in valuta, il 50% del commercio internazionale e l'80% delle importazioni ed esportazioni per i mercati emergenti sono denominati in USD. Un dollaro più caro aumenta i costi di servizio del debito globale per chi dipende da finanziamenti esterni, come le società turche o gli sviluppatori immobiliari cinesi.

Un altro fattore è il rischio geopolitico in Europa rispetto agli Stati Uniti. L'Europa affronta una serie di problematiche lungo la frontiera orientale, dalle relazioni tra UE e Polonia alle tensioni russo-ucraine, gli eventi in Bielorussia e l'aumento della volatilità dei mercati finanziari in Turchia. Da soli, nessuno di questi eventi ha molta importanza. Tuttavia, se combinati, potrebbero causare un tono più ribassista. Negli Stati Uniti, nel breve termine il rischio è ancora una volta legato all'aumento del tetto del debito. Non bisogna escludere la possibilità di arrivare finalmente a una risoluzione finale, ma in passato abbiamo spesso osservato una politica del rischio calcolato. Quest'ultimo sarebbe particolarmente rilevante se si verificasse in un momento di mercati illiquidi dovuti al periodo natalizio.

Un ultimo punto sempre più rilevante è il rischio di leveraged buyout. Non ne abbiamo parlato molto negli ultimi trimestri, ma gli LBO stanno tornando. Le società di private equity hanno ancora molto capitale da investire e i valori degli affari stanno salendo (si pensi, per esempio, al settore delle telecomunicazioni).

Ne deriva un quadro tecnico debole. Troppi premi al rischio non sono ancora ben prezzati. Questo, unitamente ai tentennamenti delle banche centrali sulla politica monetaria, potrebbe spingere i flussi via dalle attività rischiose.

## Posizionamento

Avevamo previsto che il 2021 si sarebbe rivelato un anno noioso o ribassista. È stato difatti monotono, con un eccesso di rendimento per le obbligazioni IG intorno allo 0% (in EUR) da inizio anno. Detto questo, l'incertezza economica sembra in aumento in questa chiusura d'anno, spinta dai timori d'inflazione. Nel nostro caso, per giustificare un aumento dei beta dall'attuale sottopeso, dovremmo essere convinti di trovarci alla vigilia di una grande svolta.

Vediamo opportunità in alcuni mercati emergenti selezionati, esclusa la Cina, e nei finanziari, nei titoli BB, negli swap spread in euro e nei titoli che beneficiano dalla ripresa. Restiamo sovrappesati nel credito in EUR rispetto a USA, dato il livello delle valutazioni. Siamo pronti a un

riequilibrio nel caso di un'eventuale ripresa del mercato del credito statunitense.

La strategia riguarderà anche la gestione dei fattori di rischio in un contesto di portafoglio. Per esempio, se si possiede una grande quantità di rischio di esigibilità attraverso gli ibridi o si detiene un insieme di posizioni idiosincratice a più alto rischio, il beta dovrebbe essere più basso per gestire i rischi di estensione o un sell-off generale. Allo stesso modo, se siamo lunghi in Europa rispetto agli Stati Uniti, dobbiamo stare attenti ai rischi legati all'Italia e gestire con cura la composizione del sovrappeso.

Nel complesso, è importante che, qualunque siano le nostre posizioni, il rischio si rifletta nello spread in questa fase del ciclo. A tal fine, aiuta cercare posizioni meno correlate.

	Costruttivo	Neutrale	Difensivo
Fondamentali	✓		
Valutazioni			✓

Quadro tecnico	✓
Obbligazionario investment grade	✓
Obbligazionario high yield	✓
Finanziari	✓
Non-finanziari	✓
Emergenti	✓

Fonte: Robeco, dicembre 2021

*Ringraziamenti:*

*Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Al fine di stabilire le nostre opinioni sul credito, sono state prese in considerazione le opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Jamie Stuttard (Robeco), Winifred Cisar (CreditSights), Robert McAdie (BNPP) e Marco Valli (UniCredit).*



## 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 Shanghai**

Il materiale è preparato da Robeco Overseas Investment Fund Management (Shanghai) Limited Company ("Robeco Shanghai") ed è fornito unicamente a destinatari specifici con obbligo di riservatezza. Robeco Shanghai è stato registrato come gestore di fondi privati presso la Asset Management Association in Cina nel settembre 2018. Robeco Shanghai è una società di proprietà interamente estera costituita ai sensi delle leggi della Repubblica Popolare Cinese, che gode di diritti e obblighi civili indipendenti. Le dichiarazioni degli azionisti o delle affiliate contenute in questo materiale non saranno considerate una promessa o una garanzia degli azionisti e delle affiliate di Robeco Shanghai, o essere considerate un obbligo o responsabilità imposto agli azionisti o alle affiliate di Robeco Shanghai.

#### **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 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 regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority - FCA. Ulteriori informazioni sul nostro grado di regolamentazione presso la FCA sono disponibili dietro richiesta.

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

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