

TROVA VALORE NEL CICLO DEL CREDITO

Credito: nove risposte ai quesiti chiave sull'asset class – Edizione 2025

Materiale di marketing per investitori professionali

ROBECO
The Investment Engineers

Affidati ai numeri per illuminare
il cammino

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
Vale ancora la pena di considerare il credito investment grade?	17
La gemma nascosta nell'odierno mercato obbligazionario?	20
Cosa serve per eccellere nell'investimento obbligazionario?	22
3. SOLUZIONI OBBLIGAZIONARIE	25
Strategie obbligazionarie per ogni obiettivo di investimento	

Credito: nove risposte ai quesiti chiave sull'asset class - Edizione 2025

In seguito al ciclo di rialzi dei tassi più aggressivo condotto dalle banche centrali negli ultimi 40 anni e con i tagli dei tassi in corso, il 2025 si preannuncia un anno imprevedibile e volatile. In tempi come questi, il credito investment grade si conferma una fonte di reddito affidabile, poiché offre benefici di diversificazione e la possibilità di assicurarsi performance interessanti.

Questa pubblicazione aggiornata fa leva sull'esperienza di Robeco per rispondere alle domande dei clienti sugli investimenti nel credito. Il nostro obiettivo è fornire indicazioni accessibili e utili per trovare valore nei mercati del credito, gestire il rischio e sbloccare le opportunità. Ci auguriamo che queste considerazioni vi forniscano le conoscenze e l'ispirazione per trarre il massimo vantaggio dall'attuale contesto dei mercati del credito.



La liquidità è ancora da preferire?

Anche se nel 2024 si è registrato un aumento dei flussi verso il credito e i titoli di Stato, i fondi del mercato monetario sono rimasti popolari. Viste le consistenti disponibilità liquide ancora presenti in molti portafogli, gli investitori si confrontano con un interrogativo cruciale: La liquidità è ancora da preferire, oppure il credito è diventato una scelta migliore?

In questo primo scorcio del 2025 la liquidità ha continuato a offrire agli investitori rendimenti interessanti rispetto ai titoli di Stato e al credito di alta qualità. Tuttavia, con le riduzioni dei tassi ufficiali effettuate dalle banche centrali in previsione di un contesto inflazionistico più favorevole, è probabile che le prospettive di rendimento della liquidità diminuiscano, rendendo il credito, ai livelli di rendimento attuali, un'alternativa più appetibile.

Miglior potenziale di rendimento

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 le banche centrali cominciano a ridurre i tassi. 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 total return, 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.

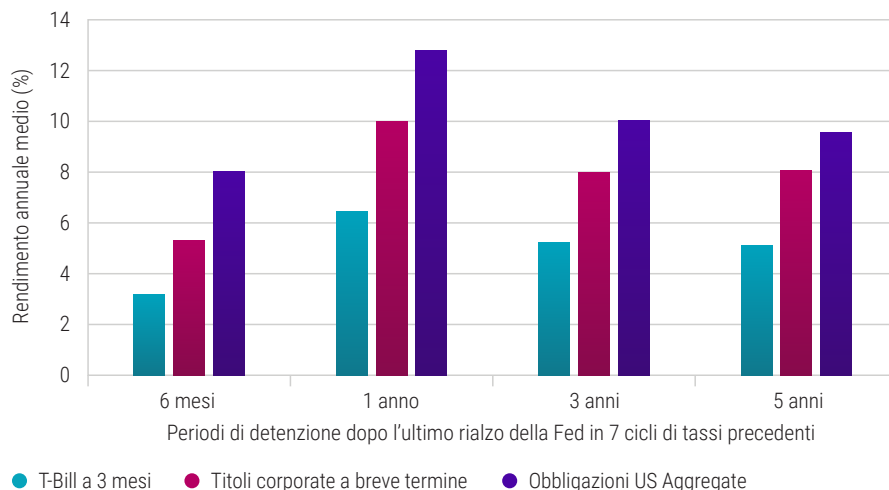
“ Gli investitori possono assicurarsi rendimenti superiori a quelli offerti dalla liquidità per i prossimi 12 mesi con un rischio limitato di spread o di tasso d'interesse

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 1, 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 total return 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, luglio 2024..

L'attuale contesto di mercato è favorevole al credito

L'economia statunitense continua a evidenziare un buon andamento e, nonostante le nuove incertezze introdotte dall'amministrazione Trump, riteniamo che il suo programma pro-crescita sia favorevole alle imprese statunitensi. In Europa la crescita rimane più stentata, ma non ci aspettiamo una profonda recessione. Soprattutto, i fondamentali societari continuano a apparire stabili e robusti, specialmente per gli emittenti con rating investment grade e BB. Ciò non significa che tutti i titoli corporate registreranno risultati positivi. Abbiamo già riscontrato alcune difficoltà nel settore delle vendite al dettaglio negli USA, in quello delle utility idriche del Regno Unito e nel comparto automobilistico, ma nel complesso le prospettive per le società con rating investment grade e BB rimangono favorevoli.

Alcuni segmenti del mercato del credito possono essere più vulnerabili a un rallentamento economico o al livello persistentemente elevato dei costi di rifinanziamento. Tuttavia, gli emittenti con rating investment grade e BB sono ben posizionati per realizzare valide performance anche in un'economia in crescita moderata o in un contesto di tassi più elevati, grazie ai livelli di indebitamento contenuti. Inoltre, presentano un debito a più lunga scadenza in essere, per cui nel breve termine non incorrono nel rischio di doversi rifinanziare a tassi più alti.

Migliore diversificazione dell'esposizione al rischio e maggiori opportunità di alfa

In terzo luogo, il passaggio dalla liquidità al credito investment grade e crossover offre una migliore diversificazione del rischio associato agli emittenti. Gli investimenti nel mercato monetario comportano spesso posizioni più concentrate in un numero ridotto di emittenti o controparti di alta qualità, che si traducono in un'esposizione significativa a poche società.

Per contro, investendo in obbligazioni di alta qualità con rating investment grade e BB si ottiene una maggiore diversificazione a livello di emittenti. Ad esempio, la nostra strategia Global Credit investe in oltre 130 società nel mercato globale del credito investment grade. Il grande vantaggio dell'investimento nei mercati del credito è il vasto universo di migliaia di emittenti in diverse valute, che offre molteplici percorsi per generare (sovra)performance. ●



La ricerca di rendimento equivale alla ricerca di performance?

Gli ultimi anni sono stati un periodo molto movimentato per gli investitori obbligazionari, che si confrontano attualmente con rendimenti elevati poiché i mercati prevedono ulteriori politiche pro-crescita da parte della nuova amministrazione Trump, con misure che potrebbero comportare anche un'inflazione più vischiosa del previsto. Con l'aumento dei rendimenti, le obbligazioni sono tornate a generare un flusso di reddito per gli investitori. Ma l'aumento dei rendimenti implica total return più elevati?

In genere, il rendimento è la principale determinante delle performance obbligazionarie a lungo termine. Tuttavia, nel contesto di rendimenti bassi e persino negativi degli ultimi anni i capital gain hanno assunto un ruolo primario. Ora, con rendimenti più elevati, le obbligazioni sono maggiormente in grado di assorbire

un ulteriore aumento dei tassi prima che i total return diventino negativi. 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 rendimenti appetibili con un rischio di credito limitato.

“Ritroviamo il valore più interessante nel credito di alta qualità

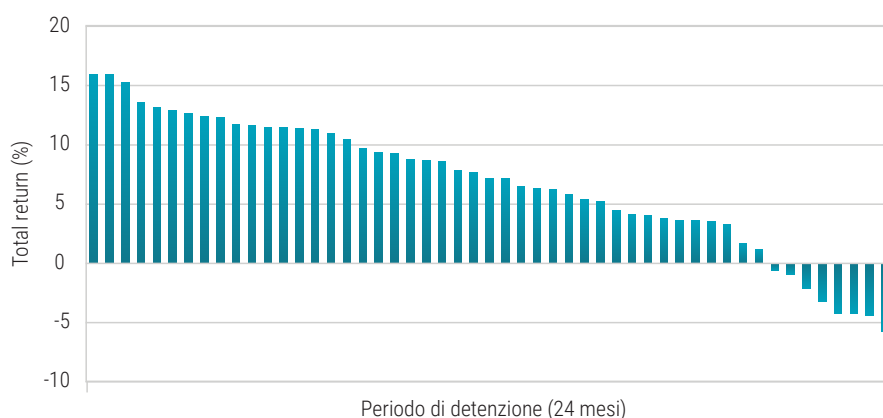
Analisi del credito investment grade in contesti di rendimenti simili

Per valutare il potenziale di total return del credito investment grade a fronte degli attuali rendimenti, abbiamo analizzato i periodi di dodici mesi negli ultimi 24 anni che sono iniziati con livelli di rendimento simili. Abbiamo quindi calcolato i total return nei periodi in questione. La Figura 2 in basso mostra la distribuzione dei total return associati ai 61 periodi di dodici mesi inclusi nel nostro campione di ricerca, ognuno dei quali è cominciato con un livello di rendimento compreso tra il 4,5% e il 5,5%.

Come si può vedere, la probabilità di total return positivi è molto elevata. Solo in tre dei 61 periodi considerati, i total return si sono collocati tra il -6% e il -3,1%. Il total return più basso osservato è stato pari al -5,6%, il più elevato al 15,9% e quello medio si è attestato al 6,7%.

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 due anni nella maggior parte dei casi in cui i rendimenti si sono attestati a un livello simile.

In secondo luogo, abbiamo osservato total return per lo più positivi su periodi di detenzione di due anni, 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.

Figura 2: Distribuzione dei total return del credito investment grade globale su periodi di detenzione di 24 mesi

● Total return

Fonte: Bloomberg, Robeco. Periodo della ricerca: marzo 2001 - dicembre 2024. La figura mostra la distribuzione dei total return registrati dall'indice Bloomberg Global Aggregate – Corporates in tutti e 61 i periodi di 12 mesi cominciati con un livello di rendimento compreso tra il 4% e il 5%. I total return 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 total return 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.

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 economico di nessun atterraggio, in particolare per l'economia statunitense, e di inflazione più persistente, i rendimenti obbligazionari potrebbero rimanere ai livelli attuali o persino aumentare. 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. Oggi gli investitori hanno la possibilità di assicurarsi rendimenti interessanti per diversi anni.

In uno scenario di atterraggio duro in cui l'economia statunitense scivolasse in recessione – ipotesi che non rientra nella nostra previsione di base – le banche centrali sarebbero plausibilmente costrette a tagliare i tassi più aggressivamente, provocando un calo dei rendimenti obbligazionari. Con la rotazione degli investitori dagli asset rischiosi ai più sicuri titoli di Stato, gli spread del credito investment grade potrebbero allargarsi. Tuttavia, la flessione dei rendimenti dei titoli di Stato contribuirebbe a compensare l'impatto dell'ampliamento degli spread creditizi, sostenendo i total return. Inoltre, grazie alla correlazione tipicamente negativa tra i titoli azionari e il credito investment grade in un contesto recessivo, il credito potrebbe rivelarsi un'efficace copertura contro la debolezza dell'azionario.

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 potenziale di total return 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?

Storicamente le obbligazioni sono state un pilastro dei portafogli, apprezzate per i loro benefici in termini di reddito e diversificazione rispetto ad asset class rischiose come l'azionario e le materie prime. Tuttavia, negli ultimi anni il credito non ha sempre fornito la diversificazione attesa dagli investitori. 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?

I mercati globali del credito investment grade hanno accusato significativi ribassi, spesso contestualmente a una performance negativa dei mercati azionari, a causa dell'impatto della volatilità dei tassi su entrambe le asset class. Ciò ha spinto gli investitori a mettere in dubbio l'affidabilità delle obbligazioni, e segnatamente del credito investment grade, quale strumento di diversificazione. 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.

Performance del credito investment grade: una prospettiva storica

I mercati azionari (MSCI World Index) hanno archiviato rendimenti negativi negli anni 2000-2002, 2008 e 2022. I sell-off dei mercati azionari del 2001-2002 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. Nel più impegnativo contesto del mercato azionario ribassista del 2000-02, i titoli corporate investment grade globali hanno prodotto

total return 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 total return 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 il credito investment grade globale non ha fornito benefici di diversificazione è stato quello del 2022, quando ha subito una flessione del 16,7%,

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

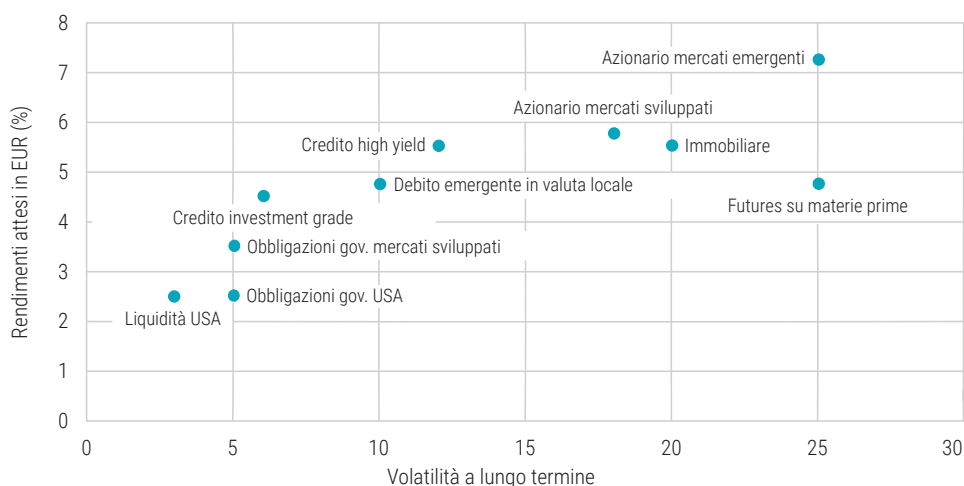
paragonabile per entità a quella dell'azionario globale. Il brusco ribasso del credito investment grade è stato dovuto alla sua maggiore sensibilità in termini di duration, che l'ha reso più vulnerabile al brusco aumento dei rendimenti obbligazionari nel corso di quell'anno.

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 total return positivi o, in un caso (2008), ha registrato una flessione minore rispetto alle azioni e ai mercati delle materie prime, offrendo importanti benefici di diversificazione agli investitori. All'inizio dell'agosto 2024, con il riemergere della volatilità di mercato in risposta a dati macroeconomici statunitensi più deboli e a rischi geopolitici in Medio Oriente, il credito investment grade ha offerto diversificazione, generando rendimenti positivi mentre i mercati azionari registravano un calo.

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

Adottiamo adesso un approccio prospettico per valutare i benefici, di diversificazione del credito investment grade, attingendo all'outlook a 5 anni del team multi-asset di Robeco, che comprende i rendimenti attesi e le stime sulla volatilità a lungo termine per le diverse asset class. Queste proiezioni si basano su una combinazione di modelli interni di Robeco e di studi esterni, che utilizzano diversi indici di mercato e un mix di dati storici e metriche previsionali. I risultanti profili di rischio/rendimento sono illustrati nella Figura 3.

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



Fonte: Robeco, pubblicazione 5 year Expected Returns. Settembre 2023.

Questo grafico mostra chiaramente che il credito investment grade presenta un profilo di rischio/rendimento superiore a quello di altre asset class. Nello specifico, evidenzia una volatilità a lungo termine particolarmente contenuta, pur fornendo un potenziale di rendimento superiore a quello dei titoli di Stato. Inoltre, il potenziale di rendimento a lungo termine del credito investment grade è solo leggermente inferiore a quello della maggior parte delle asset class rischiose, con la notevole eccezione dell'azionario emergente.

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. In particolare, ha il potenziale per continuare a ridurre notevolmente la volatilità mantenendo un solido potenziale di rendimento a lungo termine.

L'entità dell'esposizione al credito 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 misurare il valore nel mercato del credito?

Stabilire se un'obbligazione corporate è sottovalutata (o "conveniente") è importante, ma non sufficiente. La vera sfida – e l'opportunità – risiede nel condurre una ricerca fondamentale accurata per assicurarsi che il titolo sia sottovalutato e offra una opportunità d'investimento senza che la sua attrattività derivi da problemi sottostanti che potrebbero comportare rischi significativi. In quali aree del mercato del credito scorgiamo valore attualmente?

In qualità di gestori obbligazionari attivi, ci concentriamo sul valore 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 valore potenzialmente interessante nell'obbligazione.

“La vera opportunità sta nell'assicurare che un titolo corporate sia un'opportunità di tipo value e non solo “conveniente”

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.¹ 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

(all'8 gennaio 2025) 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 0,62, segno che il mercato è sopravvalutato del 38% rispetto alla sua mediana a lungo termine.

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

Tabella 1: OAS di diversi segmenti di mercato

OAS dell'indice (pb)	EUR					USD			
	Corp. IG EUR	Covered bond EUR	Bancari senior EUR	Finanziari sub. EUR	HY EUR escl. fin.	Corp. IG USD	Istituzioni fin. USD	HY USD escl. fin.	Corp. ME USD
OAS attuale	102	56	101	160	312	79	82	281	207
OAS mediano	121	57	102	249	384	127	123	427	341
OAS attuale/ mediano	0,84	0,98	0,99	0,64	0,81	0,62	0,67	0,66	0,61
Percentile (basso = costoso)	33%	49%	48%	10%	21%	1%	17%	4%	9%

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 all'8 gennaio 2025. Dati risalenti al 2005.

Focus sui titoli finanziari e sui covered bond in EUR

Il rapporto degli spread per il debito bancario senior in EUR è attualmente pari a 0,99; questo dato indica che lo spread creditizio medio di questo segmento del mercato globale del credito è in linea con la mediana di lungo periodo. Attualmente reputiamo interessante questa parte del mercato, sicuramente rispetto ad altri segmenti dei mercati globali del credito, per cui nei nostri portafogli obbligazionari sovrappesiamo il debito bancario senior in EUR.

Inoltre, privilegiamo le banche europee anche dal punto di vista dei fondamentali del credito. L'ampio mercato del credito investment grade in EUR, con un rapporto di 0,84, è inoltre scambiato al di sotto del livello mediano di spread di lungo termine, ma molto meno rispetto all'omologo in USD. 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. Ci piace anche il segmento dei covered bond in EUR, che presenta livelli di spread maggiormente in linea con le medie di lungo periodo ed è meno costoso di molti segmenti del mercato statunitense.

In conclusione, abbinando l'approccio sopra descritto con la valutazione top-down dei fondamentali macro e societari e dei fattori tecnici, è possibile individuare i segmenti sottovalutati e sopravvalutati del mercato del credito. Per quanto i mercati del credito possano apparire costosi, la domanda robusta, le emissioni limitate o le politiche accomodanti delle banche centrali possono sostenere valutazioni elevate. Ciò evidenzia la complessità dell'investimento nel credito e l'importanza della gestione attiva per individuare le società leader del mercato. ●



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 asset class dei mercati globali del credito per individuare opportunità di valore trascurate a causa di bias e segmentazioni. Spesso le opportunità si trovano nelle obbligazioni a breve termine, che presentano valutazioni interessanti rispetto ad altri titoli corporate, e la storia insegna che questi premi tendono a far ritorno verso la media.

“ Il segreto del successo sta nel contemperare valore e rischio attraverso la gestione attiva, individuando opportunità con un rigoroso controllo dei rischi

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): 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*² 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 idiosincratici, 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. I rischi legati alla sostenibilità possono essere deleteri, specialmente per le imprese inquinanti, che con l'accelerazione della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio sono destinate a subire maggiori pressioni normative.

La gestione dei rischi di mercato e di credito permette agli investitori di ottenere una remunerazione adeguata. Il nostro sistema proprietario di gestione del rischio misura e monitora il rischio di credito nei portafogli, consentendo di tenere sotto controllo le esposizioni a mercati, settori e specifiche società. Il rischio viene valutato in base alla ponderazione, allo spread e alla duration di ciascun investimento e viene espresso in punti di rischio. Questi punti riflettono la convinzione del gestore del portafoglio nell'allocare il rischio a una determinata posizione. ●

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?

Un'efficace analisi del credito si spinge oltre i numeri per valutare la capacità di un emittente di generare un cash flow sostenibile e ripagare il debito. Il nostro approccio è incentrato su un punteggio fondamentale (F-score³), che valuta cinque fattori determinanti, tra cui il profilo ESG di un emittente. Integrando le considerazioni ESG a fianco della strategia aziendale, della solidità finanziaria, della struttura societaria e dei covenant, siamo in grado di scoprire i rischi e le opportunità che determinano il valore a lungo termine degli investimenti in obbligazioni corporate. Ma in che modo l'integrazione ESG migliora il processo decisionale?

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'integrazione dei fattori ESG aiuta a individuare i rischi e le opportunità, favorendo al contempo l'allineamento con obiettivi sociali

I quattro pilastri dell'integrazione ESG

1. Il primo pilastro esamina la rilevanza finanziaria dei prodotti e dei servizi di un'impresa, valutando se comportano rischi per gli investitori obbligazionari. Le aziende che producono beni non sostenibili potrebbero risentire di difficoltà come un calo del fatturato o pressioni sugli utili derivanti dalle imposte sul carbonio. Ad esempio, una compagnia petrolifera potrebbe essere penalizzata dall'impronta ambientale dei suoi prodotti, con conseguenti ostacoli normativi o di mercato.

3. 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.

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 valuta l'esposizione dell'emittente al cambiamento climatico e la sua disponibilità a mitigare i relativi rischi. Gli analisti utilizzano un punteggio climatico per valutare sia i rischi finanziari che derivano all'azienda dal cambiamento climatico, sia l'impatto dell'azienda sul clima. Ciò comprende un'analisi dell'intensità di carbonio e una valutazione della credibilità della sua strategia di decarbonizzazione.

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 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 quindi 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 il costo di creare impianti di produzione per batterie e auto a batteria e per calcolare il requisito di investimento implicito per i successivi cinque anni. Il dato ottenuto viene quindi confrontato con quanto comunicato al mercato. Se il 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 se ritiene che questo rischio abbia un impatto finanziario rilevante.

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 allineati agli obiettivi sociali più generali e più preparati per migliorare il valore a lungo termine per gli investitori. ●



Vale ancora la pena di considerare il credito investment grade?

Per tutto il 2024 abbiamo evidenziato le opportunità offerte dai titoli corporate investment grade e cross-over (rating BB) di alta qualità, sottolineando come l'aumento significativo dei rendimenti abbia consentito agli investitori di guadagnare un reddito apprezzabile. A che punto siamo adesso che è cominciato un nuovo anno?

Inflazione, tagli dei tassi e ricomparsa della diversificazione in obbligazioni

Storicamente le obbligazioni hanno svolto una funzione di diversificazione rispetto ad asset class più rischiose come le azioni e le materie prime. Tuttavia, nel 2022 questa relazione è venuta meno, poiché sia le azioni che le obbligazioni hanno subito una significativa flessione a causa dell'impennata dell'inflazione e dei successivi rialzi dei tassi. Come mostra il grafico in basso, nelle fasi di inflazione in calo le correlazioni tra azioni e obbligazioni sono in genere negative, permettendo alle seconde di riacquistare i loro vantaggi sul piano della diversificazione.

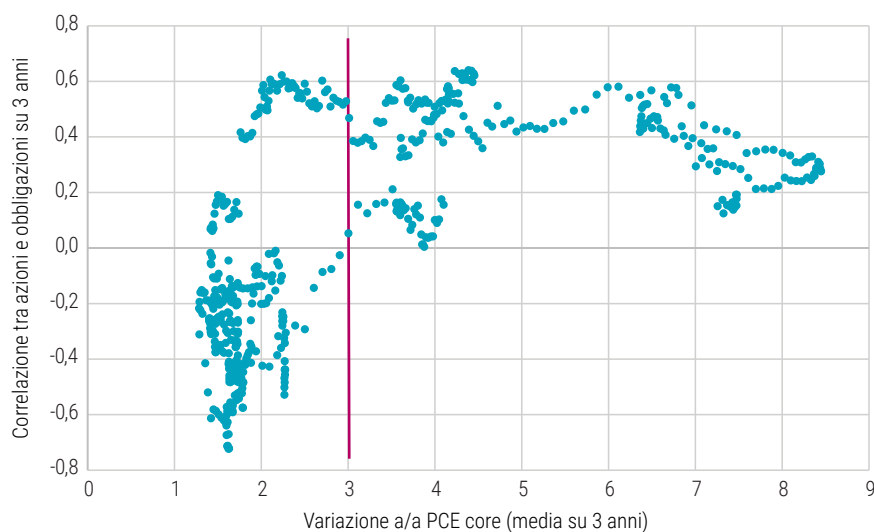
Questa dinamica è ricomparsa di recente, con la riduzione dei tassi delle banche centrali cominciata lo scorso anno e l'inflazione core scesa sotto il 3%. Di conseguenza, le correlazioni tra azioni e obbligazioni dovrebbero tornare in territorio negativo, consentendo ai titoli obbligazionari di alta qualità di ritrovare il proprio ruolo in termini di diversificazione del portafoglio.

“ Il credito investment grade offre rendimenti interessanti, fondamentali solidi e un elemento di diversificazione incorporato

Nell'agosto 2024 i mercati hanno subito un breve sell-off a causa dell'indebolimento dei dati sul mercato del lavoro statunitense e dei rischi geopolitici. Nello stesso periodo gli investimenti obbligazionari di alta qualità, come i Treasury USA e i titoli corporate investment grade, hanno registrato total return positivi a fronte del calo dei rendimenti sovrani

statunitensi. Anche se i titoli azionari e i rendimenti dei Treasury hanno ricominciato a salire sotto la spinta delle previsioni in merito alle politiche pro-crescita di una seconda amministrazione Trump, ci aspettiamo ancora una graduale riduzione dell'inflazione e siamo consapevoli di potenziali shock negativi sulla crescita.

Con la sua esposizione alla duration, il credito investment grade ha un elemento di diversificazione incorporato. In altre parole, per quanto gli spread dei titoli corporate possano ampliarsi in risposta a dati economici deludenti o episodi di volatilità, il credito investment grade beneficia notevolmente di una diminuzione dei tassi di interesse, che ne protegge i total return.

Figura 4: Correlazione tra azioni e obbligazioni

Fonte: Robeco, Bloomberg, al 29 novembre 2024. Dati mensili a partire dal 1973. Correlazioni calcolate per i mercati azionari e obbligazionari statunitensi. PCE core: US Personal Consumption Expenditure Core Price Index.

Perché non limitarsi ai Treasury USA?

Se è vero che i rendimenti sono diventati più interessanti e se si prevede che l'obbligazionario di alta qualità svolgerà una migliore funzione di diversificazione in futuro, perché non investire in obbligazioni governative come i Treasury USA anziché nel credito investment grade?

La risposta risiede nella performance a lungo termine del credito investment grade, che dipende non tanto da quando si investe, ma da quanto tempo si rimane investiti. Su un orizzonte di lungo periodo il credito investment grade tende a generare total return superiori a quelli delle obbligazioni governative. Ad esempio, il credito investment grade globale ha prodotto un total return annuo del 4,5% negli ultimi 24 anni (2000-2024)⁴, a fronte di una media del 3,7% per i titoli di Stato globali.⁵ Negli ultimi cinque anni il credito investment grade globale ha sovraperformato le obbligazioni governative globali dello 0,7% in media all'anno.

Il nostro scenario di base prevede una crescita globale in rallentamento senza tuttavia una recessione, una disinflazione continua e una svolta delle banche centrali verso politiche meno restrittive. Questa combinazione di fattori crea un contesto favorevole per l'obbligazionario di alta qualità in generale e per il credito investment grade in particolare. Nello scenario descritto, gli investitori possono beneficiare sia di un rendimento interessante che di un differenziale positivo di rendimento rispetto ai titoli di Stato, e forse anche di un'ulteriore compressione degli spread creditizi. Se le nostre previsioni si rivelassero errate e si registrasse un significativo indebolimento della crescita o una recessione, con il conseguente allargamento degli spread creditizi, una risposta probabilmente più aggressiva delle banche centrali provocherebbe un rally delle obbligazioni governative, che proteggerebbe i total return del credito investment grade.

Eccellere nel mercato di oggi

Anche il quadro tecnico è favorevole, con una domanda di credito che si conferma robusta in quanto gli investitori cercano di assicurarsi i rendimenti elevati offerti dai titoli corporate. In assenza di un grande shock, non c'è motivo di credere che gli spread creditizi registreranno prossimamente un aumento significativo. I fondamentali societari degli emittenti investment grade sono molto solidi. Il recente ciclo di rialzi dei tassi da parte delle banche centrali non ha causato grandi problemi come in passato, poiché gli emittenti investment grade hanno gestito il proprio indebitamento in modo

4. Misurato dal Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return Index (USD)

5. Misurato dal Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return Index (con copertura in USD)

proattivo ed emesso debito a rendimenti contenuti approfittando dei tassi ridotti prevalenti durante la pandemia. Pertanto, questi emittenti si confrontano con oneri finanziari gestibili.

Infine, prevediamo una maggiore dispersione nei mercati del credito, che rappresenta una buona notizia per i gestori obbligazionari attivi e preparati. Focalizzandosi sulla selezione di titoli corporate di alta qualità, i gestori possono identificare gli emittenti resilienti, evitare potenziali insidie e cogliere interessanti rendimenti corretti per il rischio, assicurando che il credito investment grade rimanga un'opzione valida anche nelle fasi di incertezza. ●



La gemma nascosta nell'odierno mercato obbligazionario?

Nell'attuale fase del ciclo del credito gli investitori possono ottenere rendimenti interessanti privilegiando i titoli corporate di alta qualità ed evitando i segmenti di qualità inferiore del mercato del credito. Ma dove si trovano questi rendimenti appetibili?

Di recente è stata posta molta enfasi sulle opportunità offerte dai titoli finanziari (subordinati). Pur mantenendo una view costruttiva su questo segmento del mercato globale del credito, gli investitori possono trovare interessanti opportunità di cogliere rendimenti di alta qualità in un'altra area: quella degli ibridi corporate.

Cosa sono dunque i titoli ibridi e come funzionano? Costituiscono una risposta adeguata per coloro che cercano di trovare un equilibrio tra rischio e rendimento per ottimizzare la performance?

Decifrare gli ibridi corporate

Un ibrido corporate è una forma di debito subordinato che si colloca al di sotto delle obbligazioni senior nella struttura del capitale. Ciò significa che, in caso di difficoltà finanziarie, i detentori di questi titoli ibridi vengono rimborsati dopo gli obbligazionisti senior ma prima degli azionisti. A titolo di remunerazione di questo maggiore rischio, i titoli ibridi offrono in genere rendimenti più elevati. Tuttavia, nella pratica, le società che emettono obbligazioni ibride sono raramente soggette a rischi finanziari, poiché si tratta in genere di grandi imprese di alta qualità, operanti soprattutto nei settori delle utility e delle telecomunicazioni. Queste aziende sono meno esposte ai cicli del credito o

macroeconomici rispetto alle società high yield, che spesso operano in settori più ciclici. Gli emittenti di titoli ibridi sono meno influenzati dalle fluttuazioni del mercato, poiché presentano un basso rischio di default e beneficiano di una domanda regolare da parte dei consumatori.

“ Gli ibridi offrono rendimenti elevati con una minore volatilità

Questi titoli sono detti “ibridi” perché coniugano in sé caratteristiche sia degli strumenti di debito che degli strumenti di capitale. Tra queste caratteristiche figurano la possibilità di differire i pagamenti delle cedole, l'assenza di una data di scadenza fissa o scadenze finali più lunghe. Tuttavia, a differenza delle obbligazioni contingent convertible (CoCo bond) emesse dalle banche, le cedole differite dei titoli ibridi maturano interessi e devono presto o tardi essere pagate. Con gli ibridi corporate, nessuna autorità di vigilanza può bloccare il pagamento delle cedole, impedire all'emittente di rimborsare anticipatamente le obbligazioni, convertirle in azioni o svalutarle.

Possibilità di rimborso anticipato

Le obbligazioni ibride possono sembrare investimenti a lungo termine perché in teoria possono avere scadenze a 30 anni, a 60 anni o persino una durata perpetua senza una data di scadenza fissa. In pratica, tuttavia, non rimangono in circolazione tanto a lungo. La maggior parte delle obbligazioni ibride viene rimborsata o "richiamata" dall'emittente alla prima occasione, in genere dopo cinque o dieci anni. Le date di rimborso anticipato o "call date", in genere piuttosto prevedibili, danno agli investitori un'idea abbastanza chiara di quando possono uscire dall'investimento. Se le obbligazioni non vengono rimborsate, gli investitori continuano a guadagnare interessi più elevati, anche se il cosiddetto "extension risk" è rimasto ridotto nel corso del ciclo.

Perché prendere in considerazione i titoli ibridi in questo momento?

Nell'attuale contesto macro di forte incertezza, ha senso privilegiare le esposizioni di qualità superiore, abbandonando i titoli high yield a favore degli ibridi corporate, specialmente alla luce delle valutazioni elevate e del sacrificio minimo in termini di rendimento. Con il consensus che sconta un atterraggio morbido, come indicato dal livello compresso degli spread high yield, gli ibridi corporate offrono la possibilità di cogliere rendimenti appetibili evitando al contempo i segmenti di mercato di qualità inferiore più esposti ai rischi di coda. In un mercato con pochi margini di errore, i titoli ibridi rappresentano un'alternativa di qualità migliore.

Equilibrio di rischio e rendimento

Per quanto concerne il reddito, i rendimenti del credito investment grade sono superiori al 4%, mentre quelli degli ibridi corporate si collocano tra il 4% e l'8% a seconda di fattori quali la valuta, la call date e altre considerazioni strutturali o fondamentali. Nell'incertezza dell'attuale contesto macro, gli ibridi corporate rappresentano un'interessante opportunità d'investimento rispetto ad altri tipi di obbligazioni, compresi i titoli high yield. L'attuale differenziale di rendimento tra le emissioni high yield e gli ibridi societari è prossimo ai minimi storici, il che accresce l'attrattiva dei titoli ibridi sulla base del rendimento corretto per il rischio.

Cosa apportano i titoli ibridi a un portafoglio?

In breve: reddito, bassa esposizione alla duration e diversificazione. Gli ibridi corporate offrono un rendimento interessante rispetto alle obbligazioni societarie tradizionali con una duration relativamente bassa (inferiore a quattro anni, secondo il Bloomberg Global Corporate Hybrids Index). Inoltre, questi titoli presentano spread e rendimenti paragonabili a quelli del debito high yield, ma con una volatilità più contenuta. Dal momento che l'andamento dei prezzi degli ibridi corporate non è sempre allineato con quello delle altre due asset class, tali titoli possono ridurre il rischio complessivo del portafoglio nella misura in cui reagiscono in modo diverso alle fluttuazioni di mercato.

Gli ibridi societari comportano senz'altro alcuni rischi, come la possibilità di un differimento delle cedole o l'extension risk, ma tali rischi sono minimi. Il solido potenziale di performance, soprattutto nelle fasi di volatilità, fa di questi titoli una componente preziosa per qualsiasi portafoglio che si proponga di migliorare i propri risultati. ●



Cosa serve per eccellere nell'investimento obbligazionario?

Uno dei principali compiti di chi investe nel reddito fisso è quello di individuare i titoli apparentemente sottovalutati rispetto al loro valore intrinseco, un concetto spesso definito come "fattore value". Per monetizzarlo, servono approcci d'investimento quantitativi o fondamentali, ed è proprio su questi ultimi che si concentra il nostro documento. Cosa serve per sfruttare al meglio il fattore value e ottenere una sovraperformance regolare in tutti i cicli di mercato?

“ Le inefficienze del mercato creano opportunità: la nostra strategia contrarian estrae valore dai sell-off dettati dal panico

La risposta sta nell'adottare un approccio d'investimento contrarian. I mercati del credito spesso sono influenzati da bias comportamentali che portano a periodi di sopravvalutazione e sottovalutazione. Gli investitori, infatti, tendono a reagire in modo eccessivo agli eventi e al movimento del mercato, evidenziando una predilezione per il mercato domestico e

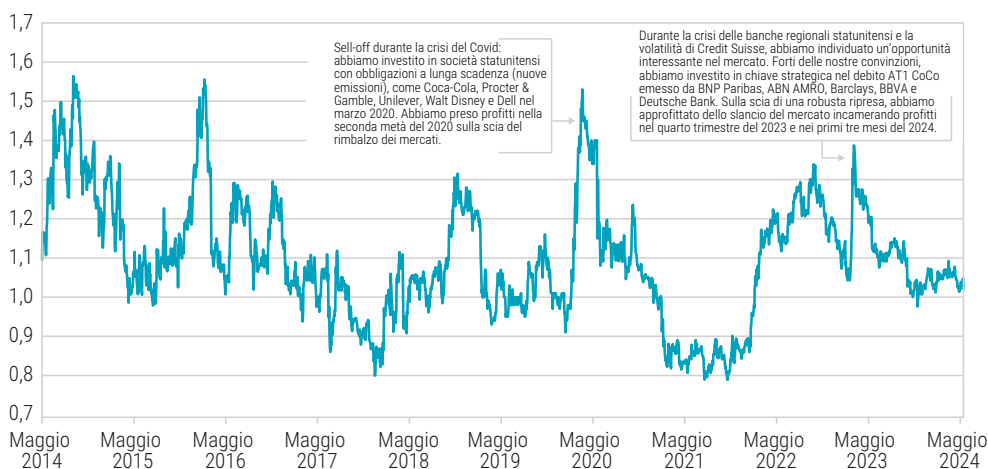
un'emotività maggiore in caso di perdite. Le vendite che ne derivano (spesso a qualsiasi prezzo) sono dettate dalla paura e mettono a nudo le inefficienze del mercato, all'interno delle quali gli investitori contrarian sanno individuare interessanti opportunità di valore.

Una strategia comprovata per una sovraperformance costante

Chi è in cerca di alfa, deve evitare di uniformarsi alla massa. Negli ultimi 15 anni abbiamo adottato una strategia di investimento contrarian, sostenuta da un'eshaustiva ricerca macroeconomica di tipo top-down e da un'approfondita analisi delle società. La nostra capacità di aumentare il rischio di credito in mercati volatili e in calo, riducendo al contempo l'esposizione ai mercati più costosi, è stata fondamentale per ottenere una sovraperformance regolare nei vari cicli di mercato.

La Figura 5 illustra il posizionamento top-down sul rischio (beta) nella nostra strategia di credito investment grade globale negli ultimi 10 anni. Un beta superiore a 1 indica che, in base al duration times spread (DTS), il portafoglio detiene un rischio di credito maggiore rispetto al mercato più ampio. Al contrario, un beta inferiore a 1 indica che il rischio di credito del portafoglio è inferiore.

Figura 5: Beta storica della strategia Robeco Global Credits; aumentiamo il rischio quando i mercati sono deboli, lo riduciamo quando i mercati sono forti



Fonte: Robeco, Bloomberg, maggio 2024. I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni. Rendimenti al lordo delle commissioni, sulla base del valore patrimoniale lordo. 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. La performance dal lancio inizia dal primo mese completo. I periodi inferiori a un anno non sono annualizzati. I valori e i rendimenti indicati sono espressi al lordo dei costi; i dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per l'emissione o il riscatto di quote..

Con una tradizione di lunga data nell'applicazione di strategie contrarian volte a individuare le migliori opportunità nei mercati del credito, i due esempi seguenti mostrano come il valore sia stato efficacemente sfruttato in periodi di perturbazione del mercato.

Come capitalizzare lo sconvolgimento pandemico dei mercati

Quando, a inizio 2020, è scoppiata la pandemia di Covid e i governi hanno imposto il lockdown economico, i mercati finanziari hanno reagito bruscamente, affossando i prezzi delle azioni e delle obbligazioni societarie. Noi allora, partendo dal nostro Credit Quarterly Outlook, abbiamo cercato di individuare le opportunità di valore nei mercati globali del credito. Eravamo fiduciosi del fatto che, a fronte degli aiuti finanziari dei governi a sostegno dell'economia e dell'allentamento delle condizioni monetarie da parte delle banche centrali, le società investment-grade di maggiori dimensioni e meglio gestite avrebbero resistito a un lockdown prolungato.

Abbiamo quindi iniziato a investire nel debito societario di alta qualità di USA ed Europa, portando il beta del portafoglio da meno di 1 a inizio anno a 1,5 alla fine di marzo 2020. Dopo lo shock iniziale e i successivi interventi a sostegno dell'economia, abbiamo assistito alla significativa ripresa dei mercati finanziari, con le obbligazioni societarie da noi acquistate che hanno registrato performance eccezionali. Non appena questi titoli sono tornati al valore normale o equo, abbiamo preso profitto e ridotto la nostra esposizione, riportando il beta del portafoglio a livelli inferiori a 1.

Ripresa dal crollo del debito bancario del 2023

Nel marzo 2023, in seguito al fallimento di una serie di banche regionali USA e alla fusione forzata di Credit Suisse con UBS, il debito subordinato (CoCo AT1) è stato completamente svalutato. Il mercato ha reagito bruscamente, mettendo sotto pressione il debito bancario, in particolare i CoCo AT1. In linea con la nostra strategia di investimento contrarian, abbiamo aumentato l'esposizione al rischio delle banche europee più grandi e diversificate, laddove la nostra analisi del credito bottom-up non evidenziava problemi di fondo e le valutazioni obbligazionarie erano particolarmente interessanti. Abbiamo evitato le banche USA o europee in difficoltà, concentrandoci sugli istituti più grandi e stabili. Passato lo shock iniziale e appurato che le banche più grandi e diversificate non ne avevano risentito, la nostra performance è stata favorita dal forte rimbalzo dei prezzi del debito bancario. Poi,

quando le nostre partecipazioni in questa fetta del debito AT1 hanno iniziato a sovraperformare il mercato, abbiamo gradualmente preso profitto.


Opportunità in tutti i mercati

Essere contrarian funziona in entrambi i sensi. Quando i mercati del credito (o alcuni loro segmenti) danno segni di debolezza, cerchiamo attivamente di aumentare il rischio sulle obbligazioni di società sottovalutate. Ma appena i mercati sembrano aver scontato tutte le buone notizie e diventano compiacenti, riduciamo il rischio e aspettiamo opportunità più convenienti.

L'approccio contrarian è profondamente radicato nella nostra strategia d'investimento e va oltre le correzioni di rischio per i singoli titoli presenti in portafoglio. L'indebolimento delle obbligazioni societarie a causa di reazioni eccessive dei mercati, ad esempio in caso di profit warning, viene percepito come una potenziale opportunità di acquisto, a condizione che la nostra ricerca sul credito escluda eventuali trappole di valore. Analogamente, quando i prezzi delle obbligazioni societarie si gonfiano per un eccesso di ottimismo, l'esposizione viene ridotta.

Grazie all'applicazione quotidiana e diligente di questo approccio e alla nostra solida gestione del rischio, puntiamo a una costante sovraperformance nei vari cicli di mercato, mantenendo al contempo un rischio controllato. ●

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.

Share Class	ISIN	Acc./Dist.
DH EUR	LU1811861357	Accumulazione
M2H EUR	LU2302992180	Accumulazione
IH EUR	LU1811861431	Accumulazione

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.

Share Class	ISIN	Acc./Dist.
DH EUR	LU1362999564	Accumulazione
M2H EUR	LU1648456058	Accumulazione
IH EUR	LU1071420456	Accumulazione

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.

Share Class	ISIN	Acc./Dist.
M2H EUR	LU1857098336	Accumulazione

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 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.

Share Class	ISIN	Acc./Dist.
DH EUR	LU2091212550	Accumulazione
BXH EUR	LU1806347388	Distribuzione
M2H EUR	LU1945299458	Accumulazione
M3H EUR	LU1945299532	Distribuzione

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.

Share Class	ISIN	Acc./Dist.
D EUR	LU0622663176	Accumulazione
B EUR	LU0622663093	Distribuzione
M2 EUR	LU1648455837	Accumulazione
M3 EUR	LU1648455910	Distribuzione
I EUR	LU0622664224	Accumulazione

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.

Share Class	ISIN	Acc./Dist.
D EUR	LU0213453771	Accumulazione
M2 EUR	LU1648457379	Accumulazione
I EUR	LU0210246277	Accumulazione

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

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

Ulteriori informazioni per gli investitori offshore statunitensi - Reg S

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

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

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Austria

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Brasile

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Brunei

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Canada

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nella Repubblica Cile

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Colombia

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

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

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Francia

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Germania

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Hong Kong

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

documento è stato distribuito da Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco è regolamentata dalla SFC di Hong Kong.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Indonesia

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Giappone

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in 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 MALAYSIANE.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Messico

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Perù

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Singapore

Il presente documento non è stato registrato presso l'Autorità Monetaria di Singapore (Monetary Authority of Singapore o "MAS"). Di conseguenza, il presente documento non può essere fatto circolare o distribuito direttamente o indirettamente a soggetti di Singapore diversi da (i) un investitore istituzionale ai sensi della Sezione 304 della SFA, (ii) un soggetto rilevante ai sensi della Sezione 305(1) o qualunque soggetto ai sensi della Sezione 305(2), e in conformità alle condizioni specificate nella Sezione 305 della SFA, o (iii) altrimenti ai sensi di e in conformità a, qualunque altra disposizione applicabile della SFA. Il contenuto del presente documento non è stato revisionato dalla MAS. La decisione di investire nel Fondo dovrebbe essere preceduta dall'analisi dei capitoli riguardanti le considerazioni sugli investimenti, i conflitti d'interesse, i fattori di rischio e le restrizioni alle vendite relative a Singapore (descritti al capitolo "Informazioni importanti per gli investitori di Singapore") contenuti nel prospetto. In caso di dubbi sulle rigide restrizioni applicabili all'utilizzo del presente documento, sulla situazione regolamentare del Fondo, sulla protezione regolamentare prevista, sui rischi associati e sull'adeguatezza del Fondo ai propri obiettivi, rivolgersi ad un consulente professionista. Gli investitori devono essere consapevoli che solamente i Comparti

indicati in appendice nel capitolo del prospetto intitolato "Importanti informazioni per gli investitori di Singapore" ("Comparti") sono disponibili per gli investitori di Singapore. I Comparti sono contraddistinti come organismi esteri soggetti a restrizioni ai sensi del Capitolo 289 della Securities and Futures Act di Singapore ("SFA") e invocano l'esenzione dall'obbligo di registrazione del prospetto ai sensi delle esenzioni previste dagli articoli 304 e 305 della SFA. I Comparti non sono autorizzati né riconosciuti dalla MAS e le Azioni dei Comparti non possono essere offerte al pubblico retail a Singapore. Il prospetto del Fondo non è considerato un prospetto ai sensi della SFA. Di conseguenza, la responsabilità legale prevista dalla SFA in relazione al contenuto dei prospetti non si applica. I Comparti possono essere promossi esclusivamente a persone sufficientemente esperte e sofisticate da comprendere i rischi insiti nell'investimento in tali veicoli, e che soddisfino alcuni altri criteri previsti dagli Articoli 304 o 305, o da altre disposizioni applicabili della SFA o di eventuali provvedimenti legislativi conseguenti. Occorre valutare con attenzione l'adeguatezza di un investimento alla propria situazione individuale. Robeco Singapore Private Limited è autorizzata quale gestore di fondi sui mercati di capitale dalla MAS e, in virtù di tale licenza, è soggetta ad alcune restrizioni in materia di clientela.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Spagna

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Sudafrica

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Svizzera

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Taiwan

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Thailandia

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

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

Alcuni Fondi 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

Questa è una comunicazione di marketing. Le informazioni sono fornite da Robeco Institutional Asset Management UK Limited, 30 Fenchurch Street, Part Level 8, Londra EC3M 3BD, società registrata in Inghilterra al numero 15362605. Robeco Institutional Asset Management UK Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA – numero di riferimento: 1007814). Quanto presente viene fornito solamente a scopo informativo e non costituisce una consulenza d'investimento, né un invito ad acquistare titoli o effettuare altri investimenti. Le informazioni sono rivolte esclusivamente a clienti professionisti e non sono destinate all'uso pubblico.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Uruguay

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

© Q1/2025



Per maggiori informazioni,
consultare il sito web di Robeco