



## Credit Quarterly Outlook Q4 2022

# Commercio e fiducia

- Le politiche monetarie, fiscali e geopolitiche sono a un punto di svolta
- Il ciclo del credito e quello economico devono proseguire ancora per un po'
- Le banche centrali influiscono sui mercati come mai prima d'ora

Il team Multi-Asset di Robeco ha appena pubblicato il suo ultimo outlook quinquennale, Rendimenti attesi a 5 anni, intitolato "L'era della confusione". Il documento riflette sui numerosi punti di svolta ciclici, secolari e geopolitici con cui ci troviamo alle prese in quanto operatori di mercato. Il team Credit concorda con questa valutazione.

Un esempio è dato dal fatto che le catene di approvvigionamento globali funzionino solo in tempo di pace. "Eurussia" si è inceppata e "Chimerica", la più grande relazione bilaterale del mondo, va monitorata con attenzione. La teoria delle aspettative commerciali ci dice che il commercio si basa sulla fiducia. Adesso stiamo entrando in una fase di deglobalizzazione o, come preferisce chiamarla il team Global Macro, di *ri-globalizzazione* secondo le linee delle nuove alleanze militari che si vanno delineando.

Questi trend secolari si sovrappongono a trend ciclici in cui le banche centrali continuano a portare avanti la loro

guerra contro l'inflazione. Per il momento prendiamo per buono quanto sostenuto dalle autorità monetarie, ossia che sia necessario causare sofferenza all'economia per riportare l'inflazione (attesa) in linea con il target, sorvolando quindi su un eventuale doppio mandato. Questo significa che si attendono ulteriori ripercussioni negative dalla recessione in termini di utili, investimenti,

### Outlook

Riservato ai clienti professionali  
Q4 2022

Victor Verberk & Sander Bus  
Co-heads Credit Team

Jamie Stuttard  
Credit Strategist

default sui leveraged loan e volatilità di mercato in generale. Le valutazioni sono calate, ma in misura non abbastanza generalizzata.

Riconosciamo che alla vigilia di questa recessione le imprese si trovano in condizioni più solide rispetto ad analoghe congiunture del passato, e che gli utili evidenziano una straordinaria resilienza. Servono tuttavia ulteriori prove del fatto che i mercati stiano prezzando una chiara recessione. A livello tecnico, le banche centrali effettueranno ulteriori rialzi dei tassi e in molti casi il QT deve ancora cominciare. Nel complesso, abbiamo posticipato leggermente la nostra previsione del punto di minimo del ciclo economico alla fine di quest'anno.

## Fondamentali

Negli ultimi dieci anni circa le autorità politiche hanno commesso errori madornali nel formulare previsioni sui trend di crescita o di inflazione. Abbiamo vissuto un decennio di inflazione quasi nulla e di quantitative easing, che ha provocato un marcato rialzo dei prezzi delle attività finanziarie. Poi è circolata l'idea che l'inflazione sarebbe stata transitoria. Adesso invece siamo entrati in una fase in cui le banche centrali temono che l'inflazione possa radicarsi nell'economia attraverso gli aumenti dei salari e il pricing power delle imprese. Questo ci dice quanto sia intrinsecamente difficile fare previsioni sull'inflazione, ma anche quanto sia complicato gestirla. Non esiste un manuale per le banche centrali. Ciò significa che non sono da escludersi errori di policy.

**“Le autorità monetarie ritengono di dover causare sofferenza all'economia, dal lato della domanda, per raffreddare le aspettative d'inflazione”**

Le autorità monetarie ritengono di dover causare sofferenza all'economia, dal lato della domanda, per raffreddare le aspettative d'inflazione. Per il momento non si può sperare che la Fed si preoccupi dell'occupazione in ottemperanza al suo duplice mandato. Anzi, è più facile che accada l'opposto. La Fed cesserà i rialzi dei tassi solo quando sarà soddisfatta una delle seguenti tre condizioni: l'inflazione diminuisce, l'economia rallenta notevolmente o le condizioni finanziarie diventano molto più restrittive. Ecco perché abbiamo posticipato leggermente la nostra previsione in merito al punto di minimo di questo ciclo.

Abbiamo effettuato un'analisi storica per ottenere indicazioni su quale potrebbe essere la natura di questa

sofferenza e su cosa potremmo scoprire riguardo ai tempi e possibilmente all'entità della prossima recessione. Facciamo qualche esempio.

In primo luogo, la storia ci insegna che quando l'indice ISM scende da 60 a 50 gli spread tendono ad allargarsi. Solo quando la recessione diventa conclamata – in genere una volta che gli indici ISM e PMI scendono sotto quota 47-48 – la contrazione viene di solito scontata dai mercati. Se gli indici ISM o PMI offrono valide indicazioni anche stavolta, non siamo ancora arrivati a questo punto. Tra l'altro, la tipica recessione comporta una contrazione del PIL del 5%, e anche questo è un dato interessante da osservare.

In secondo luogo, la crescita degli occupati tende in media a calare sotto le 200.000 unità alla fine del ciclo di inasprimento. L'economia statunitense è ancora ampiamente al di sopra di questo livello.

In terzo luogo, le condizioni finanziarie mediane durante le recessioni del passato sono state molto più rigide di quelle attuali. Sulla base di questa metrica, l'impatto sui tassi, sui prezzi del petrolio e sui mercati azionari non è ancora terminato.

Quarto, le componenti vischiose dell'inflazione, come gli affitti, evidenziano ancora una tendenza al rialzo. Inoltre, l'indicatore dei salari della Fed di Atlanta non dà ancora cenni di moderazione.

Quinto, il mercato immobiliare ha iniziato a rallentare sulla scia dell'aumento dei tassi ipotecari. In questa fase tale decelerazione è più visibile nelle vendite di abitazioni che nei prezzi, ma avrà un impatto corrispondente sulla spesa per l'acquisto di beni durevoli.

Questi sono solo alcuni dei molti esempi che abbiamo esaminato. La conclusione generale è che, in termini di ciclo economico, non siamo ancora a un punto di svolta secondo la maggior parte dei parametri.

C'è poi il ciclo di mercato. Storicamente, le fasi ribassiste dei mercati del credito associate alle recessioni durano almeno 1,5 anni. Finora siamo arrivati solo a nove mesi. Inoltre, di solito gli spread registrano un aumento di almeno 150 punti base (pb), mentre a oggi si sono ampliati di meno della metà. Su una nota più ottimistica, il carry è aumentato e i picchi degli spread sono spesso temporanei; questo significa che a un certo punto ci si può aspettare extra-rendimenti positivi su un orizzonte di 12 mesi.

Dobbiamo anche sottolineare che le banche centrali hanno l'abitudine, manifestata più volte nel corso della storia, di attuare una stretta eccessiva per poi tornare quasi completamente sui loro passi. È impossibile sapere con

precisione quando arriveremo verso la fine del ciclo di inasprimento, ma una volta che le condizioni diventano restrittive rispetto al livello stimato dei tassi neutrali, sappiamo di essere in presenza di una stretta eccessiva.

Sappiamo che storicamente i tassi d'interesse raggiungono un picco prima degli spread creditizi. Sappiamo anche che il picco dei tassi d'interesse coincide in media, più o meno, con il penultimo rialzo dei tassi. Sulla base di questo quadro, la nostra conclusione è che il picco dei tassi potrebbe arrivare intorno a novembre o dicembre di quest'anno. Se questa previsione è sbagliata, probabilmente è perché il picco giungerà più tardi anziché più presto di quanto ci aspettiamo. I mercati ci dicono che il picco dei tassi arriverà nel primo trimestre 2023.

I bilanci delle imprese, come abbiamo detto nell'introduzione, sembrano generalmente solidi. Naturalmente, sappiamo che gli utili calano del 20-30% durante una fase recessiva. Tuttavia, le revisioni delle stime sugli utili delle ultime settimane hanno ripreso quota dai livelli molto più bassi del periodo precedente, il che ci sembra un fatto degno di nota.

Le nostre discussioni si sono soffermate anche sul confronto tra economia nominale ed economia reale. Vediamo che i rendimenti reali, misurati dai TIPS statunitensi, stanno aumentando piuttosto rapidamente. In generale, questo fenomeno sottrae capitali ad asset rischiosi come gli immobili, le azioni, il credito e le materie prime. Si tratta quindi di un segnale negativo dal punto di vista degli investimenti. D'altro canto, non dobbiamo perdere di vista il fatto che i ricavi delle imprese e le entrate delle amministrazioni pubbliche potrebbero essere maggiormente legati all'economia nominale. L'inflazione ha l'effetto di accrescere i ricavi delle imprese e il gettito fiscale, sicché gli utili societari e le entrate dello Stato aumentano rispetto allo stock di debito nominale in essere.

Un'altra semplice spiegazione dell'attuale stato di salute del settore privato risiede nel fatto che le aziende, dopo la crisi del Covid, non hanno avuto il tempo di aumentare l'indebitamento come succede di solito nei mercati rialzisti. Forse è per questo che gli astri nascenti superano ancora i cosiddetti "fallen angel", anche se non attribuiamo molto valore a questo indicatore ritardato.

**"È evidente che non possiamo aspettarci che la vecchia locomotiva dell'economia globale faccia il suo lavoro anche questa volta"**

In questo trimestre abbiamo dedicato poco tempo alla Cina. È evidente che non possiamo aspettarci che la vecchia locomotiva dell'economia globale faccia il suo lavoro anche questa volta. Nutriamo serie preoccupazioni, ad esempio, riguardo alle aspettative di crescita, ai livelli di debito e all'altissima disoccupazione giovanile. Inoltre, le restrizioni economiche causate dalle politiche anti-Covid non sono d'aiuto.

La conclusione è che non vogliamo sembrare troppo pessimisti, ma al contempo dobbiamo avere ancora pazienza e aspettare che il ciclo del credito entri nella fase conclusiva. Siamo consapevoli del fatto che un team creditizio potrebbe avere la tendenza ad assumere un orientamento un po' troppo ribassista, a fare estrapolazioni eccessive riguardo alle politiche della Fed o ad essere troppo fiducioso sulla base di un'analisi storica che potrebbe non indicare la strada giusta da seguire in futuro.

Ci sono alcuni rischi di coda positivi che potrebbero modificare lo scenario di base. In primo luogo, una fine inaspettata della guerra in Ucraina o della recessione stessa potrebbero far calare ancora di molto il prezzo del petrolio. Questo sviluppo avrebbe implicazioni favorevoli per l'inflazione e per la crescita e potrebbe dare alla Fed un buon motivo per sospendere i rialzi. In secondo luogo, il pricing power delle imprese potrebbe rivelarsi più robusto del previsto, con ricadute positive sulla salute finanziaria delle aziende stesse. Tutto considerato, crediamo di non aver ancora assistito a tutte le fasi del mercato ribassista, ma che ci stiamo avviando lentamente verso la fine.

## Valutazioni

Una nota di ottimismo è data dal netto miglioramento delle valutazioni favorito dalla dolorosa correlazione positiva tra credito, titoli di Stato e azioni registrata dall'inizio del 2022. Il tipico fondo bilanciato 60/40 ha subito una perdita del 18% e i mercati obbligazionari hanno accusato il peggior ribasso in termini di rendimento totale da molti anni a questa parte. Il rovescio della medaglia è che le valutazioni hanno iniziato a muoversi verso livelli più interessanti. Descriviamo alcuni segmenti del mercato separatamente, poiché la composizione dei rendimenti delle obbligazioni corporate è diventata piuttosto complessa.

Partendo dal segmento meno rischioso dello spettro, siamo molto ottimisti sugli swap spread europei. In termini di valore relativo, si tratta del segmento di mercato più conveniente su base corretta per il rischio rispetto al proprio passato. Ciò è dovuto alla scarsità di Bund e alle condizioni molto tese sui mercati dei pronti contro termine,

che sono a loro volta uno dei tanti effetti collaterali del QE. Questo significa che gli spread creditizi europei sono diventati più convenienti di quelli statunitensi se l'investitore ha come benchmark i titoli di Stato. Il risultato è che il credito investment grade di alta qualità, come i covered bond o i titoli di agenzie, è diventato estremamente interessante. Sulla base di metriche quali l'ASW o lo spread-over-swap, gli spread creditizi non sembrano ancora convenienti. L'avvio di un programma di QT ("quantitative tightening") da parte della BCE nei prossimi mesi potrebbe alleviare in parte la scarsità di Bund.

Un altro aspetto dei mercati europei sono gli spread italiani. Considerata la direzione politica assunta dall'Italia e la salute finanziaria del suo governo, gli spread italiani non riflettono a nostro avviso il giusto premio al rischio. Nonostante la possibilità che la BCE attenui l'ampliamento degli spread italiani al superamento di una certa soglia, rimaniamo cauti sull'esposizione alle obbligazioni societarie italiane.

Quanto all'high yield statunitense, l'OAS si è attestato storicamente in media a 540 pb. Oggi siamo vicini a tale valore, ma spesso durante le recessioni gli spread superano di due volte questo livello. Attualmente gli spread non riflettono un premio per l'aumento dei tassi di default o altri premi al rischio inattesi. Tuttavia, con l'indebolimento dei mercati, entreranno probabilmente in una fase in cui gli extra-rendimenti su un orizzonte di 12 mesi diventano positivi.

Durante una recessione, gli spread investment grade statunitensi tendono ad ampliarsi fino a superare i 200 pb. Non siamo ancora a quel punto, poiché i differenziali si collocano al momento intorno a 150 pb. In Europa, gli spread si sono ulteriormente allargati a causa dello swap spread, ma essenzialmente il premio per il rischio di credito anziché per il rischio di liquidità non è ancora tale da giustificare una posizione lunga sul beta rispetto all'indice. Anche in questo caso, ci sono segmenti del mercato, come i titoli bancari o ciclici, che hanno subito un significativo repricing e che potrebbero già giustificare una posizione lunga. E anche qui vi sono scenari in cui l'extra-rendimento su un orizzonte di 12 mesi sta diventando positivo.

Gli indicatori di dispersione, come gli spread tra i titoli BBB e AAA o tra le emissioni con rating CCC, suggeriscono che la dispersione deve ancora migliorare prima che si possa definire conveniente il mercato del credito. Gli OAS dei titoli BBB, ad esempio, possono facilmente raggiungere i 400 pb, contro gli attuali livelli di appena 200 pb.

Gli spread dei derivati di credito, quali misurati dalle serie iTraxx o CDX, sembrano più avanti nel loro tragitto verso un

massimo storico. La base rimane positiva poiché non abbiamo ancora rilevato vendite forzate nei mercati dei cash bond. In ogni caso, sembra che siano state approntate molte coperture e vediamo nei derivati lo strumento principe per assumere un'esposizione long beta.

**"Il mercato europeo è sottovalutato rispetto a quello statunitense, il che ha senso se si considera che la maggior parte dei rischi fondamentali più gravi si ripercuote sul continente europeo"**

Il mercato europeo è sottovalutato rispetto a quello statunitense, il che ha senso se si considera che la maggior parte dei rischi fondamentali più gravi si ripercuote sul continente europeo. Che si tratti del rischio politico, del un ritardo delle banche centrali nella lotta all'inflazione o della guerra in Ucraina, questi elementi incidono molto più sull'Europa che sugli Stati Uniti. Tuttavia, questi sono tutti fattori di rischio noti. I mercati si muovono in base al rischio incrementale o a fattori di rischio nuovi. Riteniamo che l'Europa dovrebbe essere sovraperponderata rispetto agli USA. Le obbligazioni denominate in EUR riferibili a strutture di capitale globali sono scambiate a valutazioni interessanti.

Abbiamo esaminato anche, come riferimento, gli utili e le valutazioni azionarie. È stato qui che ci siamo resi conto dei pericoli che si corrono nel fare estrapolazioni azzardate a partire da tendenze deboli. Ecco qualche fatto. In primo luogo, il 50% dei componenti del NASDAQ è in calo di oltre il 50%. In secondo luogo, stando al rapporto prezzo/fatturato, i titoli fintech globali sono stati probabilmente ipervenduti. Terzo, i titoli FAANG (con modelli di business e cash flow reali) hanno ceduto a oggi dal 30% al 70% rispetto al picco. Infine, le azioni cicliche/value europee si attestano su livelli di ipervenduto senza precedenti rispetto ai titoli difensivi. È chiaro che gli asset a lunga duration hanno subito un duro colpo e che una recessione è adesso in una certa misura scontata nelle quotazioni.

C'è un'osservazione da fare riguardo a un'area particolare del mercato del credito. Le dimensioni del mercato dei leveraged loan negli Stati Uniti superano i 1.000 miliardi di dollari (di cui ben l'80% è costituito da prestiti con rating B/CCC). Sulla scia dell'imponente domanda degli anni precedenti, trainata dalle CLO, il settore ha finito per essere dominato dai prestiti "covenant lite". I volumi di emissione



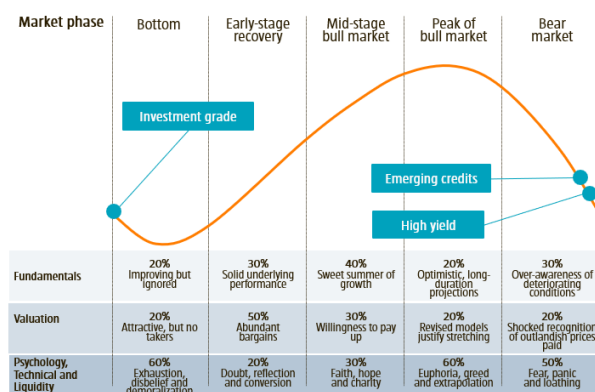
di obbligazioni high yield rimangono quindi deludenti. Data la debolezza del credito con rating B nell'ambito di queste strutture, potremmo assistere a episodi di vendita forzata (deleveraging) se i declassamenti colpissero la categoria CCC.

Questo mercato è meno visibile alla maggior parte degli operatori, ma è il segmento in cui si trovano i bilanci con un eccesso di leva finanziaria. C'è un impatto fondamentale anche sui mutuatari: il rialzo dei rendimenti potrebbe dar luogo a incidenti in quest'ambito, poiché i maggiori oneri finanziari si traducono direttamente in un calo degli utili per i mutuatari con strutture di debito a tasso variabile, dato che i tassi aumentano ogni tre mesi in occasione del ripristino dei parametri di riferimento per i prestiti.

La conclusione è che le valutazioni sono diventate più appetibili. Diffidiamo dei forti rally del mercato ribassista che si sono verificati negli ultimi mesi. Nei prossimi mesi passeremo lentamente da posizioni neutrali a posizioni lunghe.

Figure 1 | Il ciclo di mercato

Mappatura della nostra valutazione sui segmenti di mercato



Fonte: Robeco, settembre 2022

## Quadro tecnico

Che si abbia una posizione long o short, la conclusione sarebbe la stessa: il quadro tecnico ha oggi un'influenza dominante sui mercati. Il ritiro della liquidità da parte delle banche centrali è ancora il fattore trainante, come avevamo previsto nel Credit Quarterly Outlook di dicembre 2021. Le performance di azioni e obbligazioni rimangono correlate alle variazioni dei bilanci aggregati dei principali istituti di emissione mondiali. Il passaggio dal QE al QT comporta una significativa deflazione dei prezzi degli asset.

In un'inversione di tendenza rispetto a quanto accaduto nell'ultimo decennio.

Dato il messaggio molto chiaro delle autorità monetarie, che considerano prioritario riportare l'inflazione in linea con il target, non crediamo che un programma di QE possa salvare il mercato in tempi brevi; dobbiamo invece aspettarci una maggiore volatilità. Il risvolto positivo è che la formazione di nuove bolle sarà molto più difficoltoso. Come scrive Richard Koo da molti anni, investire il QE nello stesso momento in cui si devono aumentare i tassi è estremamente arduo. Le riserve libere devono essere assorbite e potremmo persino assistere a dibattiti politici su possibili sussidi offerti dalle autorità monetarie alle banche commerciali attraverso il rimborso di rendimenti più elevati su tali riserve.

Queste politiche hanno importanti ramificazioni nei nostri mercati. L'entità degli interventi delle banche centrali nei mercati obbligazionari negli ultimi anni ha comportato una notevole diminuzione della liquidità nel mercato secondario nel 2022. Il mercato è diventato, a volte, una strada a senso unico. Con il ritiro delle banche centrali, il mercato dovrà trovare da solo un nuovo equilibrio. Nel frattempo, la mancanza di protezione contro la volatilità comporta una maggiore vulnerabilità agli shock di grande entità.

La conclusione sul quadro tecnico è che rispettiamo il vecchio adagio secondo cui è meglio non opporsi alla Fed o a qualsiasi altra banca centrale. Per adesso, mancano ancora alcuni mesi al penultimo rialzo dei tassi; inoltre, una volta che questi si saranno stabilizzati, la storia insegna che potremmo prima andare incontro a un periodo di calo dei rendimenti e di aumento degli spread.

## Conclusione

L'era della confusione è iniziata. I punti di svolta del ciclo economico, il ciclo monetario e alcuni cicli secolari legati alle dinamiche demografiche (si prospetta una carenza permanente di manodopera?) e alla geopolitica rendono confusa l'analisi del periodo che stiamo vivendo.

Per il momento crediamo che, se la storia ci insegna qualcosa, è che il ciclo economico deve proseguire ancora per un po', che sussiste il rischio di una reazione eccessiva delle banche centrali e che il mercato nel suo insieme non sconta ancora una recessione conclamata. Siamo consapevoli dell'ampliamento degli spread e in alcuni segmenti del mercato abbiamo iniziato ad acquistare, ma è prudente avere ancora un po' di pazienza prima di assumere una posizione lunga sul beta.

## Posizionamento

La nostra preferenza va agli spread europei rispetto a quelli statunitensi. Ciò è dovuto esclusivamente ai fattori di rischio sopra menzionati, per effetto dei quali i mercati europei sono sottovalutati rispetto agli omologhi statunitensi.

Vediamo con favore gli swap spread e quindi le obbligazioni corporate europee di qualità superiore.

Appreziamo anche il settore bancario, in particolare gli istituti con bilanci semplici e poche riserve libere, che beneficeranno dell'aumento dei rendimenti. Gli spread dei titoli senior garantiti e non garantiti sono molto appetibili.

Nell'high yield preferiamo restare focalizzati sulla qualità. Anche in questo caso sovrappesiamo l'Europa e continuiamo a privilegiare gli emittenti non ciclici più stabili. I livelli di beta del portafoglio rispecchiano adesso una minore sottoponderazione e osserviamo attentamente l'andamento dei derivati prima di fare il passo successivo.

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

Fonte: Robeco, settembre 2022

*Ringraziamenti: Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Nella preparazione delle nostre view sul credito, abbiamo tenuto conto delle opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Jamie Stuttard (Robeco), Kamil Amin (UBS), Mislav Matejka (JPMorgan) e Matt King (Citi).*

## 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 laddove diversamente specificato, i prezzi utilizzati per le cifre relative alla performance dei Fondi lussemburghesi sono i prezzi operativi di fine mese al netto delle commissioni fino al 4 agosto 2010. A partire dal 4 agosto 2010, i prezzi operativi al netto delle commissioni saranno quelli del primo giorno lavorativo del mese. I dati riferiti al rendimento rispetto al benchmark mostrano i risultati della gestione degli investimenti al netto delle commissioni di gestione e/o di performance; i rendimenti del Fondo implicano il reinvestimento dei dividendi e sono basati sul valore patrimoniale netto ai prezzi e ai tassi di cambio in vigore al momento della valutazione del benchmark. 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 le informazioni chiave per gli investitori per i Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente sui siti web Robeco.

### Ulteriori informazioni per gli investitori statunitensi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico nella Repubblica di Colombia. L'offerta del Fondo è rivolta a meno di cento investitori identificati personalmente. Il Fondo non può essere promosso o commercializzato in Colombia o a residenti colombiani, a meno che tale promozione e commercializzazione non avvengano ai sensi del Decreto 2555 del 2010 e altri regolamenti e norme applicabili relative alla promozione di Fondi esteri in Colombia.

**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**

Questi documenti sono destinati esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e vengono distribuiti 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 2780, membro di Japan Investment Advisors Association].

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

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

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

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

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

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

#### **Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Messico**

I fondi non sono stati e non saranno registrati presso il National Registry of Securities, gestito 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**

Il Fondo non è stato registrato presso la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) e viene collocato mediante offerta privata. La SMV non ha analizzato le informazioni fornite all'investitore. Il documento è destinato unicamente agli investitori istituzionali in Perù e non è finalizzato 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, gli investitori dovranno 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: Affolternstrasse 56, 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 per gli investitori (KIID), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del/i Fondo/i, nonché l'elenco degli acquisti e delle vendite effettuate dal/i Fondo/i nell'esercizio finanziario possono essere ottenuti, gratuitamente e a semplice richiesta, presso la sede del rappresentante svizzero ACOLIN Fund Services AG. I prospetti sono inoltre disponibili tramite il sito web.

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

Robeco Switzerland Ltd, indirizzo postale Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera è autorizzato quale gestore patrimoniale di investimenti collettivi dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA. Gli strumenti finanziari e le strategie di investimento a marchio RobecoSAM che fanno riferimento a tali strumenti finanziari sono generalmente gestiti da Robeco Switzerland Ltd. RobecoSAM è il marchio registrato di Robeco Holding B.V. Il marchio RobecoSAM viene utilizzato per commercializzare servizi e prodotti che riflettono l'esperienza di Robeco in ambito di investimento sostenibile (SI). Il marchio RobecoSAM non costituisce una persona giuridica separata.

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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