

CERCARE VALORE NEL CICLO DEL CREDITO

# Credito: nove risposte ai quesiti chiave sull'asset class

**ROBEKO**  
The Investment Engineers

Affidati ai numeri per illuminare  
il cammino

Materiale di marketing per investitori professionali,  
non destinato alla distribuzione

Aprile 2024

# Indice

1. INTRODUZIONE	4
Credito: nove risposte ai quesiti chiave sull'asset class	
2. DOMANDE DEI CLIENTI	5
La liquidità è ancora da preferire?	5
La ricerca di rendimento equivale alla ricerca di performance?	7
Il credito investment grade offre valide opportunità di diversificazione?	9
Come si determina il value?	11
Quali sono le strategie utilizzate per la gestione del rischio?	13
Che ruolo giocano gli aspetti ESG?	15
Le obbligazioni finanziarie sono una "trappola del valore"?	17
Qual è l'allocazione ottimale nel credito in un portafoglio multi-asset?	20
L'analisi top-down è rilevante per gli investitori nel credito?	22
3. SOLUZIONI OBBLIGAZIONARIE	24
Strategie obbligazionarie per ogni obiettivo di investimento	

# Credito: nove risposte ai quesiti chiave sull'asset class

Dopo il ciclo di inasprimento monetario più aggressivo degli ultimi 40 anni, l'anno scorso è stato dominato dalle discussioni sui tassi. Una cosa è chiara: formulare previsioni sull'economia è complesso e l'attuale contesto è incerto. Storicamente, nei periodi come questo, gli investitori hanno destinato fondi alle obbligazioni, con l'obiettivo non solo di diversificare i portafogli, ma anche di beneficiare dei redditi regolari e affidabili che i titoli obbligazionari sono soliti fornire. Con i rendimenti ancora elevati, questo è il momento giusto per cogliere le interessanti performance offerte dai titoli corporate.

Negli ultimi mesi abbiamo raccolto le domande dei nostri clienti in merito alle opportunità nel mercato del credito e successivamente abbiamo cercato all'interno di Robeco le competenze necessarie per fornirne le risposte. Questa serie di domande e risposte, "Credito: nove risposte ai quesiti chiave sull'asset class", fa leva su tutte le dimensioni dell'investimento obbligazionario per offrire indicazioni accessibili e utili su come trovare valore nei mercati del credito. Il documento descrive anche i processi e le analisi utilizzati per identificare le potenziali opportunità e gestire il rischio, oltre a condividere orientamenti sugli investimenti ESG e sulla costruzione di un portafoglio multi-asset. Ci auguriamo che questa serie fornisca le conoscenze necessarie e l'ispirazione giusta per cogliere l'attimo nei mercati del credito.



# La liquidità è ancora da preferire?

Lo scorso anno le previsioni andavano a favore delle obbligazioni, ma a causa degli aumenti dei tassi d'interesse i flussi verso il mercato obbligazionario sono stati modesti. Contrariamente alle aspettative, il 2023 è stato un anno dominato dalla liquidità, con afflussi senza precedenti nei fondi comuni monetari e nei titoli di Stato a breve scadenza, che offrivano agli investitori rendimenti del 4-5% senza rischi di credito o di duration.

In questo primo scorcio del 2024 i mercati obbligazionari sono stati galvanizzati dai segnali di un atterraggio morbido dell'economia statunitense. Dato che i flussi solitamente seguono i rendimenti, gli investitori cominciano ad abbandonare la liquidità per riversarsi sui titoli corporate. Questa tendenza suscita un interrogativo importante: la liquidità è ancora da preferire, o il credito corporate offre un'alternativa più appetibile?

## Il credito con rating investment grade e BB offre un potenziale di rendimento migliore

In primo luogo, il credito investment grade e con rating BB offre un interessante differenziale di rendimento rispetto alla liquidità, specialmente in un contesto in cui si prevede che le banche centrali smetteranno di aumentare i tassi per poi cominciare a ridurli. Inoltre, un'esposizione a questi titoli protegge al contempo gli investitori da futuri tagli dei tassi ufficiali, che ridurrebbero immediatamente il rendimento prodotto dagli investimenti nel mercato monetario. Nell'ambito del credito di alta qualità le prospettive di rendimento totale, in particolare sulle emissioni a breve scadenza, appaiono sempre più interessanti, in quanto gli investitori possono assicurarsi rendimenti superiori a quelli offerti dalla liquidità per i prossimi 12 mesi con un rischio limitato di tasso d'interesse o di spread.

**“ Gli investitori possono assicurarsi rendimenti superiori a quelli offerti dalla liquidità per i prossimi 12 mesi con un rischio limitato di spread o di tasso d'interesse**

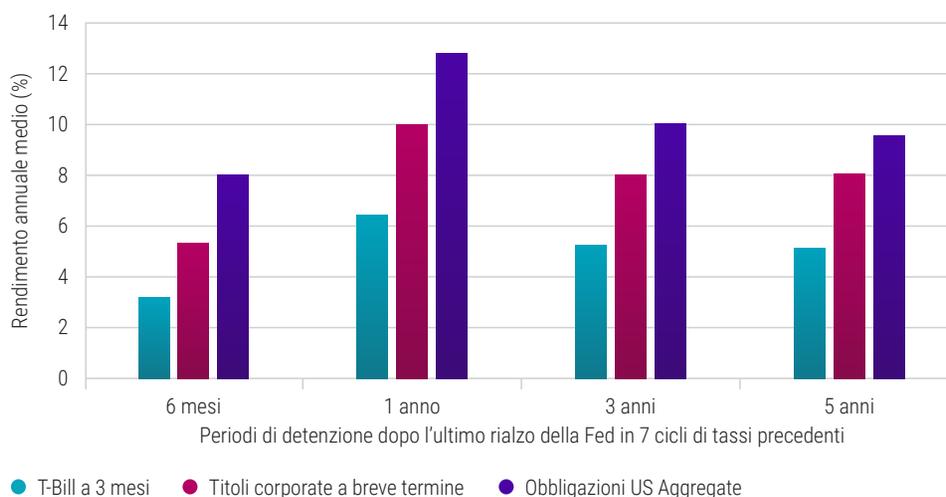
I fondi comuni monetari e i titoli di Stato a breve scadenza sono stati finora considerati strumenti

redditizi in cui depositare liquidità, visti i rendimenti superiori al 4%. Tuttavia, la storia insegna che questi strumenti smettono di essere investimenti ideali non appena le banche centrali decidono di allentare la politica monetaria.

Mettendo a confronto la performance delle obbligazioni corporate a breve scadenza con quella degli investimenti nel mercato monetario e delle obbligazioni aggregate a lunga scadenza nei periodi successivi all'ultimo rialzo dei tassi effettuato dalla Fed si scoprono alcune tendenze interessanti. Come mostra la figura in basso, in media le emissioni corporate a breve scadenza hanno sovraperformato i mercati monetari di 300 punti base (pb) su diversi orizzonti di

investimento (periodi di detenzione). Le obbligazioni a più lunga scadenza (US Aggregate) hanno prodotto rendimenti totali più elevati, ma con un rischio di duration maggiore: ciò significa che sarebbero più penalizzate da una persistente volatilità dei tassi d'interesse.

**Figura 1: Le obbligazioni a breve scadenza hanno storicamente sovraperformato la liquidità**



Fonte: Robeco, Bloomberg, settembre 2023

### Il credito investment grade resiste nelle fasi di recessione

In secondo luogo, gli emittenti con rating investment grade e BB dovrebbero riuscire a registrare buone performance in una fase di recessione. Siamo del parere che i mercati siano troppo ottimisti e che la probabilità di una recessione sia più elevata di quanto attualmente scontato nelle quotazioni. La storia dimostra che i cicli di rialzi dei tassi ufficiali sfociano quasi sempre in una recessione, con l'eccezione più recente rappresentata dagli anni '90. Tuttavia, anche in un contesto recessivo con una crescita lievemente negativa, il credito investment grade e il credito crossover (con rating BB) dovrebbero essere in grado di sovraperformare gli investimenti nel mercato monetario.

Alcuni segmenti del mercato del credito sono più vulnerabili di altri a un'eventuale svolta recessiva dell'economia, ma gli emittenti con rating investment grade e BB continueranno a evidenziare un buon andamento anche in un quadro di crescita moderatamente negativa. Queste società, con i loro livelli di debito prudenti, possono sopportare l'impatto di una recessione sulla propria redditività e l'aumento dei tassi d'interesse; inoltre, presentano solitamente anche maggiori livelli di debito in essere a lunga scadenza, per cui nel breve termine non incorrono nel rischio di doversi rifinanziare a tassi più alti.

### Migliore diversificazione dell'esposizione al rischio

In terzo luogo, il passaggio dalla liquidità al credito investment grade e crossover favorisce una migliore diversificazione del rischio associato agli emittenti. In genere, gli investimenti nel mercato monetario comportano posizioni più concentrate in un numero ridotto di emittenti o controparti, e anche se tali emittenti presentano un'elevata qualità del credito, l'investitore può ritrovarsi con un'esposizione significativa a un numero ridotto di essi.

Investendo in obbligazioni di alta qualità con rating investment grade e BB si può ottenere una maggiore diversificazione a livello di emittenti. Ad esempio, nella nostra strategia Global Credits – Short Maturity investiamo in oltre 130 diverse società nel mercato globale del credito investment grade. Inoltre, agli investitori suggeriamo di non adottare un approccio passivo all'investimento nel credito corporate, che li lascerebbe esposti a società di qualità potenzialmente più bassa con un maggior rischio di default. Investire nei mercati del credito richiede la capacità di evitare i perdenti attraverso la gestione attiva e la ricerca fondamentale bottom-up. ●



# La ricerca di rendimento equivale alla ricerca di performance?

L'ultimo biennio è stato molto movimentato per gli investitori obbligazionari; il 2022, in particolare, si è rivelato l'anno più difficile dal 1788. Tuttavia, negli ultimi mesi del 2023 la situazione ha cominciato lentamente a mutare, con i rendimenti in calo dai livelli massimi, in quanto la forte inflazione è diminuita e gli investitori sono diventati più ottimisti riguardo alla possibilità di un atterraggio morbido dell'economia statunitense.

Con l'aumento dei rendimenti, le obbligazioni sono tornate a generare un flusso di reddito per gli investitori. Ma l'aumento dei rendimenti implica necessariamente performance più elevate?

## Analisi delle performance del credito investment grade in contesti di rendimenti simili

In genere, il rendimento è la principale determinante delle performance obbligazionarie a lungo termine, ma nel contesto di rendimenti bassi e persino negativi degli ultimi anni i capital gain hanno assunto un ruolo più importante.

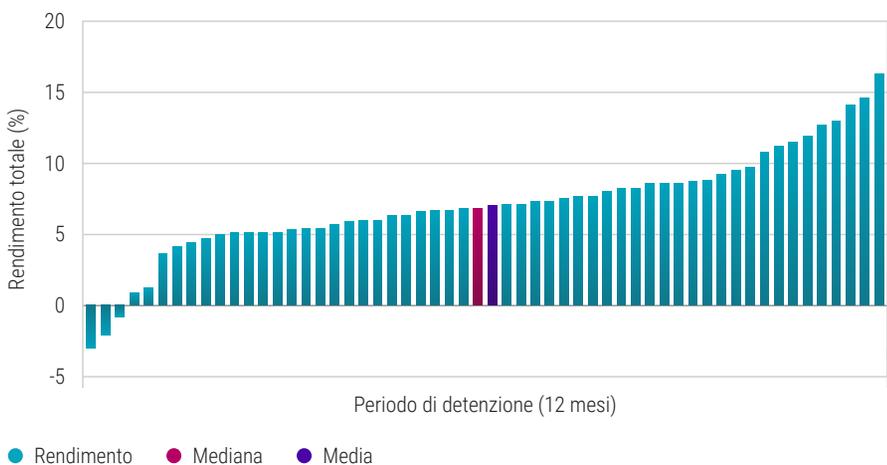
**“ Ai livelli attuali, il credito investment grade dovrebbe essere in grado di assorbire la maggior parte dell'impatto negativo dell'aumento dei rendimenti, grazie al carry interessante**

Tuttavia, ora che i rendimenti sono più elevati, le obbligazioni sono maggiormente in grado di assorbire un loro ulteriore aumento prima che le performance diventino negative. L'aumento dei rendimenti ha interessato la maggior parte dei segmenti del mercato obbligazionario globale, ma ritroviamo il valore più interessante nel credito di alta qualità, inteso come credito investment grade e crossover (rating BB). Queste aree del mercato obbligazionario offrono un rendimento appetibile con un rischio di credito limitato.

Per valutare il potenziale di total return dei titoli corporate investment grade a fronte degli attuali rendimenti, abbiamo analizzato quei periodi di dodici mesi degli ultimi 22 anni che sono iniziati con livelli di rendimento simili. Abbiamo quindi calcolato i total return nei periodi in questione. La figura in basso mostra la distribuzione dei total return associati ai 56 periodi di dodici mesi inclusi nel nostro campione di ricerca, ognuno dei quali è cominciato con un livello di rendimento compreso tra il 4% e il 5%.

Come si vede chiaramente, la probabilità di total return positivi è molto elevata. Solo in tre dei 56 periodi considerati, i total return si sono collocati tra il -6% e lo 0%. Il total return più basso osservato è stato pari al -3%, il più elevato al 16,3% e quello medio si è attestato al 7,1%.

**Figura 2: Distribuzione dei total return del credito investment grade globale su periodi di detenzione di 12 mesi**



Fonte: Bloomberg, Robeco. Periodo della ricerca: marzo 2001 - dicembre 2023. La figura mostra la distribuzione dei rendimenti totali registrati dall'indice Bloomberg Global Aggregate – Corporates in tutti e 56 i periodi di dodici mesi cominciati con un livello di rendimento compreso tra il 4% e il 5%. I rendimenti totali indicati sono privi di copertura, e la valuta può differire da quella del paese di residenza dell'investitore. A causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, i rendimenti totali indicati potrebbero essere superiori o inferiori quando convertiti in valuta locale. I periodi inferiori a un anno non sono annualizzati. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni. I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. L'analisi non rappresenta la performance di alcuna particolare strategia di investimento di Robeco ed è presentata a scopo puramente illustrativo.

Cosa comporta tutto questo per il credito investment grade? In primo luogo, agli attuali livelli di rendimento, il credito investment grade ha fornito storicamente total return positivi su un periodo di dodici mesi nella maggior parte dei casi in cui i rendimenti si sono attestati a un livello simile. Questo è accaduto anche negli anni in cui i rendimenti obbligazionari sono saliti ulteriormente, come nel 2005.

In secondo luogo, abbiamo osservato total return per lo più positivi su periodi di detenzione di dodici mesi, nella maggior parte dei casi compresi tra il 6 e il 12% su base annualizzata. Bisogna essere cauti nel formulare previsioni sui risultati futuri a partire dai risultati passati, ma la direzione di marcia è chiara. L'attuale livello di rendimento del credito investment grade è di grande supporto alla generazione di total return futuri in diversi contesti di mercato.

### Valutazione delle performance del credito investment grade in diversi scenari economici

In uno scenario di atterraggio morbido, in cui gli Stati Uniti registrano una crescita e un'inflazione sostenute ma moderate, è probabile che i tassi di riferimento delle banche centrali e i rendimenti obbligazionari diminuiscano gradualmente dai livelli attuali, mentre gli spread dei titoli corporate evidenzieranno un andamento tendenzialmente laterale. Questo contesto è favorevole al conseguimento di total return sul credito investment grade.

In uno scenario di atterraggio duro, in cui l'economia statunitense scivolasse in recessione, le banche centrali sarebbero plausibilmente costrette a tagliare i tassi più aggressivamente, provocando un calo più rapido dei rendimenti obbligazionari, poiché gli investitori privilegierebbero i titoli di Stato agli asset rischiosi per la loro qualità di beni rifugio. Anche se in uno scenario del genere gli spread del credito investment grade potrebbero aumentare, il calo dei rendimenti dei titoli di Stato sottostanti attenuerebbe l'effetto negativo dell'ampliamento degli spread creditizi e sosterebbe i total return. In un contesto di recessione i rendimenti complessivi delle azioni e quelli del credito presentano solitamente una correlazione negativa, per cui un'allocazione nel credito potrebbe offrire una copertura contro l'eventuale debolezza dell'azionario.

In uno scenario economico caratterizzato da una significativa ripresa dell'inflazione, i rendimenti obbligazionari potrebbero salire ulteriormente. Tuttavia, ai livelli attuali, il credito investment grade dovrebbe essere in grado di assorbire la maggior parte dell'impatto negativo dell'aumento dei rendimenti, grazie al carry interessante.

Rifacendoci all'esperienza passata e considerando i diversi scenari economici, possiamo concludere che nel mercato obbligazionario globale il credito investment grade offre un rendimento e un potenziali di performance interessanti con un rischio di credito limitato. In qualsiasi contesto di mercato, un approccio attivo e un'accurata ricerca fondamentale bottom-up sono sempre essenziali per assicurarsi la possibilità di ottenere rendimenti e total return di qualità senza un'eccessiva esposizione al rischio di credito. ●



# Il credito investment grade offre valide opportunità di diversificazione?

In passato gli investitori hanno assunto un'esposizione alle obbligazioni, e più specificamente ai titoli corporate, per ottenere reddito e diversificare i portafogli rispetto ad altre asset class (rischiose), come le azioni e le materie prime. Tuttavia, durante il sell-off del 2022 il credito non ha assicurato la diversificazione di portafoglio che gli investitori cercavano. I mercati globali del credito investment grade hanno subito ribassi considerevoli, che si sono sommati a quelli dell'azionario. Gli investitori hanno quindi cominciato a mettere in dubbio la capacità di diversificazione delle obbligazioni in generale e del credito investment grade in particolare.

Ora che i rendimenti sono aumentati, è possibile fare affidamento sul credito investment grade quale strumento di diversificazione nei prossimi anni, o è bene restare scettici al riguardo?

## Performance del credito investment grade: una prospettiva storica

Per rispondere a questa domanda, dobbiamo innanzitutto analizzare la performance registrata dal credito investment grade rispetto ad altre asset class negli ultimi 25 anni, soprattutto quelli in cui le azioni hanno evidenziato un andamento negativo.

I mercati azionari (MSCI World Index) hanno archiviato rendimenti negativi negli anni 2000-02, 2008 e 2022. I sell-off dei mercati azionari del 2001-02 e del 2008 hanno coinciso con una recessione negli Stati Uniti, mentre la flessione del 2000 è stata dovuta ai problemi dei settori tecnologia, media e telecomunicazioni. Il ribasso dei listini del 2022 è stato causato dai cicli aggressivi di rialzi dei tassi imposti dalle banche centrali per arginare l'impennata dell'inflazione.

**“ Il credito investment grade ha un profilo di rischio/rendimento molto appetibile e merita quindi un posto in un portafoglio bilanciato**

Nel più impegnativo contesto del mercato azionario ribassista del 2000-02, i titoli corporate investment grade globali hanno prodotto rendimenti totali positivi. Ad esempio, nel 2002 le borse globali hanno ceduto quasi il 20%, mentre il credito globale investment grade (Bloomberg Corporate Index USD-hedged) ha registrato un rendimento totale positivo del 14,8% e offerto benefici di diversificazione a coloro che vi erano investiti.

La fase ribassista del 2008 si è caratterizzata per sostanziali flessioni della maggior parte delle asset class. I mercati azionari globali sono arretrati del 40,7% e quelli delle materie prime e dei titoli high yield globali hanno perso rispettivamente il 46% e il 27%. Il credito investment grade globale, dal canto suo, ha fornito un rendimento negativo del -8,6%, evidenziando un calo più moderato rispetto ad altre asset class.

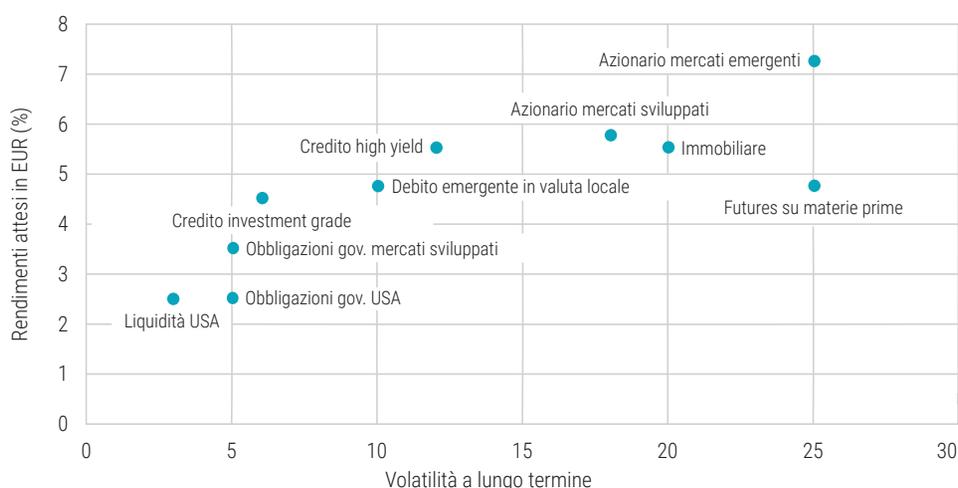
L'unico mercato ribassista di questo periodo in cui i titoli corporate investment grade globali non hanno fornito benefici di diversificazione è stato quello del 2022, quando hanno subito una flessione del 16,7%, paragonabile per entità a quella dell'azionario globale. Il brusco ribasso di queste obbligazioni può essere attribuito alla loro maggiore sensibilità in termini di duration, che li ha resi più vulnerabili all'aumento repentino dei rendimenti obbligazionari nel corso di quell'anno.

Se consideriamo le fasi di avversione al rischio degli ultimi 25 anni, notiamo che nella maggior parte dei casi il credito investment grade ha generato rendimenti totali positivi o, in un caso (2008), ha registrato una flessione minore rispetto alle azioni e ai mercati delle materie prime, offrendo quindi importanti benefici di diversificazione agli investitori.

### Profilo di rischio/rendimento del credito investment grade in un contesto multi-asset

Adottiamo adesso un approccio prospettico per valutare i benefici di diversificazione dei titoli corporate investment grade. A settembre il team multi-asset di Robeco ha pubblicato le sue prospettive quinquennali, Rendimenti attesi a 5 anni, in cui calcola i rendimenti attesi e la volatilità a lungo termine per diverse asset class nei prossimi cinque anni. Queste proiezioni sui rendimenti e sulla volatilità sono basate sia su stime interne di Robeco che su studi esterni, utilizzano diversi indici di mercato e incorporano un mix di dati storici e metriche previsionali. Nella figura in basso abbiamo riportato queste previsioni su rischio e rendimento.

**Figura 3: Rendimenti attesi delle asset class vs. volatilità a lungo termine**



Fonte: Robeco, pubblicazione "Rendimenti attesi a 5 anni". Settembre 2023.

Da questo grafico si evince chiaramente che il credito investment grade presenta un profilo di rischio/rendimento superiore a quello di altre asset class.

A fronte di una volatilità a lungo termine tra le più contenute, offre un potenziale di rendimento più elevato rispetto ai titoli di Stato e al contempo non molto più basso di quello della maggior parte delle asset class più rischiose, ad eccezione dei mercati emergenti.

Sulla base di questa analisi prospettica, possiamo concludere che il credito investment grade ha un profilo di rischio/rendimento molto appetibile e merita quindi un posto in un portafoglio bilanciato. Queste obbligazioni hanno la capacità di ridurre sostanzialmente la volatilità, senza per questo dover rinunciare a un interessante potenziale di rendimento a lungo termine.

L'entità dell'esposizione ai titoli corporate investment grade in un portafoglio bilanciato dipende anche dalla visione tattica a breve termine dell'investitore. Se si ritiene che le economie subiranno un rallentamento significativo o entreranno addirittura in recessione, il credito investment grade è potenzialmente in grado di sovraperformare le asset class più rischiose come le azioni, le materie prime e persino l'high yield, offrendo agli investitori i benefici di diversificazione ricercati in questo contesto di mercato. ●



## Come si determina il value?

Stabilire se un'obbligazione corporate è sottovalutata (o "conveniente") è un passo importante, ma non è sufficiente. La vera sfida – e l'opportunità – risiede nel condurre una ricerca fondamentale accurata per assicurarsi che il titolo sia effettivamente un'opportunità di tipo value e che non sia conveniente a causa di problemi sottostanti che potrebbero comportare rischi significativi. In quali aree del mercato del credito scorgiamo valore attualmente?

### Comprendere le valutazioni di mercato

In qualità di gestori obbligazionari attivi, ci concentriamo sul value relativo degli emittenti rispetto a un benchmark. Questa caratteristica si coglie al meglio mettendo a confronto lo spread creditizio di un emittente o di un settore specifico con quello dell'indice. Ad esempio, possiamo confrontare lo spread creditizio di un'obbligazione corporate con rating BBB con lo spread medio di un indice BBB comparabile. Se il titolo corporate presenta uno spread più elevato rispetto

all'indice e al proprio passato, questa differenza segnala la presenza di un value potenzialmente interessante nell'obbligazione.

**“ Per identificare se una categoria è conveniente o meno, mettiamo a confronto lo spread attuale con la sua mediana a lungo termine**

La tabella semplificata delle valutazioni riportata in basso mostra l'option-adjusted spread (OAS) di vari segmenti del mercato globale del credito, indicando quali sono sottovalutati e quali sopravvalutati.<sup>1</sup> Misura utilizzata nell'analisi del credito per confrontare il rendimento di un'obbligazione con il tasso di rendimento privo di rischio.

Per identificare se una categoria è conveniente o meno, mettiamo a confronto lo spread attuale (al 31 gennaio 2024)

con la sua mediana a lungo termine, risalendo in questo caso al 2005. Preferiamo il livello mediano degli spread al livello medio, in quanto ciò attenua l'impatto dei picchi di spread causati da impennate improvvise della volatilità e/o da carenze di liquidità.

Il confronto, espresso come rapporto, mostra chiaramente se una categoria è conveniente (rapporto superiore a 1) o costosa (rapporto inferiore a 1). Ad esempio, se consideriamo il credito investment grade in USD, l'attuale rapporto degli spread è pari a 0,72, segno che il mercato è sopravvalutato del 30% rispetto alla sua mediana a lungo termine.

**Tabella 1: Tabella delle valutazioni modificata**

	Credito investment grade in EUR	Debito bancario senior in EUR	High yield in EUR	Credito investment grade in USD	High yield in USD	Credito ME in USD
Spread creditizio attuale (pb)	129	130	336	95	346	271
OAS attuale/mediano	1,01	1,25	0,82	0,72	0,76	0,76
OAS mediano	128	104	407	133	452	356
Dati dal	2005	2005	2005	2005	2005	2005

● Relativamente economico   ● Relativamente costoso

Fonte: Robeco, Bloomberg. Lo spread creditizio è definito come l'option-adjusted spread rispetto ai titoli di Stato di scadenza simile. Gli spread creditizi indicati nella tabella si basano sullo spread dell'indice del mercato di riferimento. Tabella delle valutazioni del credito al 31 gennaio 2024.

Il rapporto degli spread per il debito bancario senior in EUR è attualmente pari a 1,25; questo dato indica che lo spread creditizio medio di questo segmento del mercato globale del credito è superiore del 26% alla mediana di lungo periodo. Attualmente reputiamo interessante questa parte del mercato, per cui nel nostro portafoglio sovrappesiamo il debito bancario senior in EUR. Inoltre, privilegiamo le banche europee anche dal punto di vista dei fondamentali del credito. Il più ampio mercato del credito investment grade in EUR, con un rapporto di 1,01, è scambiato in linea con il livello di spread mediano a lungo termine. Questo mercato comprende emittenti finanziari e corporate. In particolare, come abbiamo visto con il debito bancario senior in EUR, i titoli finanziari sono scambiati a valutazioni più interessanti, mentre le obbligazioni corporate in EUR presentano livelli di spread meno appetibili. Di conseguenza, nel mercato del credito investment grade in EUR abbiamo un sovrappeso sui titoli finanziari e un sottopeso sulle emissioni corporate.

In conclusione, l'approccio sopra descritto, abbinato alla valutazione top-down dei fondamentali macro e aziendali e dei fattori tecnici, viene utilizzato per comprendere quali segmenti, regioni e settori del mercato del credito sono attualmente interessanti e quali troppo costosi. Laddove i mercati del credito possono sembrare sopravvalutati, una solida domanda di credito, la carenza di emissioni o le politiche accomodanti delle banche centrali possono mantenere le valutazioni su livelli elevati per un periodo prolungato. Ciò evidenzia la natura complessa dell'investimento nel credito e illustra l'importanza della gestione attiva per individuare le società leader nel mercato del credito. ●

1. Si noti che questa tabella non è esaustiva, poiché in genere valutiamo molti segmenti e settori del mercato globale del credito.



## Quali sono le strategie utilizzate per la gestione del rischio?

Solitamente gli investitori vogliono essere remunerati (spesso abbondantemente) per l'assunzione di rischi. Le obbligazioni corporate possono avere valutazioni interessanti per ottimi motivi, ma spesso i titoli value sono sottovalutati a causa dei timori degli investitori o di bias comportamentali. Le emissioni corporate con caratteristiche value tendono a presentare una volatilità leggermente più alta, ma anche rendimenti complessivi più elevati. Si pone dunque la domanda: come si può gestire efficacemente il rischio per migliorare i risultati degli investimenti?

### Contemperare valore e rischio attraverso la gestione attiva

Puntiamo a costruire un portafoglio che sia al contempo diversificato quanto basta per ridurre al minimo l'impatto degli eventi di credito negativi e concentrato a sufficienza per beneficiare di una gestione attiva. A tale scopo esaminiamo attentamente le diverse asset class dei mercati globali del credito per individuare opportunità di valore trascurate a causa di bias e segmentazioni. Spesso tali opportunità si trovano nelle obbligazioni a breve termine, che presentano valutazioni interessanti rispetto ad altri titoli corporate, e la storia insegna che questi premi valutativi tendono a far ritorno verso la media.

**“ Puntiamo a costruire un portafoglio che sia al contempo diversificato quanto basta per ridurre al minimo l'impatto degli eventi di credito negativi e concentrato a sufficienza per beneficiare di una gestione attiva**

Ai fini di un'efficace gestione e controllo dei rischi applichiamo tre principi fondamentali:

1. **Diversificazione:** ripartendo gli investimenti tra diversi emittenti, riduciamo il rischio di concentrazione. Ad esempio, se una determinata società si trova in difficoltà finanziarie, gli obbligazionisti potrebbero non ricevere l'intero rimborso delle somme dovute. Costruendo portafogli diversificati, gli investitori possono limitare l'impatto dei rischi di credito sulla performance. Di conseguenza, i nostri portafogli sono di norma diversificati tra oltre 100 emittenti diversi.
2. **Limiti agli emittenti:** l'imposizione di limiti rigorosi, come i limiti di concentrazione assoluti o relativi basati sui rating, protegge gli investitori all'aumentare delle dimensioni delle strategie e/o dei mandati. Liquidare un importo elevato di obbligazioni con rating AA è più facile che vendere lo stesso importo in un titolo con un rating inferiore. La liquidità diventa particolarmente importante quando si investe in emissioni corporate di qualità inferiore, poiché la probabilità di insolvenza aumenta in modo sproporzionato.

3. **Duration Times Spread (DTS)**<sup>1</sup>: la ricerca fondamentale bottom-up sul credito è importante per comprendere i rischi di credito pertinenti ed evitare una cosiddetta trappola del valore, che consiste nell'acquistare un'obbligazione che risulta conveniente a causa di un maggior rischio di default. Gli investitori dovrebbero comprendere come si ripercuote la volatilità degli spread creditizi sulla performance e come costruire un portafoglio di titoli corporate per ridurre la volatilità.

### Rischi remunerativi

Per gli investitori è importante operare una distinzione tra fattori di rischio remunerativi e non remunerativi. A nostro avviso, i rischi remunerativi sono quelli assunti attraverso un approccio contrarian basato su una ricerca rigorosa. Se riteniamo che l'F-score<sup>2</sup> di un emittente segnali un miglioramento fondamentale trascurato dal mercato a causa dei timori di recessione, di un andamento negativo degli utili o del lento adeguamento dei rating, vediamo in questo un rischio remunerativo.

Un altro rischio che può essere remunerativo è quello di subordinazione. Le imprese solide con fondamentali robusti possono emettere diversi tipi di strumenti di debito, come il debito senior, subordinato, first-lien o second-lien o le notes con pagamenti in natura. Il debito senior e quello subordinato hanno la stessa probabilità di default, e se il rischio che un emittente si renda insolvente è estremamente basso può essere vantaggioso investire nel suo debito subordinato. Ciò vale in particolar modo quando gli spread si allargano, offrendo agli investitori punti di ingresso interessanti.

### Rischi non remunerativi

Esistono alcuni rischi non remunerativi, come i rischi idiosincratichi, che sono più diffusi in determinati segmenti di mercato, tra cui l'immobiliare, le vendite al dettaglio e il tempo libero. Storicamente le insolvenze si sono concentrate in questi settori, che tuttavia, con la dovuta cautela, rimangono valide destinazioni per gli investimenti.

Anche scendere troppo in basso lungo la struttura del capitale può essere poco remunerativo. Le società altamente indebitate potrebbero avere difficoltà a pagare le cedole e a sostenere gli oneri del servizio del debito, e una governance debole è svantaggiosa in quanto può esporre gli investitori obbligazionari a significativi rischi di ribasso. Conseguenze negative possono giungere inoltre dai rischi di sostenibilità. Ad esempio, con l'accelerazione della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio le imprese inquinanti sono destinate a subire maggiori pressioni normative.

Nella gestione dei rischi, ci concentriamo principalmente sul rischio di mercato e di credito, per i quali a nostro avviso gli investitori sono adeguatamente remunerati. Per misurare e monitorare il rischio di credito dei nostri portafogli, utilizziamo un sistema proprietario di gestione del rischio, che permette ai nostri gestori di portafoglio e alla divisione di risk management di tenere sotto controllo i rischi di mercato e di settore e i rischi specifici delle singole aziende. Per ciascuno di questi fattori, l'esposizione al rischio dipende dalla ponderazione, dallo spread e dalla durata dei singoli investimenti, la cui combinazione si traduce in un certo numero di punti di rischio. Ogni qualvolta il gestore del portafoglio assegna il rischio a una posizione in portafoglio, il livello di convinzione è espresso dal numero di punti di rischio. ●

1. Leggi qui per maggiori informazioni su come utilizziamo la DTS per misurare la volatilità del credito.

2. Il Piotroski F-Score è uno strumento finanziario sviluppato da Joseph Piotroski che valuta la solidità finanziaria di una società sulla base di nove criteri riguardanti la redditività, la leva finanziaria, la liquidità e l'efficienza operativa. I punteggi vanno da 0 a 9, dove un valore più alto indica una migliore salute finanziaria.



# Che ruolo giocano gli aspetti ESG?

L'analisi del credito valuta la capacità di un emittente di generare liquidità, la qualità del cash flow e la sua capacità di ripagare il debito. I nostri analisti del credito considerano cinque fattori che concorrono a determinare un punteggio fondamentale, detto F-score<sup>1</sup>. Uno di questi fattori è il profilo ambientale, sociale e di governance (ESG) dell'emittente, unitamente alla sua posizione competitiva, alla strategia, alla situazione finanziaria, alla struttura aziendale e ai covenant. In che modo le informazioni ESG, in quanto componente significativa, aiutano a identificare i rischi e i rendimenti degli investimenti in obbligazioni corporate?

## Integrazione dei fattori ESG nell'analisi del credito

Dal 2010 il nostro team del credito integra l'analisi ESG nella selezione bottom-up dei titoli per valutare il rischio e il rendimento degli investimenti in obbligazioni corporate. Ciò comporta la valutazione di quattro elementi: l'impatto del prodotto o del servizio offerto, il sistema di governance dell'azienda, la sua posizione rispetto ai criteri ESG fondamentali e la sua resilienza climatica e strategia di decarbonizzazione. Appliciamo inoltre l'analisi fondamentale ai fattori

ESG, poiché la qualità dei dati non è sempre così rigorosa come quella degli indicatori finanziari. Ogni report aziendale prodotto dagli analisti del credito ha una sezione dedicata all'integrazione ESG, che include un punteggio climatico e un punteggio SDG volto a valutare l'allineamento dell'impresa ai 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite.

**“L'analista trae una conclusione sull'intensità di carbonio dell'emittente e sulla credibilità della strategia di decarbonizzazione dell'azienda**

## I quattro pilastri dell'integrazione ESG

1. Il primo pilastro esamina l'impatto dei prodotti venduti da una società, per stabilire se questi comportino rischi finanziariamente rilevanti per l'azienda. Chi produce prodotti e servizi non sostenibili potrebbe affrontare rischi aggiuntivi e finanziariamente rilevanti, che potrebbero incidere sugli investitori obbligazionari. Ad esempio, una compagnia petrolifera potrebbe finire sotto pressione poiché l'impatto ambientale dei suoi prodotti e servizi potrebbe portare a un calo delle vendite, oppure perché le imposte sul carbonio rischiano di indebolirne gli utili.
2. Il secondo pilastro si concentra sulla corporate governance, un elemento essenziale perché tutte le criticità in quest'area sono quasi sempre finanziariamente rilevanti, in quanto influiscono sull'integrità operativa e finanziaria di un'azienda.

3. Il terzo pilastro valuta i principali fattori di rischio ESG, che variano da settore a settore. Il team SI Research di Robeco è all'avanguardia in questo senso, in quanto dispone di un quadro di rilevanza per settore che riflette gli elementi specifici di ciascun comparto.
4. L'ultimo pilastro riguarda l'esposizione dell'emittente ai cambiamenti climatici e la sua disponibilità a mitigarne gli effetti. In questo caso, l'analista del credito utilizza un punteggio climatico specifico che riflette l'impatto dell'azienda sul clima. Questo pilastro affronta una doppia rilevanza, esaminando i rischi finanziari del clima per l'azienda e anche l'impatto dell'azienda sul clima. L'analista trae quindi una conclusione sull'intensità di carbonio dell'emittente e sulla credibilità della strategia di decarbonizzazione dell'azienda.

### Case study: l'industria automobilistica

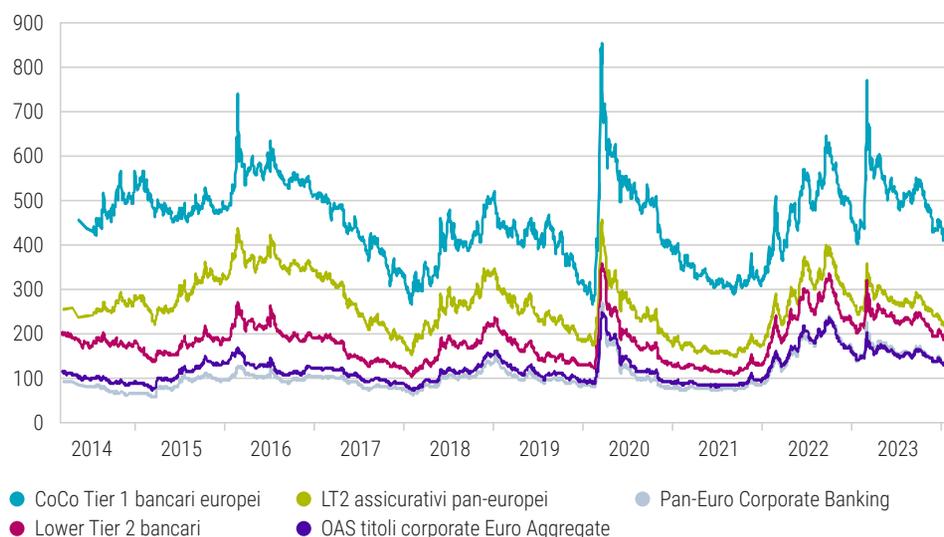
Un esempio dell'importanza del quarto pilastro è dato dall'industria automobilistica, che attualmente è alle prese con importanti sfide poste dal suo significativo processo di transizione. La maggior parte delle case automobilistiche è impreparata ad affrontare i timori dei sindacati riguardo alle conseguenze della transizione energetica per la forza lavoro. Il lancio delle auto a batteria comporta un rischio di enormi proporzioni per il capitale umano: con una forza lavoro così numerosa, la riqualificazione dei dipendenti costituisce un'impresa impegnativa e di cruciale importanza.

L'analista applica la metodologia sopra descritta per valutare la capacità di una casa automobilistica di finanziare la propria transizione verso la produzione di veicoli elettrici. Si fanno i conti per stimare quanto costerebbe creare impianti di produzione per batterie e auto a batteria e per calcolare il requisito di investimento implicito per i cinque anni a venire. Il dato ottenuto viene confrontato con quanto comunicato al mercato. Se il loro budget per gli investimenti non è all'altezza, questo viene segnalato nel report di ricerca sull'investimento sostenibile e l'analista può modificare la propria opinione sul credito se ravvisa un impatto finanziario rilevante sul titolo proveniente da questo rischio.

L'integrazione dei fattori ESG nell'analisi del credito non è una semplice tendenza. Incorporando le considerazioni ESG, in particolare nei settori soggetti a una significativa trasformazione, gli analisti sono maggiormente in grado di identificare rischi e opportunità. Abbinando l'analisi fondamentale a una valutazione approfondita dei fattori ESG, siamo più informati e allineati agli obiettivi sociali più generali e più preparati per migliorare il valore a lungo termine per gli investitori. ●

1. Il Piotroski F-Score è uno strumento finanziario sviluppato da Joseph Piotroski che valuta la solidità finanziaria di una società. I punteggi vanno da 0 a 9, dove un valore più alto indica una migliore salute finanziaria.



**Figura 4: Spread dei titoli finanziari**

Fonte: Robeco, Bloomberg. Al febbraio 2024. Indici utilizzati: Bloomberg European Bank AT CoCo Index. Bloomberg European Bank LT 2 Index. Bloomberg European Bank Senior Debt. Bloomberg European Insurance Debt Index.

### Le istituzioni finanziarie offrono la migliore combinazione di rischio e rendimento

Per cominciare, esaminiamo i fondamentali del settore bancario europeo. La maggior parte delle banche europee ha tratto notevole beneficio dal recente rialzo dei tassi di interesse, che ha favorito una maggiore generazione di utili. Non prevediamo altri aumenti significativi dei tassi, ma gli istituti bancari possono comunque contare su altre fonti di reddito per sostenere i propri profitti. Le banche europee presentano solidi livelli di capitalizzazione, che permettono loro di assorbire le perdite prima che i coefficienti patrimoniali raggiungano livelli critici. Nel complesso, la qualità degli asset rimane solida.

Tuttavia, in quanto investitori nel credito riteniamo essenziale condurre una due diligence approfondita. Evitiamo gli istituti sovraesposti al settore immobiliare commerciale, come alcune banche specializzate tedesche con portafogli di prestiti CRE concentrati o le banche regionali scarsamente regolamentate negli Stati Uniti. La nostra preferenza va agli istituti bancari europei di maggiori dimensioni che hanno un'esposizione limitata o gestibile all'immobiliare commerciale.

In termini di struttura del capitale, attualmente privilegiamo il debito bancario senior rispetto ai titoli Lower Tier 2 e ai CoCo AT1. Questi ultimi hanno registrato una buona performance e sono risaliti sui livelli antecedenti al marzo 2023, ma siamo diventati più selettivi nell'investimento in questi strumenti. Ascolta il nostro recente webinar per ulteriori approfondimenti.

Oltre al debito bancario, riteniamo anche favorevoli i fondamentali del settore assicurativo. La nostra esposizione si concentra su imprese assicurative con modelli di business equilibrati, profili di utile diversificati e solide posizioni patrimoniali. La graduale diminuzione dei tassi attesa nel 2024 non dovrebbe incidere in misura sostanziale sugli utili degli assicuratori e la maggior parte delle imprese manterrà una posizione patrimoniale robusta.

Inoltre, prevediamo che la disciplina di prezzo sosterrà i ricavi del settore. Dopo due anni di elevata inflazione dei sinistri, la normalizzazione dei prezzi dovrebbe favorire la ripresa della redditività in ambito assicurativo. Inoltre, l'attuale contesto di alti tassi di interesse continua a sostenere i redditi da investimenti.

### In prospettiva

Per gli investitori nel credito è fondamentale evitare le trappole del valore, poiché le obbligazioni che sembrano convenienti potrebbero avere valutazioni basse per un valido motivo. Tuttavia, crediamo che non sia questo il caso dei titoli finanziari europei. Nonostante le prospettive di crescita per l'economia europea siano inferiori a quelle di altre regioni, i fondamentali del debito assicurativo e bancario in Europa rimangono solidi. A nostro avviso, le attuali valutazioni offrono ancora una remunerazione più che adeguata per i rischi associati a un contesto di crescita più lenta. Tuttavia, è essenziale riconoscere che non tutti gli emittenti finanziari sono uguali. Pertanto, prima di investire nel debito bancario e assicurativo, è indispensabile condurre un'analisi approfondita del credito. ●



## Qual è l’allocazione ottimale nel credito in un portafoglio multi-asset?

I tassi sulla liquidità non rimarranno agli attuali livelli per sempre, e questo spingerà gli investitori a considerare la possibilità di abbandonare strategie tradizionali come i conti di risparmio, i fondi comuni monetari e altri investimenti liquidi a breve termine. Diventa quindi essenziale adottare una strategia di asset allocation prudente, che diversifichi tra le asset class in funzione della tolleranza al rischio e dell’orizzonte di investimento. Qual è dunque il posizionamento indicato per i portafogli nel mercato del credito?

Prima di determinare l’allocazione ottimale nel credito per le nostre strategie multi-asset, dobbiamo innanzitutto considerare quale asset mix ha le maggiori probabilità di fornire i migliori rendimenti corretti per il rischio agli investitori. In tutto ciò che facciamo nella vita ci concentriamo sul rapporto qualità-prezzo, e gli investimenti non dovrebbero essere da meno. Gli investitori più sensibili al rischio desiderano ottenere una remunerazione sufficiente in termini di rendimento per ogni ulteriore unità di rischio assunta. Nel decidere l’asset allocation ottimale, prendiamo in considerazione tre aspetti fondamentali:

1. Rischio e rendimento atteso per ciascuna asset class
2. Opportunità di gestione attiva nelle diverse asset class
3. Benefici di diversificazione derivanti dalla combinazione di diverse asset class

### Rischio e rendimento atteso per ciascuna asset class

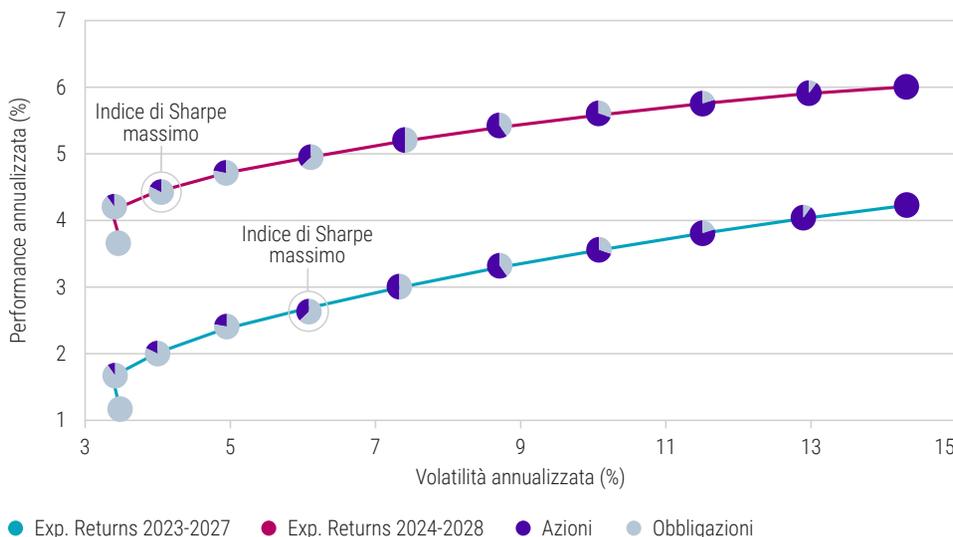
Ogni anno Robeco produce la pubblicazione 5-year Expected Returns per tutte le principali asset class, tenendo conto di valutazioni, scenari macro e fattori climatici. Secondo le ultime previsioni

di Robeco, i migliori rendimenti corretti per il rischio nei prossimi cinque anni proverranno da portafogli investiti per il 25% in azioni e per il 75% in obbligazioni. Questa allocazione si riflette nel grafico in basso, che mostra la frontiera efficiente di azioni e obbligazioni. Un’altra osservazione interessante è che questa ricerca suggerisce di incrementare del 20% l’allocazione obbligazionaria a scapito di quella azionaria rispetto allo scorso anno. Ciò in parte riflette il fatto che le valutazioni nelle aree più concentrate dei mercati azionari sono ormai prossime ai massimi storici, e dunque

**“ Secondo le previsioni, i migliori rendimenti corretti per il rischio nei prossimi cinque anni proverranno da portafogli investiti per il 25% in azioni e per il 75% in obbligazioni**

comportano un'asimmetria più impegnativa tra potenziale di rialzo e di ribasso rispetto ai mercati del credito. Gli spread creditizi sono ben posizionati e non troppo ristretti e, nella maggior parte dei casi, gli emittenti investment grade dovrebbero riuscire a gestire il rischio di rifinanziamento, che per molti è ancora distante nel tempo. Quindi, per gli investitori che desiderano abbandonare la liquidità e rientrare nel mercato, un'asset allocation del 25% in azioni e del 75% in obbligazioni sembra ottimale.

**Figura 5: Frontiere efficienti di azioni e obbligazioni secondo i rendimenti attesi nel 2023-27 e 2024-28**



Fonte: Robeco, a settembre 2023. Nota: volatilità basata sulla media dei dati storici da ottobre 2000 a settembre 2023. Le azioni sono rappresentate dall'MSCI AC World, le obbligazioni dagli indici Bloomberg Global Aggregate Corporate e Bloomberg Global Aggregate Treasury. Nelle ottimizzazioni di portafoglio, coniughiamo i rendimenti attesi a 5 anni con i rendimenti di stato stazionario a lungo termine.

### Opportunità di gestione attiva nelle diverse asset class

Nel determinare l'asset allocation ottimale per un determinato livello di rischio all'interno di un portafoglio multi-asset, ci aspettiamo di ottenere alfa da ogni strategia di investimento attiva in cui investiamo. Questo riflette la nostra convinzione nel team d'investimento sottostante, espressa da un rating compreso tra 1 e 5 sulla base di un mix di ricerca quantitativa e qualitativa. Utilizziamo poi queste informazioni insieme alla nostra view delle prospettive di extra-rendimento per ciascuna asset class. La nostra strategia multi-asset è spesso soggetta a un budget complessivo limitato in termini di rischio e commissioni, che impone di bilanciare questi elementi concorrenti nel modo più efficiente possibile. Nella nostra pubblicazione 5-year Expected Returns del 2023 abbiamo misurato la percentuale di gestori attivi che hanno battuto il rispettivo tracker passivo nel credito globale (con copertura in EUR) e nell'azionario USA bilanciato large cap, le due principali asset class. La marcata differenza nella gamma di opportunità rivela che le prospettive di extra-rendimento nel credito globale incideranno positivamente sull'entità dell'allocation in questa asset class nella nostra strategia multi-asset.

### Benefici di diversificazione derivanti dalla combinazione di diverse asset class

Storicamente la combinazione di diverse asset class ha favorito la diversificazione del portafoglio, fornendo migliori rendimenti corretti per il rischio. Vi è tuttavia un'eccezione a questa regola. Nei periodi di inflazione elevata gli asset tendono a evidenziare andamenti correlati, proprio come accaduto negli ultimi due anni. In prospettiva, però, ci aspettiamo che la diversificazione torni ad essere vantaggiosa. Nei prossimi cinque anni prevediamo un'inflazione del 2,5-3% misurata sul Core CPI, un livello che storicamente ha sostenuto la diversificazione tra azioni e obbligazioni. Per gli investitori poco inclini al rischio, un portafoglio multi-asset con un'allocation prevalente in obbligazioni dovrebbe produrre buoni risultati. ●



## L'analisi top-down è rilevante per gli investitori nel credito?

Sebbene i gestori obbligazionari attivi generino di norma il massimo valore attraverso la selezione bottom-up dei titoli, siamo fermamente convinti che l'analisi top-down sia fondamentale per ottenere una sovraperformance duratura dei portafogli di titoli corporate. Le diverse fasi del ciclo del credito richiedono posizioni di rischio differenti. Come si procede dunque a regolare il beta per mitigare il rischio e cogliere al meglio le opportunità?

### Ottimizzare la performance dei portafogli di titoli corporate

In qualità di gestori obbligazionari attivi, reputiamo essenziale modificare il profilo di rischio del portafoglio in modo da ottimizzare le performance relative in un contesto favorevole per il credito, mitigando al contempo gli impatti negativi in condizioni di mercato avverse. Il nostro approccio top-down si basa su una serie di riunioni trimestrali dedicate alle prospettive del credito, durante le quali tutti i membri del nostro team obbligazionario partecipano a discussioni approfondite, analizzando criticamente le opinioni sul mercato e sul contesto macro. Le discussioni sono strutturate intorno ai tre principali fattori che condizionano l'andamento dei mercati del credito:

fondamentali, valutazioni e quadro tecnico del mercato. Quest'ultimo comprende il posizionamento degli investitori, i flussi e la liquidità del mercato.

**“ Il beta può essere regolato incorporando strategie specifiche nei portafogli di titoli corporate**

Il Credit Outlook trimestrale fornisce un valido apporto per decidere il posizionamento all'interno del ciclo di mercato. Prendendo spunto dalla loro valutazione dell'attrattiva del mercato, i gestori di portafoglio determinano il posizionamento dei portafogli di titoli corporate in termini di rischio complessivo, che va

sotto il nome di beta del portafoglio. In particolare, il beta è calcolato come il Duration Times Spread (DTS) del portafoglio diviso per il DTS del relativo indice di mercato. Quando l'analisi top-down suggerisce che è preferibile una maggiore esposizione al rischio, i gestori aumentano il beta del portafoglio a un livello superiore a 1. Per contro, se si vuole adottare una posizione di rischio più difensiva, il beta del portafoglio può essere ridotto a un livello pari o inferiore a 1.

### Posizionamento beta strategico: reagire alle dinamiche dei mercati del credito

Il beta può essere regolato incorporando strategie specifiche nei portafogli di titoli corporate. Per incrementare il beta, si possono aggiungere al portafoglio obbligazioni corporate con spread creditizi più elevati, posizioni fuori benchmark come quelle in CoCo AT1 o titoli obbligazionari con duration più elevata rispetto all'indice. Per ridurre il beta, di contro, si può abbassare l'esposizione al rischio complessiva o aggiungere obbligazioni di alta qualità con spread creditizi più bassi e/o

con scadenze più brevi. Inoltre, il beta può essere gestito in modo efficiente utilizzando derivati su indici di credito, come il CDX o l'iTraxx. Questa strategia ha il vantaggio di essere rapida e conveniente rispetto all'utilizzo di cash bond.

Il grafico che segue illustra il posizionamento beta della strategia Global Credits di Robeco dal 2014. Come si può notare, questo posizionamento è stato modificato nel primo trimestre del 2021. I gestori di portafoglio, sulla base della loro analisi top-down, hanno optato per un posizionamento più difensivo in termini di rischio. Da questa analisi è emerso che le valutazioni del credito erano tese e che non scontavano più adeguatamente i potenziali scenari di rischio. Per ridurre il beta del portafoglio, i gestori hanno acquistato obbligazioni corporate di alta qualità e con spread più ridotti. Inoltre, hanno introdotto una protezione rispetto al mercato più ampio utilizzando derivati su indici. In conseguenza di queste azioni, il beta del portafoglio è sceso sotto il livello di 1.

**Figura 6: Posizionamento beta storico della strategia Global Credits di Robeco**



Fonte: Robeco, marzo 2024

Un altro cambiamento significativo nel posizionamento beta si è registrato nel primo trimestre del 2023. In questo periodo i gestori di portafoglio hanno adottato un posizionamento difensivo, come indicato da un beta prossimo a 1. Tuttavia, nel marzo di quell'anno abbiamo assistito a un notevole allargamento degli spread creditizi, in particolare del debito bancario, a seguito delle difficoltà che hanno investito le banche regionali statunitensi e Credit Suisse. L'aumento dei differenziali ha creato un valore interessante, specialmente nel debito bancario. Rifacendoci al giudizio favorevole del team sulle maggiori banche di importanza sistemica in Europa, abbiamo aggiunto debito bancario subordinato al portafoglio in chiave strategica. L'inclusione del debito bancario con spread più elevati ha provocato un aumento del beta del portafoglio, che è salito a 1,4.

Per gestire efficacemente un portafoglio di titoli corporate, è fondamentale condurre un'analisi top-down. Questo approccio garantisce che il portafoglio produca regolarmente solidi risultati in termini relativi in diversi cicli di mercato. La gestione attiva del beta è un valido complemento alla selezione bottom-up dei titoli corporate. Il ricorso alle riunioni trimestrali dedicate alle prospettive del credito, nel corso delle quali si analizzano fondamentali, valutazioni e fattori tecnici, permette al nostro team di restare agile, informato e pronto a regolare il profilo di rischio dei portafogli in funzione delle condizioni di mercato. Le modifiche tattiche dell'esposizione al credito e della spread duration ci consentono di trovare attivamente il giusto equilibrio tra cercare di sovraperformare in condizioni favorevoli e mitigare il rischio nelle fasi avverse. ●

# Soluzioni obbligazionarie per ogni obiettivo di investimento



La sezione che segue illustra la nostra ampia gamma di soluzioni obbligazionarie incentrate sui titoli corporate. Le nostre strategie sono fondate sulla generazione regolare di alfa basata su una rigorosa ricerca fondamentale e uno stile di investimento contrarian. Integriamo nelle nostre strategie il posizionamento beta top-down, la selezione bottom-up degli emittenti e la ricerca sulla sostenibilità, avvalendoci dell'analisi fondamentale del credito per valutare il rischio di ribasso.

## PERCHÉ ROBECO

**Un track record solido e comprovato nell'investimento in titoli corporate**, con oltre un decennio di esperienza nell'analisi top-down per la valutazione dei cicli del credito, che costituiscono un driver importante dell'asset allocation.

**Le nostre strategie incentrate sul credito sono gestite da un team obbligazionario globale esperto e dotato di ampie risorse**, composto da 40 professionisti dell'investimento nel credito, con un'esperienza media di 18 anni nel settore.

**Una storia di successi nell'integrazione della sostenibilità** nei portafogli di titoli corporate dal 2010.

**Strategie che hanno ottenuto riconoscimenti da terzi:** Morningstar ha assegnato un rating Silver a Robeco Euro Credit Bonds e un rating Gold a Robeco Financial Institutions Bonds.

## GLOBAL SDG CREDITS

### Una strategia focalizzata sulla sostenibilità che applica il Robeco SDG Framework

Nel giugno 2018 Robeco è diventato uno dei primi asset manager a lanciare una strategia investita in obbligazioni di società che contribuiscono agli SDG. Abbiamo elaborato una metodologia, il Robeco SDG Framework, per selezionare i titoli corporate in base a criteri di sostenibilità chiaramente definiti. Utilizzando un approccio in tre fasi, analizziamo la misura in cui un'azienda esercita un impatto positivo o negativo su ciascuno dei 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, utilizzando una scala da -3 (molto negativo) a +3 (molto positivo). Ciò assicura un approccio oggettivo, coerente e replicabile per valutare i contributi positivi e negativi agli SDG nell'ambito di un portafoglio di titoli corporate.

La strategia Robeco Global SDG Credits investe prevalentemente nei mercati globali del credito investment grade, privilegiando le obbligazioni di società che forniscono un contributo positivo o neutro agli SDG. L'obiettivo e gli indicatori di sostenibilità sono monitorati regolarmente nell'ambito del processo di investimento.

## GLOBAL CREDITS

### Una soluzione obbligazionaria pure play per cogliere opportunità a livello globale

Crediamo fermamente nei vantaggi di un approccio globale all'investimento nei mercati del credito. Lanciata nel 2010, la strategia Robeco Global Credits offre il beneficio della diversificazione geografica. Il fatto che alcuni segmenti del mercato sono molto più rappresentati in alcune regioni che in altre e che le varie regioni si trovano in fasi diverse del ciclo economico e di mercato offre l'opportunità di assumere posizioni non correlate. Grazie alla composizione del nostro team di ricerca, costituito da analisti del credito investment grade, high yield e dei mercati emergenti e sviluppati, siamo ben posizionati per cogliere queste opportunità.

Nella strategia Global Credits perseguiamo un approccio di investimento attivo, contrarian e con orientamento value, sostenuto da una ricerca fondamentale approfondita sul credito. La sostenibilità è incorporata nel processo di investimento tramite esclusioni, integrazione ESG, un'allocazione minima in obbligazioni ESG ed engagement.

### Caratteristiche principali

**Obiettivo:** Perseguire la crescita del capitale a lungo termine, contribuendo al contempo agli SDG.

**Approccio:** La strategia adotta un approccio di investimento contrarian con orientamento value ed è gestita da un team obbligazionario globale molto esperto e dotato di ampie risorse.

**Benchmark:** Mira a sovraperformare il Bloomberg Global Aggregate Corporate Index attraverso la selezione attiva dei titoli corporate su un intero ciclo del credito. La strategia ha la flessibilità di effettuare investimenti fuori benchmark in obbligazioni high yield, credito emergente e debito cartolarizzato e investe almeno il 10% in green bond, social bond, sustainable bond e sustainability-linked bond.

### Caratteristiche principali

**Obiettivo:** Perseguire la crescita del capitale nel lungo periodo investendo prevalentemente in un portafoglio diversificato di obbligazioni corporate globali con rating investment grade.

**Approccio:** La strategia adotta un approccio di investimento contrarian con orientamento value ed è gestita da un team obbligazionario globale molto esperto e dotato di ampie risorse.

**Benchmark:** Mira a sovraperformare il Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. La strategia investe nei mercati globali del credito investment grade con la flessibilità di effettuare investimenti fuori benchmark in obbligazioni high yield, credito emergente e debito cartolarizzato.

## GLOBAL CREDITS - SHORT MATURITY

Una strategia a basso rischio per beneficiare di rendimenti più elevati

La strategia Robeco Global Credits - Short Maturity è una soluzione efficace per cogliere il valore del credito a breve scadenza. Offre inoltre una soluzione esclusiva agli investitori che desiderano beneficiare dell'attuale contesto di rendimenti più elevati senza assumere un rischio eccessivo di tassi d'interesse o di credito.

Si tratta di una strategia obbligazionaria globale che investe in titoli corporate e finanziari globali di alta qualità e a bassa duration. L'approccio a bassa duration implica una minore sensibilità alla volatilità dei tassi d'interesse e all'aumento degli spread creditizi. In sostanza, la strategia è indicata per gli investitori che temono la volatilità del mercato, ma desiderano avere un'esposizione ai mercati del credito. Rispetto ai portafogli obbligazionari con un profilo a più lunga scadenza, tende ad essere più liquido e ad evidenziare un minor turnover del portafoglio e quindi minori costi di transazione. Il rischio di ribasso, inoltre, viene gestito attraverso lo screening ESG, che è parte integrante del processo di ricerca fondamentale sul credito.

## SDG CREDIT INCOME

Una strategia obbligazionaria multi-asset fortemente orientata alla sostenibilità

La strategia investe in aziende che danno un contributo positivo agli SDG, ottimizzando al contempo il rendimento e il reddito attraverso l'investimento nei mercati globali del credito. La strategia SDG Credit Income investe a livello globale nei mercati del credito high yield, emergente e investment grade. Sulla base della nostra analisi top-down, l'asset allocation può essere modificata per ottimizzare il reddito e il potenziale di rendimento della strategia, riducendo al minimo i rischi di ribasso in un contesto di mercato più sfavorevole. Un ampio universo di investimento, inoltre, favorisce la diversificazione dei rischi. L'interest rate duration è gestita in un intervallo compreso tra uno e sette anni, anche se di solito è compresa tra tre e cinque anni.

### Caratteristiche principali

**Obiettivo:** Perseguire la crescita del capitale nel lungo periodo, con la flessibilità di investire in altre asset class obbligazionarie come high yield, titoli corporate emergenti e asset-backed securities. La strategia può assumere posizioni attive limitate sulla duration (sensibilità ai tassi d'interesse) con una scadenza massima di sei anni.

**Approccio:** La strategia è gestita attivamente e beneficia del lungo track record di un team obbligazionario esperto e di un approccio comprovato all'investimento nel credito globale con integrazione dei fattori ESG.

**Benchmark:** La strategia Robeco Global Credits - Short Maturity è gestita con riferimento al Bloomberg Global Aggregate Corporate 1-5 Year Index.

### Caratteristiche principali

**Obiettivo:** Massimizzare il reddito corrente nell'arco del ciclo; il portafoglio è costruito in base all'universo di investimento ammissibile e del nostro SDG Framework interno.

**Approccio:** Questa strategia obbligazionaria multi-asset segue un approccio attivo, basato sulle opinioni del team di investimento riguardo alle condizioni generali del mercato e su un'analisi approfondita delle caratteristiche fondamentali e di sostenibilità delle società.

**Benchmark:** La politica di investimento della strategia non è legata a un benchmark.

## FINANCIAL INSTITUTIONS BONDS

### Un approccio di qualità all'investimento nei titoli finanziari subordinati

Robeco Financial Institutions Bonds è una strategia a gestione attiva che investe principalmente in obbligazioni subordinate emesse da istituzioni finanziarie, quali banche e imprese assicurative, principalmente europee. La strategia offre un'esposizione diversificata a circa 70 emittenti, prevalentemente in obbligazioni Tier 2 con rating investment grade, con la flessibilità di investire in CoCo bond (fino al 20%) e in obbligazioni senior. Pertanto, la strategia è in grado di calibrare l'esposizione complessiva al rischio e di posizionarsi nei segmenti della struttura del capitale che offrono il miglior profilo di rischio/rendimento.

La strategia ha un'esposizione molto più elevata alle imprese assicurative rispetto alla maggior parte dei suoi concorrenti diretti, il che accresce la diversificazione del portafoglio. Questo assetto permette di ampliare la gamma di opportunità, poiché i due tipi di emittenti evidenziano un andamento diverso durante il ciclo del credito. La strategia incorpora la sostenibilità nel processo di investimento tramite esclusioni, integrazione ESG, un'allocazione minima in obbligazioni ESG ed engagement.

## EURO CREDIT BONDS

### Approccio non vincolato nei vari segmenti del mercato europeo delle obbligazioni corporate

Robeco Euro Credit Bonds investe in obbligazioni corporate investment grade denominate in euro. Inoltre, la strategia seleziona le migliori opportunità nei mercati del credito, tra cui potenziali astri nascenti ("rising star"), titoli finanziari subordinati, strumenti cartolarizzati e obbligazioni non denominate in euro. Grazie alla composizione del nostro team di ricerca, che integra analisti del credito investment grade, high yield e dei mercati emergenti e sviluppati, siamo ben posizionati per cogliere queste opportunità.

Nella strategia Euro Credit Bonds perseguiamo un approccio di investimento attivo, contrarian e con orientamento value, sostenuto da una ricerca fondamentale approfondita sul credito. La sostenibilità è incorporata nel processo di investimento tramite esclusioni, integrazione ESG, un'allocazione minima in obbligazioni ESG ed engagement.

### Caratteristiche principali

**Obiettivo:** Perseguire la crescita del capitale nel lungo periodo attraverso un'esposizione diversificata alle obbligazioni subordinate di banche e imprese assicurative.

**Approccio:** La strategia adotta un approccio di investimento contrarian con orientamento value ed è gestita da un team obbligazionario globale molto esperto e dotato di ampie risorse.

**Benchmark:** Mira a sovraperformare il Bloomberg Euro Aggregate Corporates Financials Subordinated 2% Issuer Cap Index, con la flessibilità di effettuare investimenti fuori benchmark in CoCo bond, obbligazioni senior, titoli con rating high yield e obbligazioni non denominate in euro.

### Caratteristiche principali

**Obiettivo:** Perseguire la crescita del capitale nel lungo periodo investendo prevalentemente in un portafoglio diversificato di obbligazioni corporate globali denominate in euro con rating investment grade.

**Approccio:** La strategia adotta un approccio di investimento contrarian con orientamento value ed è gestita da un team obbligazionario globale molto esperto e dotato di ampie risorse.

**Benchmark:** Mira a sovraperformare il Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index investendo nei mercati del credito investment grade in euro, con la flessibilità di effettuare investimenti fuori benchmark in titoli con rating high yield e obbligazioni non denominate in euro.

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

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

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

definizione dell'articolo 3(2) dello Schema 1 del Financial Markets Conduct Act 2013 (FMCA). Il presente documento non è finalizzato alla distribuzione al pubblico in Australia e Nuova Zelanda.

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

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

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

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

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

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

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 Malesia

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 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 47-14º, è registrata presso il Registro delle imprese spagnolo a Madrid, volume 19.957, pagina 190, sezione 8, foglio M-351927 e presso la National Securities Market Commission (CNMV) nel Registro ufficiale delle filiali delle società europee di servizi di investimento, al numero 24. I fondi di investimento o SICAV di cui al presente documento sono regolamentati dalle autorità preposte nei rispettivi paesi di origine e sono registrati in uno speciale registro della CNMV riservato alle Società estere di investimento collettivo operanti in Spagna.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Sudafrica

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

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

Il (i) fondo (fondi) ha (hanno) domicilio in Lussemburgo. Il presente documento è distribuito in Svizzera esclusivamente a investitori qualificati ai sensi della Collective Investment Schemes Act (CISA). Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo. ACOLIN Fund Services AG, indirizzo: 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 Institutional Asset Management B.V. (FRN: 977582) è autorizzata e regolamentata dalla 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.

© Q1/2024



Per maggiori informazioni,  
consultare il sito web di Robeco