

CREDIT QUARTERLY OUTLOOK

Divorzio e dispersione

- L'effetto dazi scuote gli investitori
- La reindustrializzazione in Europa si sta concentrando sulla produzione di mezzi militari anziché di auto
- Si registra un deflusso di capitali dagli Stati Uniti verso Europa e Asia

Si pensava che Trump avrebbe utilizzato i dazi esclusivamente per rafforzare la posizione negoziale degli Stati Uniti, ma avrebbe poi perseguito politiche razionali nell'interesse delle imprese nazionali e della sua base elettorale. Questo scenario avvalorava la tesi dell'eccezionalismo statunitense. Ora sappiamo che la realtà è diversa. Il governo americano ha compromesso le relazioni persino con i suoi alleati più fedeli e la guerra commerciale rischia di sfuggire al controllo.

La svolta decisiva nei rapporti USA-Europa si è verificata dopo l'imbarazzante incontro tra Zelensky e la Casa Bianca, dove il Presidente ucraino è stato pubblicamente umiliato. Questo episodio, avvenuto poche settimane dopo il discorso di JD Vance a Monaco, ha reso evidente all'Europa che il sostegno degli Stati Uniti non poteva più essere dato per scontato e che il continente doveva puntare all'autosufficienza, a partire dalla difesa.

Ne è conseguito uno stravolgimento storico nella politica di bilancio tedesca, accompagnato da misure di stimolo aggiuntive da parte dell'UE. Gli effetti sui tassi di interesse e sul mercato del credito sono ormai noti: i rendimenti europei hanno registrato un incremento, mentre quelli statunitensi sono calati. Gli extra rendimenti hanno seguito traiettorie opposte, facendo segnare una sovraperformance del credito europeo rispetto a quello statunitense. Per quanto inusuale, questa correlazione negativa era pienamente giustificata nel contesto attuale.

La marcata imprevedibilità sul fronte dei dazi, unita alla crescente instabilità economica, oggi uno dei principali motori dei timori di stagflazione e del possibile tramonto dell'eccezionalismo statunitense. Diversi indicatori di crescita USA indicano chiaramente un rallentamento, mentre le aspettative di inflazione rimangono elevate – uno scenario particolarmente sfavorevole per gli asset rischiosi.

OUTLOOK APRILE 2025

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



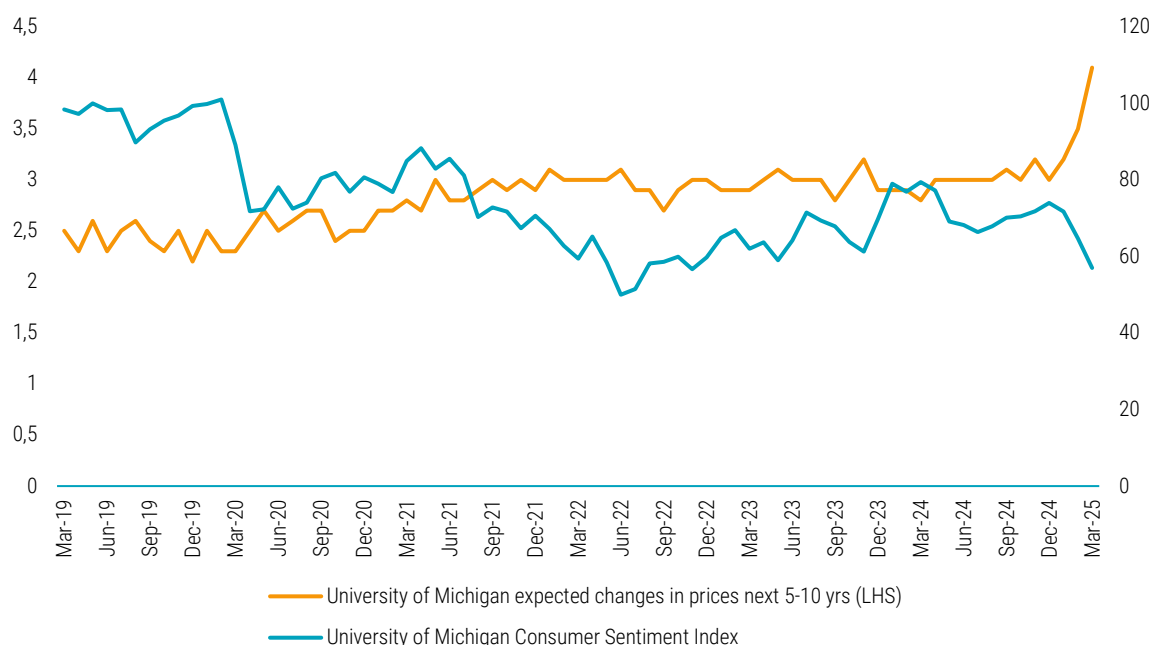
Sander Bus
High yield



Matthew Jackson
Investment grade

“Lo spettro dei dazi terrorizza i mercati – che reagiscono con crescente apprensione all’inasprimento delle tensioni commerciali”

Figura 1 – Indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan e aspettative sull'inflazione.



Fonte: Università del Michigan, Bloomberg, aprile 2025

Fondamentali

Solo pochi mesi fa, l'economia statunitense sembrava essere in ottima forma, ma i dati più recenti appaiono decisamente meno ottimistici. Pur non prevedendo una recessione come scenario principale, appare verosimile un rallentamento della crescita rispetto al trend. La fiducia dei consumatori ha subito un duro colpo e le imprese si trovano ad affrontare l'incertezza, che ha portato a una minore propensione ad assumere e a un ridimensionamento dei programmi di investimento. Non sorprende quindi la sottoperformance di azioni e obbligazioni USA.

I mercati, che lo scorso anno sembravano beneficiare della doppia protezione garantita dalla **Trump put** e dalla **Fed put**, scoprono ora che tali strumenti risulterebbero inefficaci, ovvero "out of the money". L'amministrazione Trump non mostra particolare allarme per la correzione in atto sui mercati azionari USA. Per la Fed, tuttavia, la decisione di ridurre drasticamente i tassi si complica a causa dell'aumento delle aspettative inflazionistiche. Inoltre, per la banca centrale è impossibile anticipare e reagire a imprevedibili cambiamenti di politica dalla Casa Bianca. La combinazione di tassi di interesse più elevati e crescita economica rallentata è un tratto distintivo dei governi populistici, come evidenziato in uno studio del 2022 di Funke et al. In questo senso, gli sviluppi attuali si allineano a questo schema.

Il contesto europeo, invece, appare nettamente diverso. L'inflazione che mostra segni di maggiore stabilità offre alla BCE la flessibilità che serve per nuovi tagli dei tassi, ove necessari. Al contempo, le aspettative di crescita sono migliorate significativamente con la prospettiva di un aumento sostanziale della spesa pubblica. La politica fiscale dovrebbe contribuire a mitigare parzialmente l'impatto dei dazi e sostenere i settori legati alla difesa e alla spesa per le infrastrutture.

Nel nostro Credit Quarterly Outlook i dazi sono stati un tema importante, di conseguenza abbiamo elaborato una nostra proposta per la parola dell'anno 2025.

dazio-fobico (aggettivo)

Sopraffatto dalla paura o dall'ansia a causa dell'imposizione o della potenziale imposizione di dazi, soprattutto nei mercati finanziari.

Esempio: "Gli investitori globali sono diventati dazio-fobici poiché le nuove barriere commerciali minacciano la stabilità economica."

Caratterizzato da volatilità o pessimismo di mercato derivanti dalle temute limitazioni agli scambi commerciali.

Esempio: "I listini azionari sono crollati manifestando una reazione dazio-fobica agli ultimi annunci di stretta tariffaria."

I mercati si mostrano *dazio-fobici* poiché le tariffe proposte da Trump sono risultano già oggi sette volte superiori rispetto a quelle applicate durante il suo precedente mandato. Inoltre, la probabilità di gravi ritorsioni è elevata. Oltre al danno diretto alla crescita economica, si riscontra anche un effetto indiretto causato dall'incertezza generata da tali provvedimenti. I dazi distorcono il commercio mondiale e sono, per natura, inflazionistici.

Il settore automobilistico è spesso citato come vittima designata dei dazi doganali, a causa della sua complessa catena di fornitura globale. Proprio perché questo rischio è così evidente, riteniamo che gli spread creditizi in questo settore riflettano già ampiamente tali timori. Tuttavia, l'impatto dei dazi si estende oltre il solo comparto auto e ha il potenziale per danneggiare settori che a prima vista potrebbero non sembrare vulnerabili. Nella nostra selezione degli emittenti, dedichiamo particolare attenzione a questi rischi e privilegiamo in generale le imprese con una solida focalizzazione sul mercato interno. Inoltre, ci aspettiamo che le banche siano meno colpite dai dazi rispetto alle aziende industriali.

La Cina ha fissato obiettivi di crescita ambiziosi, pari al 5% annuo. Sono state attuate diverse misure per stimolare i consumi, insieme a riforme strutturali volte a migliorare la qualità della crescita a lungo termine.

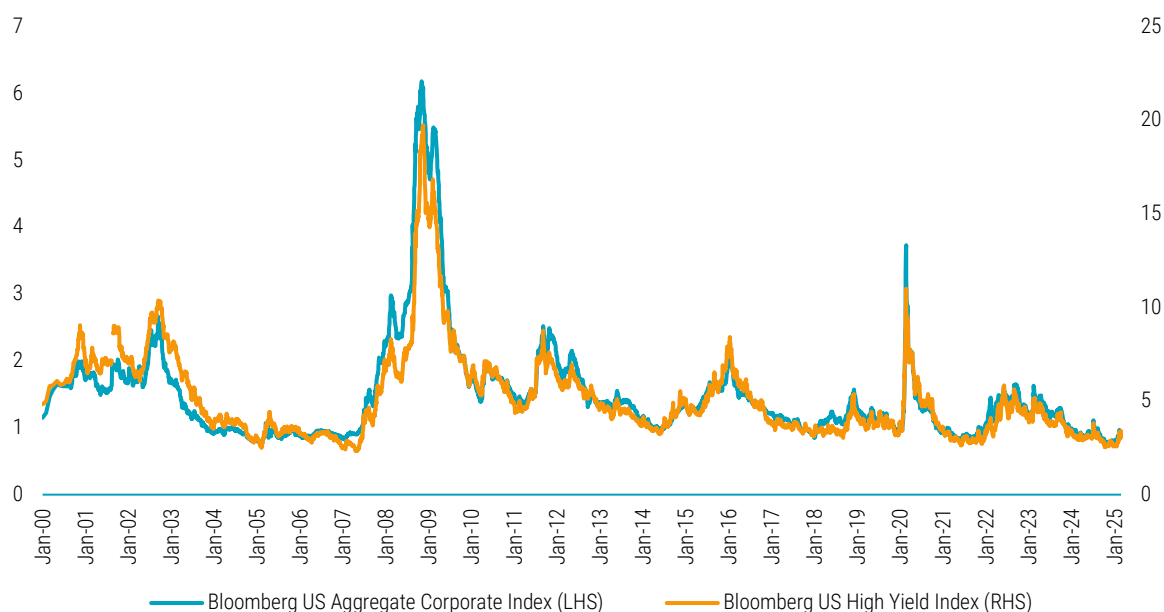
Contestualmente, il paese sta ancora affrontando le conseguenze del collasso della bolla immobiliare e della guerra commerciale in corso con gli Stati Uniti. Pertanto, non riteniamo che la Cina possa rappresentare il principale propulsore dell'espansione economica globale.

Altri mercati emergenti, tuttavia, potrebbero beneficiare degli stimoli fiscali in Europa. In particolare, gli esportatori di materie prime potranno trarre vantaggio da una potenziale ripresa dell'attività industriale europea una volta che le misure di stimolo cominceranno a produrre effetti (per un'analisi più dettagliata, si rimanda all'outlook *Defend and spend* del team Global Macro di Robeco).

Valutazioni

Lo scorso trimestre abbiamo evidenziato gli spread storicamente bassi di quasi tutte le categorie di credito. Sebbene gli spread si siano leggermente ampliati nel corso dell'ultimo trimestre, da una prospettiva di lungo termine, questo movimento appare marginale. L'ampliamento è risultato più marcato negli Stati Uniti rispetto a Europa e Asia. Tuttavia, non intravediamo ancora un valido punto di ingresso poiché l'ampliamento è giustificato da un deterioramento delle prospettive fondamentali.

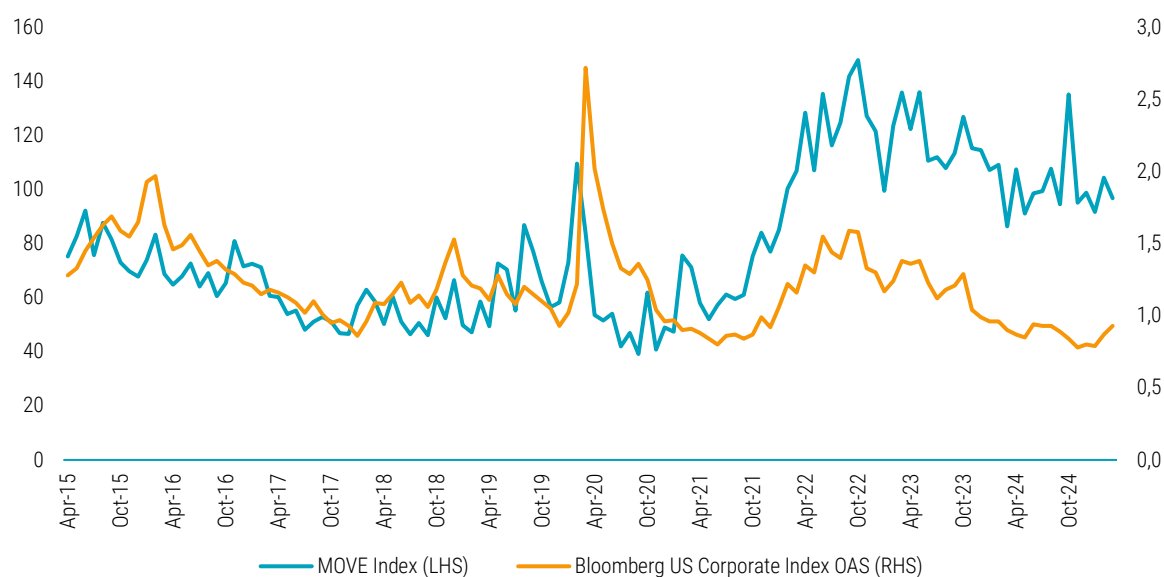
Figura 2 – Spread di lungo periodo dei segmenti investment grade e high yield USA



Fonte: Bloomberg, aprile 2025

Storicamente, si è osservata una marcata correlazione tra la volatilità dei tassi d'interesse e gli spread creditizi. Dato l'attuale livello di volatilità, teoricamente gli spread dovrebbero essere più ampi di quelli osservati. Secondo noi, il divario tra gli spread effettivi e il loro fair value implicito può essere attribuito alla forte componente tecnica del mercato. I fattori tecnici si rivelano particolarmente utili nell'interpretare gli spread quando appaiono fondamentalmente ingiustificati, ma sono difficili da prevedere. Sappiamo che possono cambiare improvvisamente, specialmente nell'attuale incerto contesto macroeconomico.

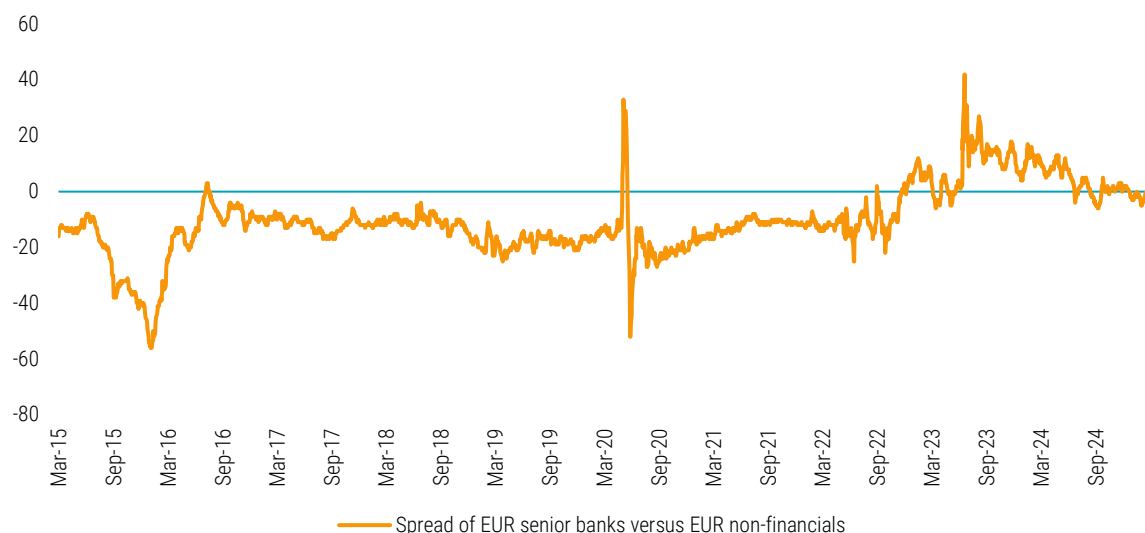
Figura 3 – Spread dell'investment grade rispetto all'indice MOVE



Fonte: Bloomberg, aprile 2025

In termini di valutazioni, emerge con chiarezza un solo dato: i mercati del credito rimangono tendenzialmente cari. Di conseguenza, l'attenzione si sposta inevitabilmente sul valore relativo. In un contesto di mercato oneroso, continuiamo a privilegiare il credito europeo e il settore bancario. Sebbene anche gli spread bancari appaiano elevati, intravediamo rischi molto limitati in questo settore. I livelli di capitalizzazione restano robusti e le banche dovrebbero risentire in misura minore degli effetti della guerra commerciale.

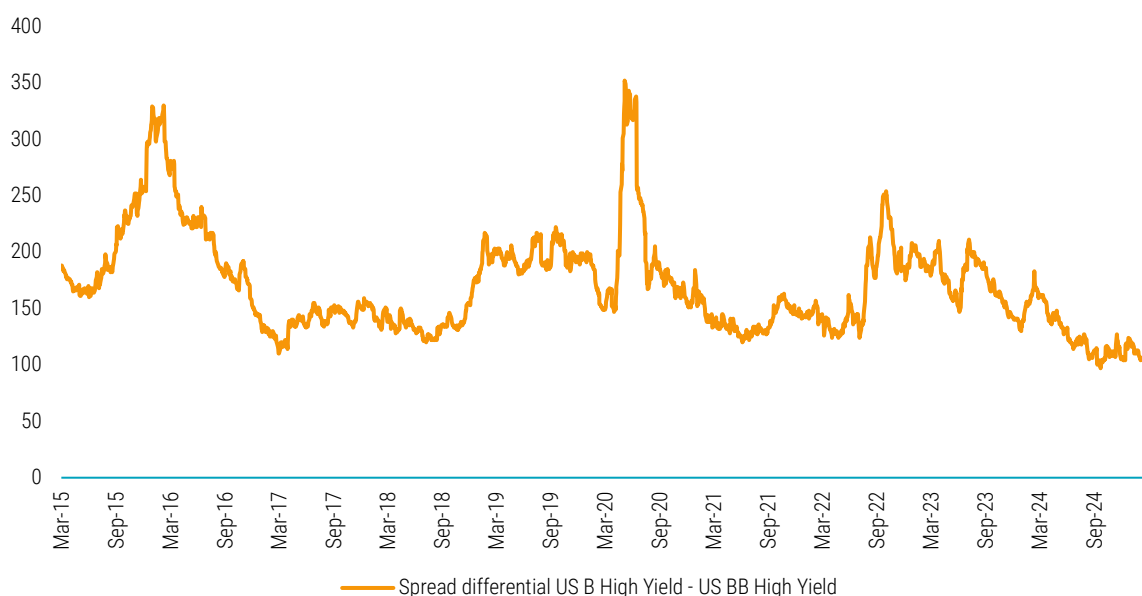
Figura 4 – Confronto tra spread dei titoli finanziari e non finanziari europei



Fonte: Bloomberg, aprile 2025

Nel segmento high yield, la nostra analisi segnala una compressione eccessiva degli spread di mercato. In altre parole, il premio di spread ottenibile spostandosi verso il basso nello spettro dei rating è troppo basso. Considerato il crescente rischio di uno scenario di stagflazione, prevediamo una decompressione, ovvero una probabile sottoperformance delle obbligazioni high yield con rating più basso. Il nostro posizionamento riflette questa visione.

Figura 5 – Differenza di spread semplice tra rating BB e B del segmento high yield USA



Fonte: Bloomberg, aprile 2025

Infine, osserviamo che la correlazione tra i tassi di interesse e gli spread creditizi è tornata negativa. È una dinamica favorevole per l'asset class in quanto le variazioni dei tassi e degli spread si controbilanciano parzialmente, favorendo una maggiore stabilità nella performance del credito. Potrebbe inoltre contribuire a spiegare la domanda stabilmente elevata di credito.

Quadro tecnico

L'attività di M&A, in particolare le operazioni strategiche che solitamente trainano l'emissione di obbligazioni investment grade, è rimasta debole. Le previsioni di crescita più contenute, unitamente a una maggiore incertezza politica, hanno diminuito le esigenze di finanziamento delle imprese e disincentivato le transazioni di grande entità.

Nello scorso trimestre, abbiamo evidenziato come l'offerta netta storicamente elevata di titoli investment grade (IG) in dollari USA nel 2025 — specialmente rispetto alla crescita più contenuta dell'IG in euro — potesse generare un contesto tecnico sfavorevole per l'IG in dollari USA. Nonostante la successiva revisione al ribasso della previsione sull'offerta netta di IG in dollari USA, essa rimane consistente in termini assoluti, indicando una persistente pressione lato offerta. Anche nell'IG in euro riscontriamo un'offerta netta positiva, seppur inferiore ai livelli degli anni passati, che rafforza la motivazione per mantenere una posizione di sovrappeso sull'IG in euro rispetto all'IG in dollari USA da una prospettiva tecnica.

I volumi dell'high yield rimangono deboli poiché gli emittenti trovano spesso condizioni di finanziamento migliori nei mercati dei prestiti e del credito privato. Tuttavia, il mercato ha cessato di contrarsi: sia in Europa che negli Stati Uniti si registra attualmente un'offerta netta positiva. Questa offerta di nuove emissioni, benché molto modesta, continua a rappresentare un robusto supporto tecnico per le obbligazioni high yield.

Finora, la domanda ha mostrato una buona tenuta. Anche durante le turbolenze di mercato di marzo, non si sono registrati deflussi significativi. Tuttavia, le prossime settimane saranno cruciali poiché la storia suggerisce che i flussi spesso seguono i rendimenti, creando un ciclo vizioso in cui rendimenti negativi innescano deflussi, che a loro volta portano a ulteriori ribassi.

Un ulteriore fattore tecnico di rilievo è il ruolo del dollaro statunitense come valuta di riserva. Il paradosso dello status di valuta di riserva risiede nel fatto che genera deficit gemelli persistenti, portando a un accumulo insostenibile di debito pubblico ed estero, che finisce per minare la fiducia della valuta stessa. Tale preoccupazione verosimilmente giustifica i recenti dibattiti negli Stati Uniti riguardo alla creazione di una riserva in bitcoin o alla penalizzazione dei detentori stranieri di titoli del Tesoro americano (Mar-a-Lago). Anche la mera menzione di misure così drastiche pregiudica il ruolo del dollaro come valuta di riserva, contribuendo al suo deprezzamento — esattamente ciò che si serve per ristabilire l'equilibrio commerciale.

La crescente incertezza riguardo alla sicurezza degli asset statunitensi per gli investitori esteri sta già orientando i flussi di capitale verso Europa e Asia. Osserviamo segnali di questa tendenza, con afflussi positivi in Europa e indicazioni indirette di rimpatrio di capitali da parte di investitori asiatici. Ciò ha creato una forte domanda di credito asiatico, contribuendo a mantenere gli spread bassi nonostante il difficile contesto economico. I timori relativi alla sicurezza degli asset statunitensi continueranno verosimilmente a sostenere con forza gli asset non-USA nel breve termine.

Posizionamento

Manteniamo un approccio prudente in merito all'assunzione di eccessivo rischio beta nei nostri portafogli, ritenendo opportuno mantenere un beta di portafoglio intorno a 1 per i portafogli investment grade e dei mercati emergenti, e intorno a 0,9 per i portafogli high yield. Per quanto riguarda l'high yield, è importante notare che la sottoponderazione del beta deriva interamente dalla nostra sottoesposizione al segmento distressed del mercato. Per i portafogli che lo consentono, utilizziamo una strategia di overlay derivativo long-risk per riportare il beta a 0,9.

Con livelli di beta prossimi alla neutralità, sarà necessariamente la selezione degli emittenti a generare alfa. L'attuale contesto di mercato offre molte opportunità su questo fronte. Manteniamo la nostra posizione lunga sull'Europa rispetto agli Stati Uniti. Se inizialmente questa strategia era guidata dalle valutazioni attraenti dello scorso trimestre, ora è motivata invece dai fondamentali più solidi e dal quadro tecnico più favorevole al credito europeo. Analizziamo inoltre sistematicamente il nostro universo d'investimento per identificare società potenzialmente vulnerabili all'incremento dei tassi, come il settore immobiliare.

Un obiettivo chiave della nostra strategia di selezione degli emittenti consiste nell'individuare ed escludere emittenti che potrebbero risultare penalizzati da una guerra commerciale, specialmente laddove i rischi non sono ancora pienamente stati prezzati. Allo stesso tempo, qualora il mercato dovesse reagire in modo eccessivo a tali rischi, siamo pronti a sfruttare opportunità di investimento derivanti da valutazioni errate.

Tabella 1 – Posizionamento attuale

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

Fonte: Robeco, aprile 2025

Ringraziamenti: Gli autori desiderano ringraziare Jan Loeys (JP Morgan), Stephen Caprio (Deutsche Bank) e Barnaby Martin (Bank of America) per il loro prezioso contributo al nostro outlook.

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 contenute 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

Il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti da Robeco Institutional Asset Management US, Inc. ("Robeco US"), un consulente agli investimenti registrato presso la US Securities and Exchange Commission (SEC). Tale registrazione non deve essere interpretata come un segno di approvazione di Robeco US da parte della SEC. Robeco Institutional Asset Management B.V. è considerata un'"affiliata partecipante" e alcuni suoi dipendenti sono "soggetti associati" di Robeco US in base alle relative direttive "no action" della SEC. I dipendenti che si qualificano come soggetti associati di Robeco US svolgono attività direttamente o indirettamente collegate ai servizi di consulenza agli investimenti forniti da Robeco US. In queste situazioni si ritiene che tali persone agiscano per conto di Robeco US. I regolamenti della SEC si applicano solo a clienti, potenziali clienti e investitori di Robeco US. Robeco US è una controllata interamente partecipata di ORIX Corporation Europe N.V. ("ORIX"), una società olandese di gestione degli investimenti con sede a Rotterdam, nei Paesi Bassi. Robeco US ha sede a 230 Park Avenue, 33rd floor, New York, NY 10169.

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 in materia di titoli.

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

di altri regolamenti e norme applicabili 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 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 che fornisce loro sono di esclusiva responsabilità dell'Agente amministrativo. Il presente Prospetto non è destinato alla distribuzione al pubblico.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Singapore

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Spagna

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Sudafrica

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Svizzera

Il (i) fondo (fondi) ha (hanno) domicilio in Lussemburgo. Il presente documento è distribuito in Svizzera esclusivamente a investitori qualificati ai sensi della Collective Investment Schemes Act (CISA). Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo. ACOLIN Fund Services AG, indirizzo: Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zurigo, agisce in qualità di rappresentante per la Svizzera del Fondo (o Fondi). UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurigo, indirizzo: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agisce in qualità di agente di pagamento in Svizzera. Il prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del/i Fondo/i, nonché l'elenco degli acquisti e delle vendite effettuate dal/i Fondo/i nell'esercizio finanziario possono essere ottenuti, gratuitamente e a semplice richiesta, presso la sede del rappresentante svizzero ACOLIN Fund Services AG. I prospetti sono inoltre disponibili tramite il sito web.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Taiwan

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Thailandia

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

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

Alcuni Fondi di cui si fa riferimento nel presente materiale di marketing sono stati registrati presso la UAE Securities and Commodities Authority ("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

Questa è una comunicazione di marketing. Le informazioni sono fornite da Robeco Institutional Asset Management UK Limited, 30 Fenchurch Street, Part Level 8, Londra EC3M 3BD, società registrata in Inghilterra al numero 15362605. Robeco Institutional Asset Management UK Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA – numero di riferimento:

1007814). Quanto presente viene fornito solamente a scopo informativo e non costituisce una consulenza d'investimento, né un invito ad acquistare titoli o effettuare altri investimenti. Le informazioni sono rivolte esclusivamente a clienti professionisti e non sono destinate all'uso pubblico.

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.