

# Buy the dip – Compra il ribasso

- Le condizioni economiche rimangono buone, ma quelle del credito stanno diventando rapidamente restrittive
- Il picco di novembre ha fornito un'opportunità di acquisto, come accaduto a marzo
- Gli interventi di policy e le tensioni nel sistema bancario rappresentano un'opportunità

Negli ultimi trimestri abbiamo sottolineato l'importanza di individuare il penultimo rialzo dei tassi della Fed quale strumento per elaborare una strategia di portafoglio di fine ciclo. Le previsioni del mercato riguardo alla conclusione del ciclo di inasprimento della Fed dimostrano che non si tratta di un compito facile, ma del resto lo sapevamo.

Le aspettative sui tassi scontavano ulteriori rialzi alla fine dello scorso anno sulla scia delle dichiarazioni intransigenti della Fed e della solidità dei dati sul mercato del lavoro: a un certo punto i mercati scontavano fino a sei ulteriori rialzi dei tassi. Più di recente queste aspettative sono state riviste e ora le attese sono di due tagli dei tassi entro la fine del 2023. Tali aggiustamenti riflettono i grandi squilibri presenti nell'economia, che si presentano nella forma di un elevato rapporto debito/PIL, margini societari record e la convinzione che l'era del denaro facile sia durata troppo a lungo.

Ad ottobre dello scorso anno abbiamo deciso di acquistare in una certa misura durante le fasi di ribasso, data l'eccessiva cautela espressa dal mercato. Abbiamo incrementato il beta a poco più di uno per il portafoglio investment grade e a quasi neutrale per l'high yield. Che si trattasse di un rally di mercato ribassista o meno, questa scelta si è rivelata giusta. Abbiamo ridotto questa posizione nel primo trimestre del 2023.

Più di recente, l'andamento dei mercati è stato influenzato anche dagli eventi che hanno interessato alcuni istituti bancari negli Stati Uniti ed in Svizzera. Ne riparleremo più avanti. Per il momento basta dire che vediamo nuovamente un'opportunità di acquisto nel settore finanziario a causa del crac di Silicon Valley Bank e Credit Suisse. Abbiamo acquistato ancora nella fase di ribasso.

*“Il mercato oscilla tra la certezza di una recessione e la speranza di una contrazione poco pronunciata.”*

Lo scenario di base rimane caratterizzato da una continuazione del ciclo di inasprimento della Fed. I dati economici e quelli sull'inflazione non si sono ancora raffreddati abbastanza. Sappiamo anche che queste situazioni sono foriere di incidenti, che si manifestano sempre in una forma o nell'altra, che si tratti di una crisi delle dot.com, di una crisi dei mutui subprime o di una crisi degli investimenti liability-driven (LDI) nel Regno Unito. Alla fine di un ciclo di inasprimento della Fed arrivano eventi che definiremmo “cigni neri”, e senz'altro li vedremo dopo un periodo molto prolungato di denaro a basso costo e sulla scia di un cambio di rotta così radicale da parte della Fed e della BCE.

Le recenti tensioni nel sistema bancario genereranno almeno un effetto, ossia quello di accelerare l'inasprimento già in atto dei criteri di concessione dei prestiti bancari. Il risultato sarà quello di avvicinare nel tempo il penultimo rialzo dei tassi e di rendere ancora più certa una recessione, con la

## ARTICLE MARZO 2023

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



**Victor Verberk**  
Co-head Credits



**Sander Bus**  
Co-head Credits

possibilità di ulteriori incidenti lungo il percorso. L'elemento chiave nelle fasi di contrazione del credito è il rifinanziamento, che per alcune imprese diventerà più difficile.

Avevamo buoni motivi per concentrarci sul penultimo rialzo dei tassi. A governare l'andamento di questo ciclo sono stati soprattutto i timori riguardo ai tassi, e storicamente i rendimenti decennali sembrano raggiungere un picco in corrispondenza di quel penultimo ritocco. Tuttavia, sembra che adesso i fondamentali siano tornati in primo piano e siamo dunque abbastanza fiduciosi che sia giunto il momento di passare lentamente a una strategia di acquisto sui minimi.

Al contempo, sembra che il mercato oscilli tra la certezza di una recessione e la speranza di una contrazione poco pronunciata.

### Fondamentali

Cosa è successo a Silicon Valley Bank e a Credit Suisse? Senza entrare nei dettagli, partiamo dalla regola empirica secondo cui alla fine di un ciclo di inasprimento (e certamente dopo una serie di bruschi rialzi dei tassi di riferimento) si registra sempre qualche vittima. Quello che non sappiamo, in genere, è quale sia il settore o la regione più vulnerabile in quella precisa fase del ciclo.

In questo caso si sono verificati due eventi bancari specifici che riteniamo idiosincratici e che a nostro avviso non rappresentano l'inizio di una serie di avvenimenti sistemici. Questi eventi hanno avuto un catalizzatore comune: il deflusso di depositi. Secondo le nostre stime, il sistema bancario ha subito un'emorragia di depositi per circa 400 miliardi di dollari; ciò costituisce l'esempio di come l'idea che non esistano alternative alle azioni ("TINA") possa scomparire rapidamente e mettere sotto pressione la raccolta o la redditività delle banche. Nel caso di Credit Suisse, com'è noto, la fuga dei depositi è stata innescata da un problema di fiducia.

In quanto banca regionale, Silicon Valley Bank beneficiava di una lacuna della regolamentazione bancaria statunitense. Gli istituti di minori dimensioni (con bilanci inferiori a 250 miliardi di dollari) godono di un regime normativo più leggero rispetto alle banche più grandi. Non sono infatti tenute a incorporare le perdite non realizzate nel portafoglio di attività finanziarie "disponibili per la vendita", intese come riserva di liquidità. I guai per Silicon Valley Bank sono iniziati con il

ritiro dei depositi delle società di venture capital, che costituiscono di solito capitale circolante anziché depositi tradizionali. Silicon Valley Bank è stata costretta a vendere le attività liquide "disponibili per la vendita" e a realizzare le perdite.

È alquanto probabile che altre banche regionali statunitensi possano trovarsi in difficoltà a causa di perdite nel settore immobiliare, dell'esposizione alle materie prime o di quella a un altro settore "caldo" a livello regionale.

È importante notare che le grandi banche statunitensi non risentono di questa lacuna normativa, e nemmeno le loro omologhe europee.

*"Credit Suisse era praticamente l'unica banca europea ancora sotto osservazione."*

Credit Suisse, a sua volta, era praticamente l'unica banca europea ancora sotto osservazione dopo il risanamento di Deutsche Bank. Tuttavia, quando i mercati sentono l'odore del sangue, la fiducia costruita a poco a poco scompare in un battibaleno. Credit Suisse aveva evidentemente un problema operativo. Una solida cultura del credito era stata infranta e la banca aveva bisogno di tempo per rimediare. Purtroppo, quando la fiducia viene meno e il capitale è poco, quel tempo qualche volta non c'è.

Riteniamo che il settore bancario abbia ridotto notevolmente la leva finanziaria, che abbia rafforzato i coefficienti patrimoniali e che abbia assunto un atteggiamento molto più prudente sui rischi in bilancio. Il fatto che le attività illiquide nei bilanci siano notevolmente diminuite, che la liquidità sia migliorata e che siano state istituite linee di credito dirette con la banca centrale in luogo di linee di finanziamento interbancarie implica che questa volta il settore bancario non costituisce un fattore di rischio sistemico.

La storia insegna che le banche centrali tendono sempre a sottovalutare le proprie azioni. Il copione è pressappoco il seguente: in primo luogo, le autorità monetarie creano bolle finanziarie, in questo caso fornendo denaro a basso costo per troppo tempo. In secondo luogo, negano gli effetti collaterali negativi prodotti dai cambiamenti intervenuti nella regolamentazione o nell'esecuzione delle politiche. In terzo e quarto luogo, cercano di risolvere tutto con la liquidità, dopodiché si rendono conto che il problema non è quello, ma

Questo documento ha esclusivamente scopo illustrativo e non intende costituire in alcun modo una consulenza di investimento.

la carenza di capitale. Così, la fase di stress viene arrestata solo quando le banche più deboli ricevono il capitale di cui hanno bisogno.

Abbiamo appena assistito a tutte queste reazioni nell'arco di appena due settimane. Proprio in questo sta la buona notizia e il vantaggio degli insegnamenti appresi nel 2008. I policymaker reagiscono più velocemente.

Il nostro timore riguarda piuttosto altri settori con una significativa leva finanziaria e potenzialmente sensibili ai tassi, come le CLO, il real estate o il venture capital. È necessario essere cauti e prepararsi a un'ulteriore decompressione tra gli asset di qualità superiore e quelli di qualità inferiore.

Sui rischi bancari non c'è molto altro da dire. Torniamo all'economia. Saremo brevi.

In quella statunitense si rilevano molti segnali di normalizzazione dal surriscaldamento. È atteso un aumento dei licenziamenti, le retribuzioni orarie sono in calo e il numero di ore lavorate è in diminuzione. Al momento preoccupa soprattutto la possibilità che i mercati siano diventati nuovamente ottimisti dopo lo scorso ottobre. Gli asset rischiosi hanno registrato un'impennata; ad esempio, le società cicliche come Caterpillar e Siemens in Europa hanno guadagnato il 50% o più.

È interessante notare che si scorgono anche i primi segnali di uno shock delle scorte. Le giacenze sono elevate e di recente abbiamo visto aziende come Nike tagliare i prezzi nel tentativo di ridurle.

Ci preme sottolineare il fatto che gli utili per azione tendono a diminuire in media del 23% durante una recessione, ma questo non trova riscontro nelle attuali valutazioni azionarie. Si potrà tornare ad essere ottimisti solo quando i rendimenti risk-free saranno diminuiti sensibilmente. Tra l'altro, con il calo dei rendimenti risk-free in vista di una recessione, le azioni growth potrebbero tornare a farsi valere rispetto ai titoli value.

Il quadro europeo è fiacco. L'economia è in stagnazione, come è spesso accaduto in passato. Soffermandoci sulle singole componenti, è evidente che la produzione industriale è la più penalizzata da questa situazione. Per contro, il comportamento dei consumatori è molto più stabile grazie alla crescita dell'occupazione, all'aumento dei salari e, in

prospettiva, al calo dell'inflazione. La crescita dei redditi personali è destinata a proseguire ancora un po'.

Nel complesso, il tema principale è che le imprese dovranno affrontare molte difficoltà. Un grosso ostacolo è rappresentato dall'aumento dei salari e dunque dalla compressione dei margini a partire da livelli molto elevati.

Il problema fondamentale nella situazione in cui ci troviamo è formulare previsioni. Prevedere l'andamento del PIL o dei tassi d'interesse è notoriamente difficile (è per questo motivo che la nostra strategia preferita consiste nell'assumere un posizionamento contrarian sulle valutazioni).

Ecco alcune sequenze temporali che abbiamo analizzato nel tentativo di acquisire una migliore comprensione del ciclo:

- L'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti produce i suoi effetti sulla crescita del credito o del PIL dopo cinque o sei trimestri (gli ultimi eventi potrebbero decurtare un ulteriore 0,5% del PIL rendendo tali criteri ancora più restrittivi).
- Tra un'inversione della curva dei tassi d'interesse e l'inizio di una recessione trascorrono in media cinque mesi.
- I mercati del credito riprendono quota solo dopo l'ultimo rialzo dei tassi.

La conclusione è che andremo incontro a una tradizionale recessione nel corso di quest'anno. La domanda è se i mercati scontino questa eventualità. La risposta è: alcuni sì, altri no.

## Valutazioni

La causa principale della volatilità di mercato risiede nel fatto che T-Bill o i tassi risk-free sono in competizione con gli asset rischiosi. È presente un enorme divario tra i rendimenti del mercato monetario e quelli dei depositi, e che TINA riposi in pace. Questo fenomeno sta provocando una decompressione e, in qualche caso, tensioni e riprezzamenti.

### *“TINA riposi in pace.*

Visti gli attuali livelli di option-adjusted spread (OAS) di 160-170 punti base (pb), in generale si può affermare che il credito investment grade stia riflettendo un certo rallentamento. Con livelli di OAS di circa 200 pb, come

abbiamo notato in ottobre, scatterebbe una decisione di acquisto in un normale contesto recessivo.

Per quanto concerne l'high yield, a 300 pb gli OAS sono ancora troppo ristretti per riflettere una recessione. Abbiamo osservato una certa decompressione, ad esempio, nel credito con rating CCC rispetto a quello di categoria BB. Quest'ultimo, inoltre, sembra aver fatto meglio del credito BBB negli ultimi mesi.

Le difficoltà di alcune banche statunitensi e svizzere hanno provocato un brusco ampliamento degli spread dei titoli bancari. La turbolenza ha riguardato soprattutto il mercato del debito AT1 ("Additional Tier 1") e ha persino suscitato interrogativi sul funzionamento stesso di questo mercato. Notiamo che i contratti obbligazionari svizzeri che disciplinano le emissioni AT1 di Credit Suisse menzionavano chiaramente l'assorbimento permanente delle perdite in una situazione non redditizia. Credit Suisse si è trovata in tale situazione a causa dell'avversione al rischio sul mercato e di una debole cultura del credito. All'istituto non è stato concesso il tempo necessario per effettuare una ristrutturazione come quella di Deutsche Bank. In questo senso, Credit Suisse è stata vittima di una contrazione del credito dovuta alla mancanza di capitali sufficienti per eseguire la riorganizzazione.

Robeco Fixed Income non deteneva obbligazioni AT1 di Credit Suisse né di Silicon Valley Bank o di altre banche californiane.

Il motivo per cui adesso vediamo con favore i titoli AT1 è che gli eventi delle ultime settimane hanno aumentato notevolmente i premi al rischio su queste emissioni. Con rendimenti superiori all'8%, per non parlare degli attuali livelli molto più alti, in genere apprezziamo queste obbligazioni, che permettono di ottenere performance simili a quelle delle azioni. Questo dimostra anche che in una situazione molto avversa, caratterizzata da forte scarsità e dinamiche idiosincratice, sono presenti rischi di tipo azionario. I titoli AT1 hanno protetto i detentori di obbligazioni senior e hanno quindi assolto perfettamente al loro compito: quello di assorbire le perdite durante una tempesta perfetta. Il fatto che le azioni avrebbero dovuto perdere il 100% del loro valore, anziché il 95%, non ha molta importanza per noi.

Osservando le nostre schede di valutazione, si rileva una chiara differenza tra i titoli finanziari e quelli societari. Tanto nell'high yield quanto nell'investment grade, il credito è

leggermente sottovalutato ma non più a prova di recessione come in ottobre.

Continueremo a rispettare i limiti che ci siamo dati nell'acquisto di titoli con rating CCC, obbligazioni (finanziarie) periferiche o strumenti ibridi societari. Preferiamo un portafoglio di qualità con una certa esposizione ai titoli finanziari. Siamo estremamente cauti nei confronti del settore immobiliare, del commercio al dettaglio e di altri settori sensibili ai tassi o ad una recessione.

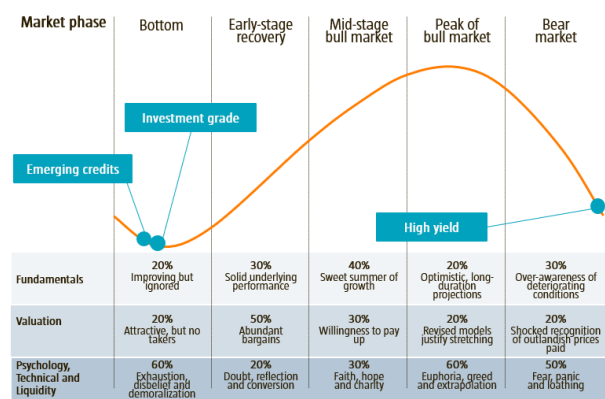


Figura 1 - Il ciclo di mercato

Fonte: Robeco, marzo 2023

Un aneddoto interessante è che per un breve periodo i T-Bill hanno offerto a un rendimento superiore a quello del credito investment grade statunitense. Questo ci dice ancora una volta che gli asset rischiosi dovranno competere con i rendimenti (reali) degli omologhi privi di rischio. Con il penultimo rialzo dei tassi ormai imminente, sappiamo che gli spread potrebbero ancora dover raggiungere un picco.

### Quadro tecnico

Partiamo dalla conferenza stampa di Jerome Powell, tenutasi il giorno prima della nostra riunione sul Credit Quarterly Outlook. In quella sede è stato chiaramente affermato che la Fed è intenzionata a proseguire l'inasprimento monetario nei mesi a venire. Il motivo principale è da ricercarsi nella solidità del mercato del lavoro, che manterrà l'inflazione su livelli troppo elevati ancora a lungo.

Powell ha poi spiegato che gli ultimi avvenimenti nel sistema bancario statunitense avrebbero probabilmente contribuito a un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione dei

prestiti bancari. Bisognerà quindi tenerne conto, anche se ci vorrà tempo per valutare le ricadute di questi eventi.

*“Questa fase del ciclo è nota per crolli improvvisi, correzioni e turbolenze di ogni genere.*

Rispetto alle passate riunioni, nell'ultimo comunicato stampa della Fed si percepisce un lieve cambiamento di tono: la banca centrale ritiene adesso che potrebbero essere opportuni ulteriori rialzi dei tassi, a seconda dei dati e della valutazione delle tensioni bancarie e del potenziale contagio. Questo vuol dire che le prospettive della Fed sui tassi sono diventate più equilibrate. Abbiamo accennato a questo aspetto nella sezione dedicata al quadro tecnico, poiché siamo ancora nella fase del ciclo economico in cui la politica monetaria non ci è amica. I dati tecnici restano a nostro sfavore.

I mercati hanno evidenziato ultimamente un comportamento molto particolare dettato dall'esplorazione attiva del punto del ciclo in cui ci troviamo e dal tentativo di prevedere l'inizio di una probabile recessione. I dati indicano che oscilliamo continuamente tra la propensione e l'avversione al rischio. Ciò significa che i rendimenti scendono e gli spread aumentano, e viceversa. In questo contesto di "beta sì, beta no", cerchiamo di rivolgere il beta in senso opposto alla direzione del mercato.

Questa fase del ciclo è nota per i crolli improvvisi, le correzioni e le turbolenze di ogni genere. La scorsa settimana abbiamo osservato un allargamento record degli spread nell'arco di tre giorni, seguito da uno dei rimbalzi più forti mai registrati in una singola giornata. Sembra inoltre che la correlazione tra spread e tassi sia diventata nuovamente negativa. Ciò significa che i mercati non sono più governati dai timori riguardo ai tassi.

Le banche centrali non sono ancora dalla nostra parte. I tassi risk-free rimarranno elevati ancora a lungo e potrebbero addirittura salire leggermente. In tal senso, si profila un errore di policy consistente in un eccessivo inasprimento.

## Conclusione

Da anni le banche centrali conducono esperimenti di politica monetaria e hanno inventato molti nuovi strumenti e strategie. Questo processo ha prodotto un contesto di rendimenti bassi o negativi per un periodo troppo lungo. Il sistema economico ha creato debito in tutte le pieghe della società. Possiamo anche citare idiozie economiche come gli NFT, le SPAC e cose del genere. Tipiche invenzioni di fine ciclo. Un ciclo di rialzi rapido e aggressivo non potrà che rivelare molti problemi. Non sappiamo quali saranno tali criticità, ma non ci stupiremmo di vedere qualche incidente nel settore immobiliare e in quello bancario.

Tutte le serie storiche indicano che la recessione potrebbe iniziare verso la fine dell'anno, e crediamo che un contributo in tal senso arriverà sicuramente dalle banche centrali. La novità rispetto alle opinioni che abbiamo espresso nel precedente Credit Quarterly Outlook riguarda l'accelerazione dell'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti bancari. Il prossimo Credit Quarterly Outlook farà probabilmente più luce sulla recessione.

La nostra strategia nell'attuale fase del ciclo economico consiste nell'acquistare sui minimi. I mercati dei prodotti a spread riflettono di tanto in tanto uno scenario di recessione, sotto la spinta di picchi dei rendimenti (quelli dei Treasury USA a 10 anni potrebbero tornare al 4%), di tensioni finanziarie come quelle delle ultime settimane o di una tradizionale rarefazione del credito alle imprese.

La Fed non ci è ancora amica e l'aspettativa di un taglio dei tassi è per adesso troppo ottimistica. Prepariamoci a considerare i tassi risk-free un'alternativa molto credibile ad altre asset class per un periodo piuttosto lungo. È arrivato il momento della loro rivincita dopo anni di rendimenti negativi e bolle speculative.

## Posizionamento

Il ciclo economico e quello dei tassi hanno raggiunto una fase abbastanza avanzata da favorire l'emergere di opportunità di acquisto quando i mercati diventano troppo ribassisti, come in ottobre, o quando eventi bancari come quelli delle ultime settimane provocano un ampliamento degli spread. Per questo motivo compriamo sui minimi in segmenti specifici del mercato. L'ultima volta erano gli swap e il credito di alta qualità, questa volta sono gli AT1 e i titoli finanziari subordinati ad offrire premi al rischio eccessivi.

Il resto del mercato, in termini generali, non ha ancora raggiunto livelli di recessione. Pertanto, ci tratteniamo dal consumare il budget di beta utilizzando il 25% del nostro budget di rischio.

Abbiamo incrementato il beta dei portafogli investment grade tramite il settore finanziario. Abbiamo rafforzato il sovrappeso sulle banche europee nella convinzione che le tensioni nel settore bancario siano state un problema idiosincratico anziché sistematico. Questi istituti europei, caratterizzati da un beta più elevato, ci hanno offerto questa opportunità alcune volte negli ultimi 10 anni. Abbiamo acquistato obbligazioni AT1 a fronte di un premio al rischio molto più elevato dovuto al crollo di Credit Suisse. L'esposizione a questi titoli nei conti globali potrebbe arrivare al 5%. Il resto degli acquisti ha riguardato obbligazioni senior o Lower Tier 2 di tipo "plain vanilla".

In aggiunta, abbiamo aumentato leggermente la posizione lunga negli swap spread dopo averla dimezzata a febbraio. Questo è il modo migliore per mantenere un'esposizione assimilabile ai titoli di agenzia di alta qualità, il cui andamento riflette quello degli swap.

Nel segmento high yield abbiamo chiuso alcune coperture tramite derivati sugli indici XO e CDX, molto più facili da negoziare. Ciò ha avvicinato il beta a livello neutrale e, con alcuni acquisti di obbligazioni finanziarie, persino a un lieve sovrappeso. Date le prospettive prudenti per gli asset a basso rating, siamo un po' più cauti nell'high yield.

Riconsidereremo le società cicliche dopo la solida performance registrata da ottobre.

Per i nostri portafogli di credito investment grade stiamo utilizzando il 25% circa del nostro budget di rischio, spingendo i beta a un livello di circa 1,2-1,3x, mentre i beta dei nostri fondi high yield sono di poco superiori a 1. Questo obiettivo viene perseguito nello specifico mediante l'esposizione al settore finanziario e gli swap. I titoli corporate non sono ancora abbastanza convenienti da giustificare un aumento dell'esposizione, o quanto meno per il momento preferiamo le obbligazioni finanziarie, che offrono spread molto più ampi.

Tutto ciò si è tradotto in un aumento del sovrappeso sull'Europa rispetto agli Stati Uniti. È soprattutto l'esposizione lunga alle banche europee a dettare questo posizionamento. Per quanto riguarda l'high yield, è il

sottopeso sulle emissioni con rating CCC, tra gli altri, a determinare il sovrappeso sul Vecchio Continente. Dal momento che la recessione non è ancora iniziata, ci aspettiamo un'ulteriore sottoperformance in questo segmento di rating.

Riteniamo che questa volta i rischi siano maggiormente orientati verso il mercato statunitense. L'azione della Fed è stata molto più intensa nelle fasi iniziali, le banche regionali hanno un problema di copertura delle posizioni in Treasury, e altre esposizioni, come quelle verso i leveraged loan "covenant lite" e le CLO, destano preoccupazioni ancora maggiori.

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

Fonte: Robeco, marzo 2023

**Ringraziamenti:** Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Nella preparazione delle nostre view sul credito, abbiamo tenuto conto delle opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Rogier Hoogeveen (Robeco), Max Kettner (HSBC), Barnaby Martin (BofA Securities) e Mislav Matejka (JPM).

## Informazioni importanti

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

### Ulteriori informazioni per gli investitori statunitensi

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

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

I Robeco Capital Growth Funds non sono stati registrati ai sensi della United States Investment Company Act del 1940 (e dei suoi emendamenti) o della United States Securities Act del 1933 (e dei 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 Monetaria Brunei Darussalam ("Autorità"). Il Prospetto è destinato alla distribuzione unicamente in classi di investitori specifiche, come indicato alla sezione 20 del Securities Market Order, 2013, e deve essere pertanto consegnato o ritenuto attendibile da un cliente retail. L'Autorità non sarà responsabile della revisione o verifica di qualsiasi prospetto o altro documento in merito al presente schema di investimento collettivo. L'Autorità non ha approvato il Prospetto o qualsiasi altro documento associato né intrapreso alcuna misura volta a verificare le informazioni riportate nel Prospetto e non è responsabile del medesimo. Le unità a cui si riferisce il Prospetto possono essere illiquide o soggette a restrizioni alla rivendita. I potenziali acquirenti delle unità proposte dovranno svolgere la propria due diligence in merito alle unità.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Robeco Institutional Asset Management B.V. ha la possibilità di fornire servizi in Francia. Robeco France è una controllata di Robeco la cui attività consiste nella promozione e distribuzione dei fondi del gruppo a investitori professionali in Francia.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Germania**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Hong Kong**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Indonesia**

Il Prospetto non costituisce un'offerta a vendere né un invito ad acquistare titoli in Indonesia.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Giappone**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Corea del Sud**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Liechtenstein**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Malaysia**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Messico**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Perù**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Singapore**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Spagna**

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España con numero di identificazione W0032687F e con sede legale a Madrid in Calle Serrano 47-14°, è registrata presso il Registro delle imprese spagnolo a Madrid, volume 19.957, pagina 190, sezione 8, foglio M-351927 e presso la National Securities Market Commission (CNMV) nel Registro ufficiale delle filiali delle società europee di servizi di investimento, al numero 24. I fondi di investimento o SICAV di cui al presente documento sono regolamenti dalle autorità preposte nei rispettivi paesi di origine e sono registrati in uno speciale registro della CNMV riservato alle Società estere di investimento collettivo operanti in Spagna.

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Sudafrica**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Svizzera**

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

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

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

**Ulteriori informazioni circa i fondi/servizi a marchio RobecoSAM**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Taiwan**

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Thailandia**

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



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

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

**Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Regno Unito**

Robeco è considerata autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. I dettagli relativi al Regime di permessi temporanei, che consente alle società aventi sede nel SEE di operare nel Regno Unito per un periodo limitato in attesa di una piena autorizzazione, sono disponibili sul sito web della Financial Conduct Authority.

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

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