



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES CRÉDIT Q4 2023

Cette fois-ci n'a *rien* de différent

- Les marchés semblent avoir pleinement accepté l'idée d'un atterrissage en douceur
- Les décalages de la politique monétaire sont plus longs
- Positionnement en faveur de la décompression et du portage de qualité

Le consensus sur le marché est passé d'une forte probabilité de récession à un atterrissage en douceur très probable, du moins aux États-Unis. Le positionnement des investisseurs a évolué en conséquence au cours de l'été. Aujourd'hui, le positionnement prudent a évolué vers une position nette longue et de nombreux stratégies « sell-side » ont revu à la baisse leurs prévisions de spreads pour la fin de l'année.

Nous pensons que c'est précisément le moment de rester prudent. Les lois économiques se sont toujours appliquées, et cette fois-ci ne devrait pas être différente. Les investisseurs doivent se méfier des affirmations contraires. Historiquement, les cycles de resserrement monétaire importants se sont toujours soldés par une récession, seul le délai diffère. Et il s'agit de la plus forte hausse des taux depuis des décennies.

Nous n'avons pas de boule de cristal, mais nous pensons que les marchés sont actuellement trop optimistes et complaisants. Les facteurs à l'origine du retard dans la transmission de la politique monétaire ont désormais largement joué. Le réservoir d'épargne est presque épuisé, les mesures de relance budgétaire ont atteint leur maximum et la reprise du secteur des services est achevée.

La hausse des taux d'intérêt commencera bientôt à toucher les entreprises les moins bien notées et entraînera probablement une décompression entre l'Investment Grade et le High Yield. Une fois que les banques centrales auront fini de relever leurs taux et que la volatilité des taux aura diminué, les marchés Investment Grade pourraient bien s'avérer être une classe d'actifs attrayante par rapport aux actifs plus risqués. C'est pourquoi nous préférons les titres Investment Grade à ceux du High Yield et, au sein de ces derniers, nous plaidons fortement en faveur d'un tilt vers la qualité.

Nous avons une position confortablement longue sur le portage de qualité et sommes positionnés pour la décompression. Par conséquent, nous sommes légèrement longs en bêta dans l'investment grade, et nous maintenons fermement notre positionnement conservateur dans le High Yield.

PERSPECTIVES SEPTEMBRE 2023

Matériel de marketing destiné aux investisseurs professionnels, non destiné à une distribution ultérieure



Bus Sander
High yield



Reinout Schapers
Investment grade

Fondamentaux

L'économie américaine s'est montrée particulièrement résiliente malgré le cycle de hausse le plus marqué depuis des décennies. L'idée reçue selon laquelle les cycles de forte hausse se soldent toujours par une récession est aujourd'hui remise en question. Après presque un an, le consensus semble s'être éloigné d'une récession pour s'orienter vers un scénario d'atterrissage en douceur. Nombreux sont ceux qui ont commencé l'année avec une vision très prudente des marchés, comme nous l'avons fait. À ce stade, nous n'avons pas été tentés de changer d'avis, car nous commençons à avoir la confirmation que les bonnes surprises touchent à leur fin.

Nous continuons à penser que les lois économiques s'appliquent et que ce cycle de hausse aura des conséquences similaires à celles du passé. La seule différence est que le délai d'application de la politique est un peu plus long. Ce délai plus long peut s'expliquer par le déséquilibre auquel le monde a dû faire face après la crise de Covid : un réservoir d'épargne élevé, une demande de rattrapage pour les services et d'importants carnets de commandes dans le secteur automobile, par exemple. En outre, le soutien fiscal, en particulier aux États-Unis, a soutenu la croissance et l'emploi. Alors, pourquoi pensons-nous que le marché est trop complaisant quant aux perspectives d'un atterrissage en douceur ? Nous pensons que les effets mentionnés précédemment semblent avoir fait leur temps.

Tout d'abord, les États-Unis ont bénéficié d'une relance budgétaire excessive, mais à partir de maintenant, l'impulsion budgétaire sera négative. Deuxièmement, la poursuite de la reprise dans le secteur des services n'apportera rien de plus, comme l'indique le passage de l'indice PMI des services sous la barre des 50. Troisièmement, les consommateurs ont épuisé leur épargne excédentaire et la perception très élevée de la sécurité de l'emploi ne peut que diminuer à partir de ce point. En d'autres termes, il est difficile d'envisager un maintien de la vigueur des dépenses de consommation, de sorte que les entreprises auront plus de mal à répercuter l'inflation du coût des intrants à l'avenir. Pour être clair, cela ne signifie en aucun cas que nous nous attendons à une récession profonde. Nous n'avons pas assisté à un cycle de surinvestissement ; par conséquent, nous ne nous attendons pas à une baisse des dépenses d'investissement, qui est généralement symptomatique des récessions profondes. Cependant, nous pourrions assister à des dommages collatéraux, à l'instar de ce qui s'est passé en mars dernier lors de la crise bancaire régionale aux États-Unis.

" Nous continuons à penser que les lois économiques s'appliquent et que ce cycle de hausse aura des conséquences similaires à celles du passé "

L'économie européenne n'a pas été aussi forte que celle des États-Unis. L'Europe n'a pas bénéficié de la même impulsion budgétaire et, en tant qu'économie plus ouverte, elle n'a pas été à l'abri de la faiblesse de la Chine, l'un de ses principaux partenaires commerciaux. Une autre grande différence entre les États-Unis et l'Europe est que cette dernière est un importateur net d'énergie. Avec un certain retard, nous commençons à voir les premières conséquences du resserrement monétaire, comme en témoigne l'augmentation du nombre de faillites (à partir d'un niveau très bas). Il est possible que nous ayons déjà assisté à la dernière hausse des taux en Europe, la première baisse étant prévue pour l'année prochaine.

L'économie chinoise montre des signes évidents de faiblesse depuis plus d'un an. À court terme, l'économie chinoise pourrait bénéficier d'un certain soutien par le biais d'un assouplissement de la politique fiscale et monétaire. Cependant, jusqu'à présent, le niveau de soutien n'a pas été à la hauteur et on peut se demander s'il sera suffisant pour soutenir une reprise. Pour l'avenir, la Chine est confrontée à de sérieux défis qui ressemblent à l'expérience du Japon après 1990. Pendant trop longtemps, le pays s'est appuyé sur les dépenses d'investissement pour maintenir la croissance de son économie, ce qui a entraîné des niveaux d'endettement élevés et des surcapacités. Un endettement élevé et la déflation ne font pas bon ménage. Les tensions commerciales avec les partenaires commerciaux occidentaux et le vieillissement de la population ajoutent au sentiment négatif. Au cours de l'été, nous avons vu les tensions s'intensifier avec des problèmes de liquidité dans plusieurs véhicules de financement des collectivités locales (LGFV). Le secteur de la construction est toujours dans le marasme, les ventes des grands promoteurs ayant diminué de plus de moitié cette année, et nombre d'entre eux ayant fait défaut au cours de l'année écoulée.

Jusqu'à présent, étant donné que cet événement n'est pas encore considéré comme une menace pour la stabilité financière mondiale, il y a eu peu de contagion du marché en dehors de la Chine. Toutefois, il est clair que l'Europe, et en particulier l'Allemagne, est la plus menacée par les difficultés économiques de la Chine.

Ailleurs dans les marchés émergents, nous notons quelques développements positifs. Plusieurs pays asiatiques pourraient bénéficier des tensions entre la Chine et l'Occident, car ils sont bien placés pour reprendre le rôle de la Chine en tant que centre d'outsourcing. Nous constatons également des divergences dans les politiques monétaires des économies émergentes, certains pays réduisant désormais leurs taux alors que les perspectives d'inflation commencent à s'améliorer. En Amérique latine, nous constatons que les efforts de délocalisation de l'Amérique ont eu des retombées positives.

Les fondamentaux des entreprises étaient solides lorsque nous avons entamé le cycle de hausse des taux. Les bénéfiques ont surpris à la hausse cette année. Toutefois, d'une année sur l'autre, les bénéfiques sont désormais en baisse dans l'ensemble du secteur des entreprises. Comme de nombreuses entreprises ont bloqué des taux bas pendant l'ère Covid, pour l'entreprise moyenne, il y a un décalage entre les hausses de taux et l'augmentation réelle des charges d'intérêt. C'est particulièrement vrai pour les entreprises de qualité, qui ont tendance à avoir des échéances moyennes très longues, ce qui signifie que le coupon moyen n'a pratiquement pas augmenté. En ce qui concerne le High Yield, les maturités sont plus courtes et nous constatons que la hausse des taux commence déjà à se faire sentir, en particulier pour les entreprises qui ont beaucoup de prêts à taux variable dans leur portefeuille de financement. Une part importante des sociétés notées B et CCC verront leur ratio de couverture des intérêts baisser jusqu'à des niveaux critiques une fois qu'une partie importante de leur dette sera refinancée aux taux de rendement actuels du marché.

Valorisations

Les taux sans risque ont continué d'augmenter au cours du trimestre, tandis que les spreads de crédit se sont maintenus, voire resserrés. Depuis le début de l'année, dans le secteur du High Yield, nous avons observé une compression des notations, les crédits les moins bien notés surperformant les mieux notés. Cela reflète le fait que le risque de récession n'est pas pris en compte dans les prix. Nous nous attendons à ce que les marchés du crédit commencent leur décompression dans les mois à venir, car nous pensons que le marché sous-évalue actuellement le risque de récession. Nous privilégions les positions de portage de qualité qui semblent encore attractives sur une base historique, et nous préférons rester à l'écart de la partie la plus risquée des marchés qui se négocie à un niveau élevé selon les niveaux historiques.

Les valorisations des titres de qualité sont meilleures. Sur les marchés Investment Grade, les banques continuent d'offrir la meilleure valeur. Les banques bénéficient de l'environnement de taux plus élevés grâce à l'amélioration des marges d'intérêt. Le papier bancaire de premier rang continue de se négocier à un niveau supérieur aux moyennes historiques et, à la suite des problèmes du Crédit Suisse en mars, cela est également vrai pour le papier bancaire AT1.

" Sur les marchés Investment Grade, les banques continuent d'offrir la meilleure valeur.

Les écarts de crédit européens sont plus importants que leurs homologues américains. Cela vaut aussi bien l'Investment Grade que pour le High Yield, sur une base ajustée en fonction de la notation et de maturité. Pour les émetteurs à double devise, nous constatons toujours une augmentation des obligations en euros, même lorsque nous tenons compte des écarts de swap plus importants sur le marché de l'euro. Nous apprécions le fait que des primes de risque légèrement plus élevées sont justifiées pour les entreprises qui ont une exposition élevée au marché de l'euro, étant donné le risque géopolitique plus élevé en Europe. Nous restons à l'aise avec le maintien d'une surpondération de l'exposition à l'Europe, car le spread supplémentaire compense suffisamment les risques additionnels.

Dans les portefeuilles High Yield, le biais régional en faveur de l'Europe est en partie la conséquence de notre préférence marquée pour la sous-pondération des titres CCC à fort effet de levier et des titres B simples à faible effet de levier. Il s'agit d'un segment surreprésenté sur le marché américain des obligations High Yield. Dans les portefeuilles Investment Grade", la sous-pondération des Etats-Unis s'explique principalement par la sous-pondération de la partie très onéreuse du marché à long terme (15 ans et plus).

En ce qui concerne les marchés émergents, nous constatons une grande dispersion entre les pays, les secteurs et les notations. Nous restons prudents à l'égard des pays les plus risqués, y compris la Chine, et privilégions la qualité dans ce portefeuille et une vision neutre du bêta.

Facteurs Techniques

Bien que les facteurs techniques restent défavorables, certains indicateurs positifs laissent entrevoir des opportunités pour les obligations Investment Grade. La fin du cycle de hausse étant désormais en vue, nous devrions assister à une période de moindre volatilité des taux. Une diminution de la volatilité ouvre la voie aux opérations de portage et les obligations Investment Grade en seraient les bénéficiaires. Cet environnement crée également des perspectives de baisse des rendements des obligations d'État, ce qui profitera aux rendements totaux de l'investment grade. Toutefois, le scénario est différent pour les obligations High Yield, qui ont tendance à sous-performer dans un contexte de baisse des taux, qui coïncide généralement avec un affaiblissement de l'économie et une augmentation des défauts de paiement.

Il aurait été tout simplement miraculeux que les responsables de la politique monétaire soient en mesure de fixer les taux exactement comme il se doit et de réaliser un atterrissage en douceur, évitant ainsi l'inflation et maintenant une croissance économique positive. Il y a tout simplement trop d'incertitudes liées aux délais d'application de la politique monétaire pour que cela se produise. L'inflation étant nettement supérieure aux niveaux visés, il est probable que les banques centrales opteront pour la prudence. Cela signifie qu'avec le recul, nous pouvons probablement conclure que les banques centrales ont laissé les taux trop élevés pendant trop longtemps ; cependant, étant donné l'incertitude actuelle, leur réaction est tout à fait logique. Sur les marchés du crédit actuels, le risque de récession est probablement plus élevé que ce que le marché prévoit.

Les caractéristiques techniques de l'offre constituent un autre facteur favorable aux obligations Investment Grade. En moyenne, les entreprises ont des profils de maturité assez longs et, comme elles disposent d'un flux de trésorerie disponible suffisant pour assurer le service de la dette, elles n'ont pas besoin de faire appel au marché. Par conséquent, nous avons assisté à un calendrier d'émissions nouvelles en demi-teinte. Compte tenu de l'importance des structures de capital, le refinancement des entreprises aura un impact limité sur le coût moyen de la dette à moyen terme. Il en va différemment pour le High Yield, car les maturités sont plus courtes et la génération de flux de trésorerie est plus faible. Les entreprises High Yield ont également retardé leur refinancement sur le marché obligataire, mais elles ne pourront pas continuer à le faire car le mur des échéances (2025/2026) se rapproche lentement.

" Nous sommes probablement proches de la fin de ce cycle, mais il est probable que nous n'en ayons pas encore vu tous les effets.

En revanche, la BCE a encore d'importantes positions en obligations d'entreprises qui doivent être débouclées. Il en résulte un excédent négatif. Dans le cas de l'Europe, nous sommes confrontés à des développements géopolitiques potentiellement négatifs, avec la guerre contre l'Ukraine qui continue de faire rage. Dans cet environnement, le potentiel d'événements négatifs inattendus est tout simplement élevé et nous considérons qu'il s'agit d'un facteur technique négatif.

Dans nos perspectives, nous avons également discuté des implications des enquêtes sur les prêts, qui indiquent clairement un resserrement des normes de prêt par les banques. En outre, la demande de prêts a été faible et l'impulsion du crédit, définie comme la variation de la croissance des prêts, est maintenant clairement négative. Historiquement, cela aurait entraîné une forte réduction de l'activité économique. Certains acteurs du marché affirment que les choses sont différentes cette fois-ci, mais nous choisissons de nous en tenir aux lois économiques et de soutenir l'idée qu'il s'agit simplement du résultat de décalages plus longs que nous n'avons pas encore réalisés.

Le cycle de la hausse fera très probablement apparaître quelques problèmes supplémentaires qui sont difficiles à prévoir. Nous avons constaté cette imprévisibilité au cours des dernières années avec la crise de l'investissement direct étranger en 2022 et les problèmes bancaires régionaux aux États-Unis au début de cette année. Nous savons simplement qu'historiquement, chaque cycle de hausse a causé des dommages collatéraux dans les secteurs de l'économie qui ne sont pas en mesure de supporter un environnement de hausse des taux.

Dans l'ensemble, nous concluons que les conditions techniques restent difficiles, en particulier pour les marchés High Yield.

Conclusion

Nous avons assisté au cycle de hausse le plus important des 40 dernières années pour lutter contre une inflation très élevée. Nous sommes probablement proches de la fin de ce cycle, mais il est probable que nous n'en ayons pas encore vu tous les effets. Le délai de mise en œuvre exact n'est pas clair, et il est peu probable que les banques centrales aient fait exactement ce qu'il fallait pour manœuvrer l'économie vers un atterrissage en douceur.

Il est plus probable qu'ils aient péché par excès de prudence et qu'ils aient trop augmenté afin de s'assurer que nous ne nous retrouvions pas dans une spirale prix-salaires. Nous pensons que l'économie réelle risque de souffrir davantage.

De nombreux acteurs du marché semblent avoir adopté le scénario de l'atterrissage en douceur et abandonné leurs prévisions de récession. Nous pensons que ce changement de point de vue a été principalement déclenché par des marchés qui n'ont pas réagi de la manière qui avait été anticipée. Il est vrai qu'une position prudente a été douloureuse cette année, en particulier dans le secteur High Yield, mais ce n'est pas une raison suffisante pour que nous nous écartions de notre point de vue. Le positionnement du marché étant devenu plus haussier, nous pensons que c'est une raison de plus pour rester prudent sur la partie la plus risquée des marchés du crédit et favoriser les aspects de meilleure qualité du marché. Les entreprises Investment Grade peuvent probablement s'en sortir raisonnablement bien dans cet environnement si la récession n'est pas trop profonde.

Positionnement

Nous préconisons une stratégie d'achat de portage de qualité et de positionnement pour la dispersion. Cela signifie que nous sommes à l'aise avec les obligations de haute qualité telles que les entreprises bien notées, les banques, les agences et les obligations sécurisées.

Pour les portefeuilles Investment Grade, nous pensons qu'il reste de la valeur dans les banques qui ne sont pas encore revenues aux niveaux du début de l'année 2023. Après le rallye auquel nous avons assisté au cours de l'été, nous cibons pour l'instant nos bêtas pour les portefeuilles IG juste au-dessus de 1, car les spreads ont considérablement évolué depuis nos dernières perspectives. Nous considérons qu'il s'agit d'une position conservatrice pour cette catégorie, qui nous permettra également d'augmenter le risque en cas de réapparition de la volatilité.

En ce qui concerne le High Yield, nous restons plus prudents. Dans un scénario de décompression, qui est notre hypothèse de base, nous nous attendons à une sous-performance des titres B et CCC les plus faibles. Plus que jamais, nous pensons que c'est le moment de privilégier la qualité dans le High Yield en surpondérant les BB par rapport aux catégories de notation inférieures, et de prendre une exposition au crédit par le biais du secteur bancaire et des noms croisés.

Nous surpondérons toujours l'Europe dans le portefeuille Investment Grade, ce qui s'explique en partie par la surpondération du secteur bancaire européen et la sous-pondération des actifs à long terme. Dans notre stratégie High Yield, la surpondération de l'Europe est le reflet de notre parti pris pour la qualité, le crédit de moindre qualité étant surreprésenté sur le marché américain.

Figure 1 - Positionnement actuel

	Constructif	Neutre	Prudence
Fondamentaux			✓
Valorisations		✓	
Facteurs Techniques			✓
Crédit IG		✓	
Crédit HY			✓
Financières	✓		
Non financières			✓
Emergents		✓	

Source : Robeco : Robeco, septembre 2023

Les invités : Nous tenons à remercier les invités qui ont contribué à ces perspectives trimestrielles par leurs présentations et leurs discussions. Les points de vue de Rikkert Scholten et Martin van Vliet (Robeco), Stephen Dulake (JP Morgan), Viktor Hjort (BNP Paribas) et Zhipeng Cai (Morgan Stanley) ont été pris en compte dans l'établissement de nos perspectives de crédit.

Informations importantes

Robeco Institutional Asset Management B.V. est titulaire d'une licence de gestionnaire d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et de fonds d'investissement alternatifs (FIA) ("fonds") délivrée par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers à Amsterdam. Ce document de commercialisation est destiné uniquement aux investisseurs professionnels, définis comme des investisseurs qualifiés de clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme des clients professionnels ou qui sont autorisés à recevoir de telles informations en vertu de toute loi applicable. Robeco Institutional Asset Management B.V. et/ou ses sociétés liées, affiliées et filiales, ("Robeco"), ne seront pas responsables des dommages résultant de l'utilisation de ce document. Les utilisateurs de ces informations qui fournissent des services d'investissement dans l'Union européenne ont la responsabilité de déterminer s'ils sont autorisés à recevoir ces informations conformément à la réglementation MiFID II. Dans la mesure où ces informations peuvent être considérées comme un avantage non monétaire mineur, raisonnable et approprié, au sens de la MiFID II, les utilisateurs qui fournissent des services d'investissement dans l'Union européenne sont tenus de se conformer aux exigences applicables en matière d'archivage et de divulgation. Le contenu de ce document est basé sur des sources d'information jugées fiables et est fourni sans garantie d'aucune sorte. Sans autre explication, ce document ne peut être considéré comme complet. Les opinions, estimations ou prévisions peuvent être modifiées à tout moment sans avertissement préalable. En cas de doute, veuillez demander un avis indépendant. Ce document est destiné à fournir à l'investisseur professionnel des informations générales sur les capacités spécifiques de Robeco, mais n'a pas été préparé par Robeco en tant que recherche d'investissement et ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil d'achat ou de vente de certains titres ou produits d'investissement ou d'adoption d'une stratégie d'investissement ou d'un conseil juridique, comptable ou fiscal. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans ce document sont et resteront la propriété de Robeco. Ce document ne peut être copié ou partagé avec le public. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme ou par quelque moyen que ce soit sans l'autorisation écrite préalable de Robeco. L'investissement comporte des risques. Avant d'investir, veuillez noter que le capital initial n'est pas garanti. Les investisseurs doivent s'assurer qu'ils comprennent parfaitement les risques associés à tout produit ou service de Robeco proposé dans leur pays de résidence. Les investisseurs doivent également tenir compte de leur propre objectif d'investissement et de leur niveau de tolérance au risque. Les rendements historiques sont fournis à titre d'illustration uniquement. Le prix des parts peut varier à la hausse comme à la baisse et les performances passées ne constituent pas une garantie de résultats futurs. Si la devise dans laquelle les performances passées sont affichées diffère de la devise du pays dans lequel vous résidez, vous devez savoir qu'en raison des fluctuations des taux de change, les performances affichées peuvent augmenter ou diminuer si elles sont converties dans votre devise locale. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et des frais encourus lors de la négociation de titres dans les portefeuilles des clients ou lors de l'émission et du rachat de parts. Sauf indication contraire, les performances sont i) nettes de frais sur la base des prix de transaction et ii) avec dividendes réinvestis. Veuillez-vous référer au prospectus des fonds pour plus de détails. Les performances sont indiquées nettes de frais de gestion. Les frais courants mentionnés dans ce document sont ceux indiqués dans le dernier rapport annuel du Fonds à la date de clôture de la dernière année civile. Ce document n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une personne ou une entité qui est citoyen ou résident d'une localité, d'un état, d'un pays ou d'une autre juridiction où une telle distribution, documentation, disponibilité ou utilisation serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui soumettrait un fonds ou Robeco Institutional Asset Management B.V. à une obligation d'enregistrement ou de licence dans une telle juridiction. Toute décision de souscrire des participations dans un fonds offert dans une juridiction particulière doit être prise uniquement sur la base des informations contenues dans le prospectus, lesquelles peuvent être différentes des informations contenues dans le présent document. Les candidats à l'achat d'actions doivent s'informer des exigences légales qui peuvent également s'appliquer, ainsi que des réglementations relatives au contrôle des changes et des taxes en vigueur dans les pays dont ils sont citoyens, résidents ou domiciliés. Les informations sur le Fonds, le cas échéant, contenues dans le présent document sont entièrement qualifiées par référence au prospectus, et le présent document doit, à tout moment, être lu conjointement avec le prospectus. Le prospectus contient des informations détaillées sur le Fonds et les risques associés. Le prospectus et le document d'informations clés (PRIIP) des fonds Robeco peuvent être obtenus gratuitement sur les sites Internet de Robeco.

Informations complémentaires pour les investisseurs américains

Robeco est considérée comme une "société affiliée participante" et certains de ses employés sont des "personnes associées" à Robeco Institutional Asset Management US Inc. ("RIAM US") conformément aux directives de non-intervention de la SEC. Les employés identifiés comme des personnes associées à RIAM US exercent des activités directement ou indirectement liées aux services de conseil en investissement fournis par RIAM US. Dans ces situations, ces personnes sont réputées agir au nom de RIAM US, un conseiller en investissement enregistré auprès de la SEC. Les réglementations de la SEC ne s'appliquent qu'aux clients, prospects et investisseurs de RIAM US. RIAM US est une filiale à 100 % d'ORIX Corporation Europe N.V. et offre des services de conseil en investissement à des clients institutionnels aux États-Unis.

Informations supplémentaires pour les investisseurs américains offshore - Reg S

Les Robeco Capital Growth Funds n'ont pas été enregistrés en vertu de la loi américaine sur les sociétés d'investissement (Investment Company Act) de 1940, telle que modifiée, ni de la loi américaine sur les valeurs mobilières (Securities Act) de 1933, telle que modifiée. Aucune des actions ne peut être offerte ou vendue, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à une personne américaine. Une personne américaine est définie comme (a) toute personne physique qui est un citoyen ou un résident des États-Unis aux fins de l'impôt fédéral sur le revenu ; (b) une société, un partenariat ou une autre entité créée ou organisée en vertu des lois des États-Unis ou existant aux États-Unis ; (c) une succession ou un trust dont le revenu est soumis à l'impôt fédéral sur le revenu des États-Unis, indépendamment du fait que ce revenu est effectivement lié à un commerce ou à une entreprise des États-Unis. Aux États-Unis, ce document ne peut être distribué qu'à une personne qui est un "distributeur" ou qui n'est pas une "US person", telle que définie par le règlement S de la loi américaine sur les valeurs mobilières de 1933 (telle qu'amendée).

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Australie et en Nouvelle-Zélande

Ce document est distribué en Australie par Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("RIAM BV"), qui est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu du Corporations Act 2001 (Cth) conformément à l'ASIC Class Order 03/1103. Robeco est réglementé par la Securities and Futures Commission en vertu des lois de Hong Kong, qui peuvent différer des lois australiennes. Ce document n'est distribué qu'aux "clients grossistes", tels que définis dans le Corporations Act 2001 (Cth). Il n'est pas destiné à être distribué ou diffusé, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. En Nouvelle-Zélande, ce document n'est disponible que pour les investisseurs de gros au sens de la clause 3(2) de l'annexe 1 du Financial Markets Conduct Act 2013 (FMCA). Ce document n'est pas destiné à être distribué au public en Australie et en Nouvelle-Zélande.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Autriche

Ces informations sont uniquement destinées aux investisseurs professionnels ou aux contreparties éligibles au sens de la loi autrichienne sur la surveillance des valeurs mobilières.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège au Brésil

Le Fonds ne peut être offert ou vendu au public au Brésil. En conséquence, le Fonds n'a pas été et ne sera pas enregistré auprès de la Commission brésilienne des valeurs mobilières (CVM) et n'a pas été soumis à l'approbation de cette dernière. Les documents relatifs au Fonds, ainsi que les informations qu'ils contiennent, ne peuvent être fournis au public au Brésil, étant donné que l'offre du Fonds n'est pas une offre publique de valeurs mobilières au Brésil, et ne peuvent être utilisés dans le cadre d'une offre de souscription ou d'une vente de valeurs mobilières au public au Brésil. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant une résidence ou un siège au Brunei

Le Prospectus concerne un organisme de placement collectif privé qui n'est soumis à aucune forme de réglementation nationale de la part de l'Autorité Monétaire Brunei Darussalam ("Autorité"). Le Prospectus est destiné à être distribué uniquement à des catégories spécifiques d'investisseurs, comme spécifié dans l'article 20 du Securities Market Order, 2013, et ne doit donc pas être remis à un client de détail, ni être utilisé par celui-ci. L'Autorité n'est pas responsable de l'examen ou de la vérification des prospectus ou autres documents relatifs à cet organisme de placement collectif. L'Autorité n'a pas approuvé le Prospectus ou tout autre document associé et n'a pris aucune mesure pour vérifier les informations contenues dans le Prospectus et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les parts auxquelles le Prospectus se rapporte peuvent être illiquides ou soumises à des restrictions de revente. Les acquéreurs potentiels des parts offertes doivent procéder à leur propre évaluation des parts. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant une résidence ou un siège au Canada

Aucune commission des valeurs mobilières ni aucune autorité similaire au Canada n'a examiné ce document ni ne s'est prononcée sur les mérites des titres qui y sont décrits, et toute déclaration contraire constitue une infraction. Robeco Institutional Asset Management B.V. s'appuie sur l'exemption de courtier international et de conseiller international au Québec et a désigné McCarthy Tétraut LLP comme son agent pour la signification au Québec.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en République du Chili

Ni Robeco ni les fonds n'ont été enregistrés auprès de la *Comisión para el Mercado Financiero* conformément à la loi n° 18.045, la *Ley de Mercado de Valores* et les réglementations qui en découlent. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou à acheter des actions des fonds dans la République du Chili, sauf pour les personnes qui ont demandé ces informations de leur propre initiative. Il peut donc être considéré comme une "offre privée" au sens de l'article 4 de la *Ley de Mercado de Valores* (une offre qui n'est pas adressée au public en général ou à un certain secteur ou groupe spécifique du public).

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Colombie

Ce document ne constitue pas une offre publique en République de Colombie. L'offre du fonds s'adresse à moins de cent investisseurs spécifiquement identifiés. Le fonds ne peut être promu ou commercialisé en Colombie ou auprès de résidents colombiens, à moins que cette promotion et cette commercialisation ne soient effectuées conformément au décret 2555 de 2010 et à d'autres règles et réglementations applicables relatives à la promotion de fonds étrangers en Colombie. La distribution de ce Prospectus et l'offre d'Actions peuvent faire l'objet de restrictions dans certaines juridictions. Les informations contenues dans le présent Prospectus n'ont qu'une valeur indicative et l'incombe à toute personne en possession du présent Prospectus et souhaitant s'inscrire des Actions de s'informer et de respecter toutes les lois et réglementations en vigueur dans les juridictions concernées. Les candidats à l'achat d'actions doivent s'informer des exigences légales applicables, des réglementations relatives au contrôle des changes et des taxes applicables dans leur pays de citoyenneté, de résidence ou de domicile.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège dans le Centre financier international de Dubaï (DIFC), Émirats arabes unis

Ce document est distribué par Robeco Institutional Asset Management B.V. (DIFC Branch) situé au bureau 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, UAE. Robeco Institutional Asset Management B.V. (DIFC Branch) est réglementé par la Dubai Financial Services Authority ("DFS") et ne traite qu'avec des clients professionnels ou des contreparties de marché et non avec des clients de détail tels que définis par la DFSA.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant une résidence ou un siège en France

Robeco Institutional Asset Management B.V. est libre de fournir des services en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe auprès des investisseurs professionnels en France.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Allemagne

Ces informations sont uniquement destinées aux investisseurs professionnels ou aux contreparties éligibles au sens de la loi allemande sur le commerce des valeurs mobilières.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège à Hong Kong
Le contenu de ce document n'a pas été examiné par la Securities and Futures Commission ("SFC") de Hong Kong. En cas de doute sur le contenu de ce document, il convient de demander l'avis d'un professionnel indépendant. Ce document a été distribué par Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco est réglementé par la SFC à Hong Kong.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Indonésie
Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Italie
Ce document est destiné à être utilisé uniquement par des investisseurs qualifiés et des clients professionnels privés (tels que définis à l'article 26 (1) (b) et (d) du règlement de la Consob n° 16190 daté du 29 octobre 2007). S'il est mis à la disposition des Distributeurs et des personnes autorisées par les Distributeurs à mener des activités de promotion et de marketing, il ne peut être utilisé qu'aux fins pour lesquelles il a été conçu. Les données et les informations contenues dans ce document ne peuvent pas être utilisées pour des communications avec les autorités de surveillance. Ce document ne contient aucune information permettant de déterminer, en termes concrets, l'inclination à l'investissement et, par conséquent, ce document ne peut et ne doit pas servir de base à la prise de décisions d'investissement. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège au Japon
Ce document est destiné uniquement aux investisseurs qualifiés et est distribué par Robeco Japan Company Limited, enregistré au Japon en tant qu'opérateur d'instruments financiers, [enregistré sous le numéro de directeur du bureau financier local de Kanto (opérateur d'instruments financiers), numéro 2780, membre de l'association japonaise des conseillers en investissement]. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Corée du Sud
La Société de gestion ne fait aucune déclaration quant à l'éligibilité des destinataires du Prospectus à l'acquisition des Actions en vertu des lois de Corée du Sud, y compris, mais sans s'y limiter, la Loi sur les opérations de change et les règlements y afférents. Les Actions n'ont pas été enregistrées en vertu de la loi coréenne sur les services d'investissement financier et les marchés de capitaux, et aucune des Actions ne peut être offerte, vendue ou livrée, ou offerte ou vendue à une personne en vue d'une nouvelle offre ou d'une revente, directement ou indirectement, en Corée du Sud ou à un résident de Corée du Sud, sauf en vertu des lois et réglementations applicables en Corée du Sud.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège au Liechtenstein
Ce document est distribué exclusivement aux intermédiaires financiers dûment agréés basés au Liechtenstein (tels que les banques, les gestionnaires de portefeuille discrétionnaires, les compagnies d'assurance, les fonds de f o n d s) qui n'ont pas l'intention d'investir pour leur propre compte dans le(s) fonds présenté(s) dans le document. Ce document est distribué par Robeco Switzerland Ltd, adresse postale : Josefstrasse 218, 8005 Zurich, Suisse. LGT Bank Ltd, Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein, agit en tant que représentant et agent payeur au Liechtenstein. Le prospectus, les documents d'informations clés (PRIIP), les statuts, les rapports annuels et semestriels du/des fonds peuvent être obtenus auprès du représentant ou via le site Internet. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Malaisie
En règle générale, aucune offre ou vente des actions n'est autorisée en Malaisie, sauf en cas d'exemption de reconnaissance ou d'exemption de prospectus : AUCUNE MESURE N'A ÉTÉ OU NE SERA PRISE POUR SE CONFORMER AUX LOIS MALAISIENNES CONCERNANT LA MISE À DISPOSITION, L'OFFRE DE SOUSCRIPTION OU D'ACHAT, OU L'ÉMISSION D'UNE INVITATION À SOUSCRIRE, À ACHETER OU À VENDRE LES ACTIONS EN MALAISIE OU À DES PERSONNES EN MALAISIE, ÉTANT DONNÉ QUE L'ÉMETTEUR N'A PAS L'INTENTION DE METTRE LES ACTIONS À DISPOSITION OU D'EN FAIRE L'O B J E T D 'UNE OFFRE OU D'UNE INVITATION À LES SOUSCRIRE OU À LES ACHETER EN MALAISIE. NI LE PRÉSENT DOCUMENT, NI AUCUN DOCUMENT OU AUTRE MATÉRIEL EN RAPPORT AVEC LES ACTIONS NE DOIT ÊTRE DISTRIBUÉ, FAIRE L'OBJET D'UNE DISTRIBUTION OU D'UNE DIFFUSION EN MALAISIE. PERSONNE NE DOIT RENDRE DISPONIBLE OU FAIRE UNE INVITATION OU UNE OFFRE DE VENTE OU D'ACHAT DES ACTIONS EN MALAISIE, A MOINS QUE CETTE PERSONNE NE PRENNE LES MESURES NECESSAIRES POUR SE CONFORMER AUX LOIS MALAISIENNES.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou un siège au Mexique
Les fonds n'ont pas été et ne seront pas enregistrés auprès du Registre national des valeurs mobilières ou tenus par la Commission nationale mexicaine des banques et des valeurs mobilières et, par conséquent, ne peuvent être offerts ou vendus publiquement au Mexique. Robeco et tout preneur ferme ou acheteur peuvent offrir et vendre les fonds au Mexique dans le cadre d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels et accrédités, conformément à l'article 8 de la loi mexicaine sur le marché des valeurs mobilières.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège au Pérou.
La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) n'exerce aucun contrôle sur ce Fonds et donc sur sa gestion. Les informations que le fonds fournit à ses investisseurs et les autres services qu'il leur fournit relèvent de la seule responsabilité de l'administrateur. Le présent prospectus n'est pas destiné à être distribué au public.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège à Singapour
Ce document n'a pas été enregistré auprès de l'Autorité monétaire de Singapour ("MAS"). En conséquence, ce document ne peut être diffusé ou distribué directement ou indirectement à des personnes à Singapour, sauf (i) à un investisseur institutionnel en vertu de la section 304 de la SFA, (ii) à une personne concernée en vertu de la section 305(1), ou à toute personne en vertu de la section 305(2), et c o n f o r m é m e n t a u x conditions spécifiées dans la section 305 de la SFA, ou (iii) autrement en vertu de, et conformément aux conditions de, toute autre disposition applicable de la SFA. Le contenu de ce document n'a pas été revu par le MAS. Toute décision de participer au Fonds ne doit être prise qu'après avoir examiné les sections relatives aux considérations d'investissement, aux conflits d'intérêts, aux facteurs de risque et aux restrictions de vente applicables à Singapour (telles que décrites dans la section intitulée "Informations importantes pour les investisseurs de Singapour") contenues dans le prospectus. Les investisseurs sont invités à consulter leur conseiller professionnel en cas de doute sur les restrictions strictes applicables à l'utilisation de ce document, le statut réglementaire du Fonds, la protection réglementaire applicable, les risques associés et l'adéquation du Fonds à leurs objectifs. L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que seuls les Compartiments énumérés dans l'annexe de l a section intitulée "Informations importantes pour les investisseurs de Singapour" du prospectus ("Compartiments") sont accessibles aux investisseurs de Singapour. Les Compartiments sont notifiés en tant qu'organismes étrangers restreints en vertu de la loi sur les valeurs mobilières et les contrats à terme, chapitre 289 de Singapour ("SFA") et invoquent les exemptions de conformité aux exigences d'enregistrement de prospectus conformément aux exemptions prévues aux sections 304 et 305 de la SFA. Les compartiments ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS et les actions des compartiments ne sont pas autorisées à être offertes au public de détail à Singapour. Le prospectus du Fonds n'est pas un prospectus au sens de la SFA. Par conséquent, la responsabilité statutaire prévue par la SFA en ce qui concerne le contenu des prospectus ne s'applique pas. La promotion des compartiments ne peut être faite qu'auprès de personnes suffisamment expérimentées et averties pour comprendre les risques liés à l'investissement dans de tels programmes, et qui satisfont à certains autres critères prévus par l'article 304, l'article 305 ou toute autre disposition applicable de la SFA et de la législation subsidiaire promulguée à cet effet. Vous devez examiner attentivement si l'investissement vous convient. Robeco Singapore Private Limited est titulaire d'une licence de services de marchés de capitaux pour la gestion de fonds délivrée par la MAS et est soumise à certaines restrictions de clientèle dans le cadre de cette licence.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou un siège en Espagne
Robeco Institutional Asset Management B.V., Succursal en España avec le numéro d'identification W0032687F et ayant son siège social à Madrid, Calle Serrano 47-14°, est inscrit au Registre du commerce espagnol à Madrid, au volume 19.957, page 190, section 8, feuille M-351927 et à la Commission nationale du marché des valeurs (CNMV) dans le Registre officiel des succursales des sociétés européennes de services d'investissement, sous le numéro 24. Les fonds d'investissement ou les SICAV mentionnés dans le présent document sont réglementés par les autorités correspondantes de leur pays d'origine et sont inscrits au registre spécial de la CNMV des organismes de placement collectif étrangers commercialisés en Espagne.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Afrique du Sud
Robeco Institutional Asset Management B.V. est enregistré et réglementé par la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Suisse
Le(s) fonds est/ont domicilié(s) au Luxembourg. Ce document est distribué exclusivement en Suisse à des investisseurs qualifiés au sens de la loi suisse sur les placements collectifs de capitaux (LPCC). Ce document est distribué par Robeco Switzerland Ltd, adresse postale : Josefstrasse 218, 8005 Zurich. ACOLIN Fund Services AG, adresse postale : Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zürich, agit en tant que représentant suisse du/des fonds. UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurich, adresse postale : Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agit en tant qu'agent payeur suisse. Le prospectus, les documents d'informations clés (PRIIP), les statuts, les rapports annuels et semestriels du ou des Fonds, ainsi que la liste des achats et ventes que le ou les Fonds ont effectués au cours de l'exercice, peuvent être obtenus, sur simple demande et sans frais, auprès du représentant suisse ACOLIN Fund Services AG. Les prospectus sont également disponibles sur le site web. Informations complémentaires concernant les fonds/services de la marque RobecoSAM
Robeco Suisse SA, adresse postale Josefstrasse 218, 8005 Zurich, Suisse, est titulaire d'une licence de gestionnaire d'actifs collectifs délivrée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA. La marque RobecoSAM est une marque déposée de Robeco Holding B.V. La marque RobecoSAM est utilisée pour commercialiser des services et des produits qui font appel à l'expertise de Robeco en matière d'investissement durable (IS). La marque RobecoSAM ne doit pas être considérée comme une entité juridique distincte.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège à Taiwan
Le contenu de ce document n'a pas été examiné par une autorité de régulation à Hong Kong. En cas de doute sur le contenu de ce document, nous vous conseillons de demander l'avis d'un professionnel indépendant. Ce document a été distribué par Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco est réglementé par la Securities and Futures Commission (Commission des valeurs mobilières et des contrats à terme) de Hong K o n g . Informations complémentaires pour les investisseurs ayant une résidence ou un siège en Thaïlande
Le Prospectus n'a pas été approuvé par la Securities and Exchange Commission qui n'assume aucune responsabilité quant à son contenu. Aucune offre publique d'achat des actions ne sera faite en Thaïlande et le prospectus est destiné à être lu uniquement par le destinataire et ne doit pas être transmis, émis ou montré au public en général.

Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège aux Émirats arabes unis
Certains fonds mentionnés dans ce matériel de marketing ont été enregistrés auprès de l'Autorité des Émirats arabes unis pour les valeurs mobilières et les matières premières ("l'Autorité"). Les détails de tous les fonds enregistrés peuvent être consultés sur le site Internet de l'Autorité. L'Autorité n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude des informations contenues dans ce matériel/document, ni quant au manquement des personnes engagées dans le Fonds d'investissement dans l'exercice de leurs fonctions et responsabilités. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège au Royaume-Uni Robeco est réputé autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Informations complémentaires pour les investisseurs ayant leur résidence ou leur siège en Uruguay
La vente du Fonds est considérée comme un placement privé conformément à l'article 2 de la loi uruguayenne 18.627. Le Fonds ne doit pas être offert ou vendu au public en Uruguay, sauf dans des circonstances qui ne constituent pas une offre ou une distribution publique en vertu des lois et réglementations uruguayennes. Le Fonds n'est pas et ne sera pas enregistré auprès de la Superintendance des services financiers de la Banque centrale d'Uruguay. Le Fonds correspond à des fonds d'investissement qui ne sont pas des fonds d'investissement régis par la loi uruguayenne 16.774 du 27 septembre 1996, telle qu'amendée.