



CREDIT QUARTERLY OUTLOOK Q4 2023

## Questa volta *non* è diverso

- I mercati sembrano aver sposato appieno lo scenario di un atterraggio morbido
- La politica monetaria agisce con maggiore ritardo
- Posizionarsi in vista di una decompressione e per generare un carry di qualità

**Dopo aver scontato a lungo un'elevata probabilità di recessione, i mercati ritengono adesso molto più plausibile un atterraggio morbido, almeno negli Stati Uniti. Il posizionamento degli investitori è mutato di conseguenza durante l'estate. Gli investitori sono passati da un posizionamento prudente a un posizionamento più lungo, e molti strategist sell-side hanno rivisto al ribasso le loro previsioni sul livello degli spread a fine anno.**

Noi sosteniamo che questo sia proprio il momento di continuare a muoversi con cautela. L'economia ha sempre seguito le proprie leggi, e questa volta non dovrebbe essere diverso. Gli investitori dovrebbero diffidare di chi afferma l'opposto. In passato i cicli pronunciati di inasprimento monetario sono sempre sfociati in una recessione, seppur in lassi di tempo differenti, e i recenti rialzi dei tassi sono stati i più bruschi degli ultimi decenni.

Non abbiamo la sfera di cristallo, ma crediamo che i mercati siano attualmente troppo ottimisti e compiacenti. I fattori che hanno comportato un ritardo nella trasmissione della politica monetaria hanno ormai fatto quasi interamente il loro corso. La riserva di risparmi è quasi esaurita, lo stimolo fiscale ha raggiunto la sua massima portata e la ripresa del settore dei servizi è terminata.

Gli alti tassi d'interesse inizieranno presto a farsi sentire sulle imprese con rating più basso e provocheranno probabilmente una decompressione tra emittenti investment grade e high yield. Una volta che le banche centrali avranno ultimato il ciclo di rialzi e la volatilità dei tassi sarà diminuita, le obbligazioni investment grade potrebbero rivelarsi un'asset class più interessante di altri strumenti finanziari più rischiosi. Pertanto, preferiamo l'investment grade all'high yield e, nell'ambito di quest'ultimo, sosteniamo l'importanza di un orientamento alla qualità.

Abbiamo un assetto decisamente lungo sul carry di qualità e siamo posizionati in vista di una decompressione. Di conseguenza, abbiamo una lieve sovresposizione al beta nell'investment grade e confermiamo il nostro posizionamento prudente nell'high yield.

### OUTLOOK SETTEMBRE 2023

Materiale di marketing destinato ad investitori professionali



Sander Bus  
High yield



Reinout Schapers  
Investment grade

## Fondamentali

L'economia statunitense ha dato prova di straordinaria tenuta nonostante il ciclo di inasprimento più intenso degli ultimi decenni. La convinzione diffusa secondo la quale i cicli di rialzi pronunciati dei tassi sfociano sempre in una recessione viene ora messa in discussione. Dopo quasi un anno, l'opinione prevalente sembra essere passata dall'attesa di una recessione a uno scenario di atterraggio morbido. Come noi, molti hanno iniziato l'anno con un posizionamento molto prudente sui mercati. Arrivati a questo punto non siamo tentati di modificare il nostro punto di vista, poiché iniziamo ad avere la conferma che le sorprese positive stanno volgendo al termine.

Continuiamo a credere che l'economia segua le proprie leggi e che questo ciclo di inasprimento avrà conseguenze simili a quelle del passato. L'unica differenza è che la politica monetaria agirà con maggiore ritardo. Questo sfasamento temporale più lungo è riconducibile agli squilibri che il mondo ha dovuto affrontare all'indomani del Covid: un'elevata riserva di risparmio, la ripresa della domanda nel settore dei servizi e il grande volume di arretrati ad esempio nel comparto dell'auto. Inoltre, la crescita e l'occupazione, specialmente negli Stati Uniti, sono state sostenute dalla politica fiscale. Perché, dunque, riteniamo che il mercato sia troppo ottimista riguardo alla prospettiva di un atterraggio morbido? Perché crediamo che gli effetti menzionati in precedenza abbiano fatto il loro corso.

In primo luogo, gli Stati Uniti hanno beneficiato di uno stimolo fiscale di enormi proporzioni, ma da adesso l'impulso della politica di bilancio sarà negativo. In secondo luogo, non vi sono nuovi vantaggi in vista derivanti da un'ulteriore ripresa del settore dei servizi, come indicato, tra l'altro, dal calo dell'indice PMI del terziario al di sotto di quota 50. In terzo luogo, i consumatori hanno speso i risparmi in eccesso accumulati durante il Covid e la percezione di grande sicurezza occupazionale non potrà che affievolirsi in futuro. In altre parole, è difficile che la spesa per consumi rimanga sostenuta, e dunque per le aziende sarà più arduo trasferire sui prezzi l'aumento dei costi dei fattori produttivi. A scanso di equivoci, con questo non intendiamo affatto suggerire che ci aspettiamo una profonda recessione. Non abbiamo assistito a un ciclo di investimenti eccessivi, per cui non prevediamo una contrazione della spesa in conto capitale, che è di solito sintomatica di una grave recessione. Tuttavia, potrebbe prodursi qualche danno collaterale lungo il percorso, analogamente a quanto accaduto nel marzo di quest'anno durante la crisi delle banche regionali statunitensi.

***“Continuiamo a credere che l'economia segua le proprie leggi e che questo ciclo di inasprimento avrà conseguenze simili a quelle del passato”***

L'economia europea si è dimostrata meno vigorosa di quella statunitense. L'Europa non ha beneficiato di uno stimolo fiscale altrettanto energico e, in ragione della maggiore apertura della sua economia, non è stata immune alla debolezza della Cina, uno dei suoi principali partner commerciali. Un'altra grande differenza tra le due sponde dell'Atlantico è che il Vecchio Continente è un importatore netto di energia. Con qualche ritardo si cominciano a vedere le prime conseguenze della stretta monetaria, come dimostra l'aumento del numero di fallimenti (da un livello molto basso). È possibile che abbiamo già assistito all'ultimo rialzo dei tassi in Europa, con il primo taglio previsto nel corso del prossimo anno.

L'economia cinese, che da oltre un anno mostra evidenti segni di debolezza, nel breve periodo potrebbe ricevere sostegno dall'allentamento della politica monetaria e fiscale, anche se finora il livello di supporto è stato deludente e ci si domanda se gli stimoli futuri saranno sufficienti a sostenere una ripresa. In un'ottica futura, la Cina si trova alle prese con alcuni problemi seri che ricordano l'esperienza del Giappone dopo il 1990. Per troppo tempo il paese ha fatto ricorso alla spesa per investimenti per sostenere la crescita dell'economia, accumulando alti livelli di debito e un eccesso di capacità. Un debito elevato non si sposa bene con la deflazione. Ad alimentare il clima di sfiducia contribuiscono anche le tensioni con i partner commerciali occidentali e l'invecchiamento della popolazione. Nel corso dell'estate le criticità sono aumentate con i problemi di liquidità che hanno interessato alcuni veicoli finanziari costituiti dalle amministrazioni locali (local-government funding vehicles, LGFV) per raccogliere fondi per i propri investimenti. Il settore dell'edilizia è ancora in crisi: le vendite dei principali sviluppatori immobiliari si sono più che dimezzate nel corso di quest'anno e molti l'anno passato sono andati in default. Dato che questo non è ancora considerato un evento in grado di minacciare la stabilità finanziaria globale,

finora il contagio sui mercati al di fuori della Cina è stato minimo. Tuttavia, è evidente che l'Europa, e in special modo la Germania, è la regione che rischia di risentire maggiormente delle difficoltà economiche cinesi.

Nei mercati emergenti rileviamo alcuni sviluppi favorevoli. Diversi paesi asiatici potrebbero trarre vantaggio dalle tensioni tra Cina e Occidente, essendo ben posizionati per sostituire la prima nel ruolo di centro di outsourcing. Notiamo anche una divergenza nella politica monetaria delle economie emergenti, poiché alcuni paesi hanno iniziato a ridurre i tassi in seguito al miglioramento delle prospettive d'inflazione. L'America Latina dovrebbe beneficiare delle iniziative di nearshoring messe in atto dagli Stati Uniti.

In un'ottica bottom-up, quando è iniziato il ciclo di rialzi dei tassi le aziende presentavano fondamentali solidi. Quest'anno gli utili hanno sorpreso in positivo a fronte di aspettative molto pessimistiche. Tuttavia, su base annua, i profitti delle imprese di tutto il mondo sono attualmente in calo. Dal momento che molti emittenti si sono assicurati tassi d'interesse contenuti durante la pandemia, per l'azienda media i rialzi dei tassi si traducono in un aumento degli oneri finanziari solo con ritardo. Questo vale in particolar modo per gli le società investment grade, che tendono a emettere obbligazioni con scadenze molto lunghe e per le quali la cedola media non ha ancora subito variazioni di rilievo. Nel segmento high yield, invece, le scadenze sono più brevi e i rialzi dei tassi iniziano già a farsi sentire, soprattutto per le aziende che hanno molti prestiti a tasso variabile tra i loro strumenti di finanziamento. Una quota significativa di società a basso rating (B e CCC) vedrà il tasso di copertura degli oneri finanziari scendere su livelli di stress una volta che una parte consistente del loro debito sarà rifinanziata agli attuali tassi di mercato.

### Valutazioni

I tassi privi di rischio hanno continuato a salire nel corso del trimestre, mentre gli spread creditizi hanno mostrato buona tenuta o si sono persino ristretti. Da inizio anno nel segmento high yield si è registrata una compressione tra categorie di rating, con una sovraperformance dei titoli di qualità inferiore rispetto a quelli di qualità superiore. Ciò riflette il fatto che i mercati hanno smesso di scontare un rischio di recessione. Ci aspettiamo che nei prossimi mesi i mercati del credito vadano incontro a una decompressione, poiché riteniamo che il mercato sottovaluti attualmente le probabilità di una recessione. Privilegiamo le posizioni orientate a un carry di qualità che ci sembrano ancora interessanti in rapporto al passato, e preferiamo tenerci lontani dai segmenti più rischiosi del mercato che presentano valutazioni superiori alla media storica.

Le obbligazioni investment grade offrono valutazioni migliori. In questo segmento, ravvisiamo il maggior valore nelle emissioni delle banche, che beneficiano di margini di interesse sostanziosi grazie al contesto di tassi elevati. I titoli bancari senior continuano a evidenziare spread più ampi rispetto alle medie storiche; inoltre, a seguito dei problemi che hanno investito Credit Suisse in marzo, questo vale anche per gli AT1.

***“Nel segmento investment grade ravvisiamo il maggior valore nelle emissioni delle banche”***

Gli spread del credito europeo sono più ampi di quelli statunitensi. Questa relazione vale sia per l'investment grade che per l'high yield, una volta considerate le caratteristiche di rating e di scadenza. Per quanto riguarda gli emittenti di obbligazioni dual currency, si osserva ancora una ripresa delle emissioni in euro, anche tenendo conto della maggiore ampiezza degli swap spread nel mercato europeo. Riconosciamo che per le aziende con un'esposizione significativa al mercato in euro siano giustificati premi al rischio leggermente più elevati, date le maggiori tensioni geopolitiche in Europa. Confermiamo senza esitazioni il sovrappeso sull'Europa, poiché i maggiori differenziali di rendimento compensano adeguatamente i rischi addizionali.

Nei portafogli high yield, l'orientamento regionale verso l'Europa è dovuto in parte alla nostra forte propensione a sottopesare gli emittenti CCC altamente indebitati e i titoli con rating B di aziende deboli. Questo è un segmento sovrarappresentato nel mercato high yield statunitense. Nei portafogli investment grade, il sottopeso sugli Stati Uniti è attribuibile principalmente alla sottoesposizione al segmento a lungo termine (15+ anni) del mercato, che è molto costoso.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, riscontriamo una notevole dispersione tra paesi, settori e categorie di rating. Manteniamo un assetto prudente sui paesi più rischiosi, tra cui la Cina, e in questo portafoglio abbiamo quindi una preferenza per la qualità e un'esposizione neutrale al beta.

#### Quadro tecnico

Il quadro tecnico è ancora sfavorevole, ma alcuni indicatori positivi suggeriscono la presenza di opportunità nel segmento investment grade. Con la fine del ciclo di inasprimento ormai imminente, si prospetta un periodo di minore volatilità dei tassi. Una diminuzione della volatilità, a sua volta, spiana la strada alle operazioni di carry trade che sono in genere vantaggiose per le obbligazioni investment grade. Questo contesto crea anche i presupposti per un calo dei rendimenti dei titoli di Stato, che sosterrebbe i rendimenti totali delle esposizioni investment grade. Tuttavia, per l'high yield si profila uno scenario di tipo diverso, perché questo segmento tende a sottoperformare in un contesto di tassi in diminuzione, che di solito coincide con un indebolimento dell'economia e un aumento dei default.

Sarebbe a dir poco un miracolo se le autorità monetarie riuscissero a fissare i tassi al livello giusto e ad orchestrare un atterraggio morbido, evitando l'inflazione e mantenendo una crescita economica positiva. Le incertezze sui ritardi nella trasmissione della politica monetaria sono troppo numerose perché questo possa accadere. Con un'inflazione sostanzialmente superiore ai livelli target, è probabile che le banche centrali errino dal lato della cautela. Questo significa che, con il senso del poi, possiamo probabilmente concludere che le banche centrali hanno lasciato i tassi troppo alti per un periodo troppo lungo; tuttavia, considerando le incertezze del presente, la loro risposta è perfettamente sensata. Oggi nei mercati del credito il rischio di una recessione è probabilmente superiore a quello scontato dal mercato.

Un altro fattore di sostegno per le obbligazioni investment grade è il quadro tecnico dal lato dell'offerta. In media gli emittenti hanno profili di scadenza piuttosto lunghi e non hanno un bisogno impellente di rivolgersi al mercato poiché dispongono di free cash flow sufficienti a onorare il servizio del debito. Di conseguenza, l'attività di emissione rimane modesta. Grazie alle ampie strutture di capitale, il rifinanziamento delle imprese avrà un impatto limitato sui costi medi del debito nel medio termine. Nel segmento high yield la situazione è diversa, poiché le scadenze sono più brevi e la capacità di generazione di cash flow è minore. Gli emittenti high yield, inoltre, hanno tardato a rifinanziarsi sul mercato obbligazionario, ma non possono continuare a procrastinare perché il "muro delle scadenze" (2025-2026) si avvicina lentamente.

***"Probabilmente siamo vicini alla fine di questo ciclo, ma è plausibile che non abbia ancora esercitato tutto il suo impatto"***

A tutto ciò si aggiunge il fatto che la BCE ha ancora ampie posizioni in obbligazioni corporate che devono essere liquidate. Questo è un fattore che pesa sul mercato. Nel caso dell'Europa, un ulteriore problema è rappresentato dalla possibilità di sviluppi geopolitici sfavorevoli, visto che la guerra in Ucraina non accenna a placarsi. In questo contesto il rischio di eventi negativi inattesi è piuttosto elevato e costituisce a nostro parere un fattore tecnico avverso.

Nelle nostre prospettive abbiamo parlato anche delle implicazioni delle indagini sul credito bancario, che segnalano chiaramente un inasprimento dei criteri per la concessione di finanziamenti da parte delle banche. Inoltre, la domanda di prestiti rimane bassa e il cosiddetto credit impulse, definito come la variazione della crescita del credito, è ora chiaramente negativo. In passato questo avrebbe comportato una brusca contrazione dell'attività economica. Alcuni operatori di mercato sostengono che questa volta la situazione è diversa, ma noi preferiamo attenerci alle leggi dell'economia e sostenere l'idea che ciò è semplicemente dovuto a ritardi più lunghi di quanto pensiamo.

È molto probabile che dal ciclo di rialzi emergano altri problemi difficili da prevedere. Abbiamo avuto qualche esempio di questa imprevedibilità negli ultimi anni, con la crisi degli investimenti liability-driven nel 2022 e i problemi delle banche regionali statunitensi all'inizio di quest'anno. Sappiamo però che, storicamente, ogni ciclo di rialzi ha provocato danni collaterali nei settori dell'economia incapaci di far fronte a un contesto di tassi in

4 Questa volta non è diverso - Settembre

aumento.

Nel complesso, la nostra conclusione è che il quadro tecnico è ancora sfavorevole, specialmente per i mercati high yield.

**ROBECO**

### Conclusione

Abbiamo assistito al ciclo di inasprimento più intenso degli ultimi 40 anni, attuato dalle banche centrali per combattere un'inflazione molto elevata. Probabilmente siamo vicini alla fine di questo ciclo, ma è plausibile che non abbia ancora esercitato tutto il suo impatto. L'esatto ritardo nella trasmissione dei rialzi non è chiaro, ed è improbabile che le banche centrali abbiano fatto abbastanza per orchestrare un atterraggio morbido dell'economia.

È più verosimile che abbiano errato dal lato della cautela, innalzando i tassi più del necessario per assicurarsi di non ritrovarsi con una spirale prezzi-salari. Riteniamo che si prospettino ulteriori difficoltà per l'economia reale.

Molti operatori di mercato sembrano aver sposato lo scenario di un atterraggio morbido e abbandonato le previsioni di recessione. Crediamo che questo mutamento di opinione sia stato provocato dal fatto che i mercati non hanno reagito in modo imprevisto. Riconosciamo che quest'anno siamo stati penalizzati dal nostro posizionamento prudente, specialmente nell'high yield, ma questo non ci sembra un buon motivo per discostarci dalla nostra view. Adesso che il posizionamento di mercato è diventato più rialzista, crediamo che vi siano tutte le ragioni per esercitare cautela nei segmenti più rischiosi dei mercati del credito e per privilegiare le aree di qualità migliore. Gli emittenti investment grade potrebbero resistere piuttosto bene in questo contesto se la recessione non è troppo pronunciata.

### Posizionamento

Adottiamo una strategia incentrata sull'acquisto di carry di qualità e siamo posizionati in vista di un aumento della dispersione. Ciò significa che preferiamo investire in emissioni di alta qualità, come obbligazioni corporate, bancarie, di agenzie e garantite ad alto rating.

Per i portafogli investment grade, continuiamo a scorgere valore nelle banche, i cui titoli non sono ancora ritornati sui livelli di inizio 2023. Dopo il rally dei mesi estivi, per il momento puntiamo a un beta di poco superiore a 1 nei portafogli investment grade, data la notevole variazione registrata dagli spread dalla pubblicazione del nostro ultimo outlook. Riteniamo che si tratti di una posizione prudente per questa categoria, in quanto dà anche la possibilità di aumentare l'esposizione al rischio in caso di ritorno della volatilità.

Quanto all'high yield, continuiamo a esercitare maggiore cautela. In una situazione di decompressione, come quella contemplata dal nostro scenario di base, ci aspettiamo una sottoperformance degli emittenti B e CCC più deboli. Ora più che mai, crediamo che questo sia il momento di implementare un deciso orientamento verso la qualità nell'high yield, sovrappesando le obbligazioni BB rispetto a quelle con rating più basso e assumendo un'esposizione al credito tramite il settore bancario e i titoli crossover.

Nel portafoglio investment grade restiamo sovraesposti all'Europa anche in conseguenza del sovrappeso sul sistema bancario europeo e del sottopeso sugli asset a lunga duration. Nella nostra strategia high yield, il sovrappeso dell'Europa è il risultato del nostro orientamento alla qualità, in quanto il credito di qualità inferiore è sovrarappresentato nel mercato statunitense.

**Figura 1** – Posizionamento attuale

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

Fonte: Robeco, settembre 2023

*Ringraziamenti: Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Per le nostre valutazioni sul credito, abbiamo tenuto conto delle opinioni di Rikkert Scholten e Martin van Vliet (Robeco), Stephen Dulake (JP Morgan), Viktor Hjort (BNP Paribas) e Zhipeng Cai (Morgan Stanley).*

#### Informazioni importanti

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

I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell'eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP) relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente sui siti di Robeco.

#### Ulteriori informazioni per gli investitori statunitensi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Robeco Institutional Asset Management B.V. ha la possibilità di fornire servizi in Francia. Robeco France è una controllata di Robeco la cui attività consiste nella promozione e

distribuzione dei fondi del gruppo a investitori professionali in Francia.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Germania

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Hong Kong

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Indonesia

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Giappone

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

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Liechtenstein

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Malaysia

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

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Perù

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Singapore

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Spagna

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España con numero di identificazione W0032687F e con sede legale a Madrid in Calle Serrano 47-14º, 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 regolamentati dalle autorità preposte nei rispettivi paesi di origine e sono registrati in uno speciale registro della CNMV riservato alle Società estere di investimento collettivo operanti in Spagna.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Sudafrica

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Svizzera

Il (i) fondo (fondi) ha (hanno) domicilio in Lussemburgo. Il presente documento è distribuito in Svizzera esclusivamente a investitori qualificati ai sensi della Collective Investment Schemes Act (CISA). Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo. ACOLIN Fund Services AG, indirizzo:

Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zurigo, agisce in qualità di rappresentante per la Svizzera del Fondo (o Fondi). UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurigo, indirizzo:

Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agisce in qualità di agente di pagamento in Svizzera. Il prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del/i Fondo/i, nonché l'elenco degli acquisti e delle vendite effettuate dal/i Fondo/i nell'esercizio finanziario possono essere ottenuti, gratuitamente e a semplice richiesta, presso la sede del rappresentante svizzero ACOLIN Fund Services AG. I prospetti sono inoltre disponibili tramite il sito web.

Ulteriori informazioni circa i fondi/servizi a marchio RobecoSAM

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Taiwan

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Thailandia

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

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

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Regno Unito Robeco è ritenuta autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Ulteriori

informazioni per investitori con residenza o sede in Uruguay

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

© Q2/2023 Robeco