



Passief beleggen en duurzaamheid gaan niet samen



David Blitz en Wilma de Groot

- ▣ **Passieve fondsen kopen de gehele markt zonder te letten op ESG-factoren**
- ▣ **Duurzame indices hanteren een actieve strategie, geen passieve**
- ▣ **Het beste van twee werelden komt samen in Enhanced Indexing**

Passief beleggen en duurzaamheidsintegratie zijn twee fundamenteel onverenigbare beleggingsfilosofieën, zeggen David Blitz (PhD), hoofd van Quantitative Research, en Wilma de Groot (PhD), hoofd van Core Quant Equities.¹

1. Inleiding

De afgelopen decennia was de verschuiving van actief naar passief beleggen een van de grootste trends in de beleggingswereld. Het idee achter passief beleggen is dat actief beheer een nulsomspel is vóór kosten. Dat impliceert dat het passief volgen van de naar kapitalisatie gewogen marktportefeuille tegen minimale kosten een bovengemiddelde performance moet opleveren. Een andere erg populaire trend onder beleggers is dat ze serieus werk maken van duurzaamheidsintegratie in het beleggingsproces. Daarbij houden ze vooral rekening met criteria op het gebied van milieu, maatschappij en ondernemingsbestuur (*environmental, social and governance*; ESG). In dit artikel leggen we uit dat deze twee manieren van beleggen – passief beleggen en duurzaamheidsintegratie – fundamenteel

‘Beleggers moeten kiezen voor één van de twee, want allebei is geen optie’

¹ We danken Bart van der Grient, Carola van Lamoen, Masja Zandbergen en Machiel Zwanenburg voor hun waardevolle commentaar en suggesties. De visies in dit artikel zijn alleen die van de auteurs.

gezien haaks op elkaar staan. Met andere woorden: beleggers moeten kiezen voor één van de twee, want allebei is geen optie.

Gevoelsmatig zou je denken dat het mogelijk is om duurzaamheidscriteria effectief te integreren in een passieve beleggingsbenadering. Als voorbeeld wordt vaak gegeven dat passieve beleggers actief kunnen stemmen en een dialoog kunnen aangaan. Verder kunnen ze de minst duurzame aandelen uitsluiten en ervoor kiezen om passief een ESG-index te volgen. In dit artikel bespreken we al deze benaderingen, waarbij we uitleggen wat de beperkingen zijn van een passieve beleggingsstrategie. Voor uitvoerige duurzaamheidsintegratie zijn veel actieve beslissingen nodig. Denk aan actief portefeuillebeheer, actief risicobeheer en actieve technieken voor de beoordeling van de performance. Dat betekent dat beleggers actief aan het beleggen zijn, of ze dat nou leuk vinden of niet. Onze conclusie is dat passief beleggen en duurzaamheidsintegratie op zichzelf zeer sterke beleggingsfilosofieën zijn, maar dat ze niet samengaan.

2. Passieve duurzaamheidsintegratie

2.1 Stemmen en engagement

Beleggers kunnen met hun stem- en engagementactiviteiten invloed uitoefenen op het beleid van bedrijven. De mate waarin ze hun invloed als aandeelhouders daadwerkelijk aanwenden, loopt echter sterk uiteen. Zo doen sommige actieve beleggers weinig of niets met dit machtsmiddel. Aan de andere kant staan activistische beleggers, die hun volledige businessmodel erop hebben gebaseerd.

De meeste passieve beleggingen zijn in handen van een klein aantal grote passieve beleggingsinstellingen. In een recente studie van de Universiteit van Amsterdam werd het historische stemgedrag onderzocht van deze grote passieve beleggers. De conclusie was dat ze in 90% van de gevallen stemden voor het standpunt van het management van een bedrijf. Deze uitkomst wijst erop dat bestuurders zich niet al te veel zorgen hoeven te maken over deze grote aandeelhouders. Uit de studie bleek ook dat "een grote meerderheid van de voorstellen waarbij de drie grootste vermogensbeheerders tegen stemden (dus tegen het voorstel zelf en niet tegen het advies van het management), betrekking heeft op milieu, maatschappij en ondernemingsbestuur. Zulke voorstellen worden voornamelijk gedaan door activistische aandeelhouders. Op basis van aanvullende gegevens van ProxyInsight weten we dat 77% van de tegenstemmen van BlackRock betrekking heeft op ESG-factoren. Voor Vanguard is dat 44% en voor State Street 43%."

Wij hebben de indruk dat de grote passieve vermogensbeheerders hun stem- en engagementactiviteiten verbeteren, net als veel institutionele beleggers met grote passieve belangen. Aangezien passieve beleggers de ultieme langetermijnbeleggers zijn, kunnen

‘Passieve
beleggers
stemmen vaak
voor het
standpunt van
het
management
van een
bedrijf’

bestuurders ervan uitgaan dat ze aanwezig zullen zijn bij elke toekomstige aandeelhoudersvergadering. Dus waarschijnlijk willen ze deze strategische eigenaren niet tegen zich in het harnas jagen. In het businessmodel van passieve beleggers zitten echter een paar grote obstakels die effectieve stem- en engagementactiviteiten in de weg staan. Deze obstakels hebben betrekking op de drijfveren van passieve beleggers, de aard van hun belangen en een gebrek aan geloofwaardige dreigementen als bedrijven hun inspanningen negeren. We behandelen deze punten hieronder afzonderlijk.

Passieve en actieve beleggers hebben fundamenteel andere drijfveren als het gaat om stemmen en engagement. Het businessmodel van passieve beleggers is dat ze de marktindex zo nauwgezet en efficiënt mogelijk repliceren. Daarvoor maakt het niet uit op welke manier en hoe actief ze stemmen of een dialoog aangaan. Tenzij hun klanten bereid zijn om een aantrekkelijke extra vergoeding te betalen voor deze dienst, hebben passieve beleggers niet echt een stimulans om hier waardevolle middelen aan te spenderen. Indirecte redenen kunnen zijn dat hun klanten stemmen en engagement belangrijk vinden en dat ze erosie van het markttrendement willen voorkomen als bedrijven de indruk krijgen dat ze kunnen doen en laten wat ze willen. Aan de andere kant is de belangrijkste taak van actieve beleggers dat ze waarde toevoegen, en actief stemmen en engagement zijn daar krachtige instrumenten voor. Bovendien is de uitgebreide kennis over bedrijven, die nodig is voor effectieve stem- en engagementactiviteiten, aanwezig bij analisten die werkzaam zijn bij actieve beleggers. Deze analisten passen echter niet binnen het businessmodel van passieve beleggers, dat immers is gericht op minimalisatie van de kosten.

Een ander verschil is dat actieve beleggers in een selectieve groep bedrijven beleggen, terwijl passieve beleggers in elk bedrijf beleggen. Voor actieve beleggers is het dus gunstig als bepaalde bedrijven het goed doen, eventueel ten koste van hun concurrenten. Voor passieve beleggers ligt dat anders, omdat die beleggen in de gehele sector. Een recente studie naar dit 'horizontale eigenaarschap' – het bezitten van alle aandelen in een bepaalde sector – toonde aan dat dit leidt tot minder concurrentie. Het zou zelfs onder de aandacht moeten komen van mededingingsautoriteiten. De belangen van passieve beleggers worden ook gekenmerkt door zeer grote posities in een klein aantal bedrijven en veel minuscule posities in de overgrote meerderheid van de bedrijven. Op die manier zijn naar kapitalisatie gewogen benchmarkindices namelijk opgebouwd. Bij actieve beleggers is de omvang van hun posities over het algemeen meer in balans. Als gevolg van deze verschillen worden passieve beleggers gestimuleerd hun stem- en engagementactiviteiten alleen te richten op de allergrootste aandelen. Maar actieve beleggers hebben geen reden om een aandeel met een weging van slechts 0,01% in de index te verwaarlozen, als ze daar zelf een groot belang in hebben.

'Passieve en
actieve
beleggers
hebben
verschillende
drijfveren'

De grootste fundamentele beperking voor passieve beleggers is dat ze, behalve waarschuwen voor slechte publiciteit, heel weinig kunnen doen als bedrijven de engagementactiviteiten niet serieus nemen. Zo kunnen ze geen posities verkopen in bedrijven die alleen maar zeggen dat ze ESG-kwesties aanpakken, maar dat in werkelijkheid niet doen. Passief beleggen betekent namelijk per definitie dat ze de gehele marktportefeuille kopen en behouden. Aan de andere kant kunnen actieve beleggers hun woorden wel omzetten in daden door hun belang in een bedrijf te verkleinen of helemaal te verkopen. Ook kunnen ze er op basis van duurzaamheidscriteria voor kiezen om überhaupt geen positie in te nemen. Dat is vaak een punt van zorg voor managers van bedrijven, omdat de kapitaalkosten dan mogelijk omhoog gaan. Bovendien is hun beloning vaak gekoppeld aan de koers van het aandeel, bijvoorbeeld via optiepakketten. Met andere woorden: uiteindelijk kunnen actieve beleggers daadwerkelijk doen wat ze zeggen, terwijl passieve beleggers gebonden zijn aan de index.

‘Het uitsluiten
van sin stocks
kan de
performance
flink schaden’

2.2 Uitsluiting

Ook passieve beleggers kunnen een brede marktindex volgen en tegelijkertijd de aandelen uitsluiten die het minst duurzaam zijn. Klassieke voorbeelden van industrieën die vaak worden uitgesloten, zijn die gericht op tabak, wapens, gokken en alcohol. De afgelopen jaren zijn daar andere industrieën, zoals de steenkoolindustrie, bij gekomen. Aandelen die worden gemeden vanwege morele bezwaren tegen het businessmodel, worden in de wetenschappelijke literatuur over het algemeen *sin stocks* genoemd.

Het uitsluiten van bepaalde bedrijven is een actieve beslissing. En die weerhoudt passieve beleggers ervan om de algemene marktindex zo goed mogelijk te repliceren. Dit kunnen ze omzeilen door de marktindex met uitgesloten namen te zien als de relevante index. Die index kunnen ze dan gaan volgen. Hier komen ze mee weg zolang het aantal uitsluitingen beperkt is en het verschil in performance klein blijft. Maar naarmate er meer bedrijven worden uitgesloten, en de tracking error dus stijgt, wordt dit steeds moeilijker. Een andere mogelijkheid is om de uitgesloten bedrijven in te ruilen voor de beste vervangers, uit dezelfde sector bijvoorbeeld. In wezen is dit een actieve beleggingsbenadering, maar wel een lichte zolang het aantal uitsluitingen klein is. Ook voor deze benadering geldt dat de uitdaging toeneemt naarmate de lijst met uitsluitingen langer wordt.

Een probleem met het uitsluiten van sin stocks is dat dit de performance flink kan schaden. Onderzoek heeft namelijk aangetoond dat deze aandelen historisch gezien een grote outperformance hebben gerealiseerd. De eerste studies die deze uitkomst hebben gedocumenteerd, stellen dat deze outperformance de afspiegeling is van een premie voor reputatierisico. Aangezien veel beleggers deze sin stocks liever links laten liggen, is er een extra financiële prikkel nodig om dit te compenseren. Wij zijn in een recente studie echter

tot de conclusie gekomen dat de outperformance van sin stocks het resultaat is van hun factorexposures. Vooral de factoren *quality* en *low risk* spelen hierbij een grote rol. Door deze aandelen uit te sluiten, gaan beleggers in principe short op de aantrekkelijke factorkenmerken ervan. In een actieve strategie kunnen deze onbedoelde en ongewenste factorexposures worden hersteld door aandelen te selecteren met compenserende factorkenmerken.

Een fundamenteel probleem van alleen de ergste overtreders verkopen, is dat dit betrekking heeft op slechts een relatief klein aantal bedrijven. Tussen alle andere bedrijven wordt helemaal geen onderscheid gemaakt. Uitsluiting is dan ook maar één aspect van duurzaamheidsintegratie. Voor een uitvoerige integratie moeten beleggers meer middelen tot hun beschikking hebben, bijvoorbeeld als ze onderscheid willen maken tussen een bedrijf met een licht negatief ESG-profiel en een bedrijf met een zeer positief ESG-profiel. Dit is een voorbeeld van positieve screening, terwijl uitsluiting alleen maar draait om negatieve screening.

2.3 ESG-indices

Uitgebreide duurzaamheidsintegratie betekent dat de weging van elk aandeel kan worden beïnvloed door zijn ESG-kenmerken. Dit staat fundamenteel gezien haaks op het idee van passief beleggen, namelijk simpelweg in elk aandeel beleggen evenredig aan de weging in de marktportefeuille. Sommige passieve beleggers denken dat ze dit probleem kunnen omzeilen door passief een ESG-index te volgen. Dit is een naar kapitalisatie gewogen index die alleen aandelen met de beste ESG-profielen bevat. Er kunnen passieve beheertechnieken worden gebruikt om de performance van zo'n index te repliceren, maar de index zelf is in de kern een actieve beleggingsstrategie. Om dit te illustreren kijken we naar het repliceren van de performance van een index die alleen aandelen bevat met een S als beginletter, zoals Starbucks. Zo'n index kan wel passief worden gevolgd, maar de beleggingsstrategie zelf is beslist geen passieve strategie. Een ESG-index is zelfs nog actiever, omdat het ESG-profiel van een bedrijf door de jaren heen verandert. En ook de ESG-criteria zelf veranderen: wat 20 jaar geleden als duurzaam werd beschouwd, is dat nu misschien niet meer.

ESG-indices verschillen sterk van de unieke, naar kapitalisatie gewogen marktportefeuille. Zo kan de exposure naar landen, sectoren en factoren flink afwijken, wat resulteert in een hoge tracking error. Als je belegt in de gehele marktportefeuille is er een stevige theoretische onderbouwing voor het wegen van aandelen evenredig aan hun marktkapitalisatie. Maar er is geen reden om aan te nemen dat deze benadering ook optimaal werkt als je alleen belegt in aandelen met een sterke ESG-score. Zo'n portefeuille is duidelijk een actieve portefeuille, waarvoor veel actieve beleggingsbeslissingen nodig zijn. Denk aan de keuze voor het universum, de portefeuilleopbouw, de benadering en de frequentie van herwegingen, individuele aandelenwegingen, risicobeheer, etc. Net als voor actieve strategieën in het

‘Een ESG-index
is een actieve
strategie’

algemeen zijn ook voor ESG-strategieën actief portefeuillebeheer, actief risicobeheer en actieve technieken voor de beoordeling van de performance nodig.

3. Actieve duurzaamheidsintegratie

3.1 Uitvoerige duurzaamheidsintegratie betekent actief beleggen

Uitvoerige duurzaamheidsintegratie betekent dat beleggers het volledige arsenaal gebruiken dat ze tot hun beschikking hebben. Denk aan engagement en stemmen, een grotere weging voor ESG-leiders en een kleinere weging voor achterblijvers, het verkleinen van de milieuoetafdruk van de portefeuille (bijvoorbeeld CO₂-uitstoot) en het uitsluiten van bedrijven als niets anders blijkt te werken. Voor de integratie van al deze elementen in een portefeuille zijn actieve beslissingen nodig. Dit resulteert in een portefeuille die niet langer passief, maar actief is. Er is dan ook een actieve beleggingsbenadering nodig. Zo'n actieve benadering kan zich naast duurzaamheid ook richten op risico, rendement of op beide. Een voorbeeld van een risicodoelstelling is het minimaliseren van de tracking error ten opzichte van de marktportefeuille voor een bepaalde mate van duurzaamheidsintegratie. Een voorbeeld van een rendementsdoelstelling is het vermijden van negatieve exposure naar kwantitatieve factoren die op de lange termijn een premie opleveren, zoals *size*, *value*, *momentum*, *quality* en *low volatility*. Deze exposure kan ontstaan door uitsluitingen en door het afwijken van wegingen op basis van marktkapitalisatie in het algemeen. Een ander voorbeeld is het combineren, op een evenwichtige manier, van een positieve duurzaamheidsexposure met een positieve exposure naar deze bewezen factorpremies.

3.2 Een actieve duurzaamheidsbenadering die dicht bij de passieve marktindex blijft

Bij Robeco hebben we veel ervaring met het efficiënt integreren van talloze soorten duurzaamheidseisen in beleggingsportefeuilles. Dat resulteert echter niet altijd in een bijzonder actieve portefeuille. Ook als de weging van individuele aandelen niet te veel mag afwijken van de naar kapitalisatie gewogen index, is het toch mogelijk om een portefeuille samen te stellen met een sterk duurzaamheidsprofiel. Een mooi voorbeeld hiervan is het fonds Robeco QI Global Developed Sustainable Enhanced Index Equities, dat een verwachte tracking error heeft van slechts 1%. Deze strategie belegt niet in een groot aantal controversiële industrieën. Naast deze negatieve uitsluiting krijgen bedrijven met een positieve ESG-score een grotere weging in de portefeuille. Hierdoor is het ESG-profiel van de portefeuille 30% beter dan dat van de index. Daarnaast verkleinen we de milieuoetafdruk van de portefeuille met 20% op vier gebieden: uitstoot van broeikasgassen, watergebruik, afvalproductie en energieverbruik.

Deze strategie streeft naar een hoger nettorendement dan dat van de MSCI World Index door de portefeuille te richten op aandelen met een goede score voor bewezen

'Sustainable
Enhanced
profiteert van
de grootste
voordelen van
passief
beleggen'

kwantitatieve factoren, zoals value en momentum. Op deze manier worden ongewenste negatieve factorexposures, die ontstaan door het uitsluiten van sin stocks, ruimschoots gecompenseerd door te beleggen in andere (en meer) aandelen met een positieve factorexposure. Tot slot maken we ook gebruik van ons stemrecht en doen we aan engagement. Als een bedrijf de beginselen van het United Nations Global Compact schendt en een langdurig Enhanced Engagement-programma niet het gewenste resultaat oplevert, kunnen we overgaan tot uitsluiting van het bedrijf. Tegelijkertijd profiteert de strategie van de grootste voordelen van passief beleggen: een zeer gespreide portefeuille tegen lage kosten.

4. Conclusie

De afgelopen tien jaar zagen we een sterke trend richting zowel passief beleggen als duurzaamheidsintegratie. In dit artikel hebben we uiteengezet dat deze twee beleggingsfilosofieën fundamenteel gezien haaks op elkaar staan. Passieve beleggers kunnen wel proberen het gedrag van bedrijven te beïnvloeden via stemmen en engagement, maar ze kunnen een aandeel niet verkopen als het management hen simpelweg niet serieus neemt. Ze moeten namelijk zo nauwgezet mogelijk de index volgen. Het uitsluiten van een klein aantal van de ergste overtreders is misschien nog wel haalbaar, maar bij uitvoerige duurzaamheidsintegratie komt meer kijken dan alleen negatieve screening. Als de weging van elk aandeel kan veranderen op basis van zijn ESG-kenmerken, is er in principe sprake van actief beheer. En daarvoor zijn ook actief portefeuillebeheer, actief risicobeheer en actieve technieken voor de beoordeling van de performance nodig. Het passief volgen van een ESG-index omzeilt deze problemen niet, omdat de index zelf een actieve strategie blijft. Robeco heeft veel ervaring met het efficiënt integreren van talloze soorten duurzaamheidseisen in beleggingsportefeuilles, waaronder benaderingen die zijn ontworpen om de voordelen van passief beleggen te combineren met een sterk duurzaamheidsprofiel.

Belangrijke informatie

Robeco Institutional Asset Management B.V. heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam als beheerder van instellingen voor collectieve belegging in overdraagbare effecten (ICBE's) en alternatieve beleggingsfondsen (AIF's) ("Fonds(en)"). Dit document is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers, in de zin van beleggers die gekwalificeerd zijn als professionele klanten, die hebben verzocht behandeld te worden als professionele klanten of gerechtigd zijn dergelijke informatie te ontvangen volgens van toepassing zijnde wetgeving. Robeco Institutional Asset Management B.V. en/of verbonden en aangesloten entiteiten en dochterondernemingen, ("Robeco"), zijn niet aansprakelijk voor enige schade voortvloeiend uit het gebruik van dit document. Gebruikers van deze informatie die beleggingsdiensten aanbieden in de Europese Unie, zijn zelf verantwoordelijk om te beoordelen of zij de informatie mogen ontvangen in overeenstemming met MiFID II-regelgeving. Voor zover deze informatie wordt gekwalificeerd als een redelijk en toepasselijk klein niet-gedelijk voordeel onder MiFID II, zijn gebruikers die beleggingsdiensten bieden in de Europese Unie zelf verantwoordelijk om te voldoen aan de relevante voorschriften voor het bijhouden van gegevens en transparantie. De informatie in dit document is gebaseerd op informatiebronnen die wij betrouwbaar achten en wordt verstrekt zonder enige garanties. Zonder verdere toelichting kan dit document niet worden beschouwd als compleet. Opinions, ramingen en voorspellingen kunnen op elk moment en zonder kennisgeving vooraf worden gewijzigd. In geval van twijfel zaden wij u aan onafhankelijk advies in te winnen. Het is bedoeld om de professionele belegger te voorzien van algemene informatie over de specifieke capaciteiten van Robeco, maar is niet opgesteld door Robeco als beleggingsonderzoek en is geen beleggingsaanbeveling of advies om bepaalde effecten of beleggingsproducten te kopen of te verkopen en/of een bepaalde beleggingsstrategie en/of juridisch, boekhoudkundig of fiscaal advies te volgen. Alle rechten op de informatie in dit document zijn en blijven voorbehouden aan Robeco. Dit materiaal mag niet worden gekopieerd of gebruikt voor openbare doeleinden. Niets uit dit document mag worden gereproduceerd of openbaar worden gemaakt in welke vorm of op welke wijze dan ook, zonder Robeco's voorafgaande schriftelijke toestemming. Beleggen brengt risico's met zich mee. Voordat u gaat beleggen, dient u zich te realiseren dat terugbetaling van uw beleg niet gegarandeerd is. Beleggers dienen er zeker van te zijn dat zij het risico verbonden aan de producten of diensten die Robeco aanbiedt in hun thuisland ("Fondsen") volledig begrijpen. Beleggers dienen bovendien hun beleggingsdoelstelling en risicoprofiel te bepalen. Historische rendementen zijn uitsluitend bedoeld ter illustratie. Koersen van deelnemingen kunnen zowel omhoog als omlaag gaan en in het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Indien de getoonde performance uit het verleden luidt in een andere valuta dan de valuta van het land waar u woont, moet u er rekening mee houden dat als gevolg van schommelingen in de wisselkoers de getoonde performance hoger of lager kan zijn als deze wordt omgerekend naar uw lokale valuta. De performancegegevens zijn exclusief de commissies en kosten verschuldigd over het verhandelen van effecten in klantportefeuilles of over de uitgifte en terugkoop van units. Tenzij anders aangegeven zijn tot 4 augustus 2010 voor de in Luxemburg geregistreerde Fondsen de transactiekosten na aftrek van kosten per het einde van de maand gebuikt voor de performancecijfers. Vanaf 4 augustus 2010 wordt gebruik gemaakt van de transactiekosten na aftrek van kosten op de eerste werkdag van de maand. Rendementscijfers ten opzichte van de benchmark geven het resultaat van beleggingsbeheer vóór aftrek van beheervergoedingen en/of performance fees; de Fondsendementen zijn inclusief herbelegging van dividend en zijn gebaseerd op de intrinsieke waarden en wisselkoersen op het moment van waardering van de benchmark. Meer informatie over de Fondsen wordt gegeven in het prospectus. De performance is exclusief de beheervergoeding. De in dit document genoemde lopende kosten zijn gebaseerd op het laatst verschenen javerslag op basis van het einde van het boekjaar. Dit document is niet gericht aan, of bedoeld voor distributie aan of gebruik door een persoon of entiteit die burger, woonachtig of gevestigd is in een plaats, staat, land of andere jurisdictie, waar de plaatselijke geldende wet- of regelgeving een dergelijke distributie, document, beschikbaarheid of gebruik niet toestaat, of waardoor een Fonds of Robeco Institutional Asset Management B.V. zou worden onderworpen aan een verplichting tot registratie of licentiering binnen een dergelijke jurisdictie. Een besluit om in te tekenen op belangen in een Fonds dat wordt aangeboden in een bepaalde jurisdictie, dient alleen te worden genomen op basis van informatie aanwezig in het prospectus. Deze informatie kan afwijken van de informatie in dit document. Potentiële inschrijvers op aandelen dienen zelf informatie in te winnen over wettelijke vereisten die eveneens van toepassing zijn, als ook over de geldende regelgeving met betrekking tot deviezencontrole en belastingen in het land waarvan zij ingezetene zijn dan wel waar zij hun woon- of verblijfplaats hebben. De Fondsinformatie, indien aanwezig, in dit document is slechts geldig in samenhang met het prospectus en dit document dient te allen tijde in samenhang met het prospectus te worden gelezen. Meer informatie over het Fonds en de bijbehorende risico's wordt gegeven in het prospectus. Het prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie voor de Robeco-fondsen zijn kosteloos te downloaden van www.robeco.com.

Aanvullende informatie voor Amerikaanse beleggers

Robeco Institutional Asset Management B.V. noch de Robeco Capital Growth Fondsen zijn geregistreerd onder de United States Federal Securities Laws, waaronder de Investment Company Act van 1940, zoals gewijzigd, de United States Securities Act van 1933, zoals gewijzigd, of de Investment Advisers Act van 1940. Er mogen geen Fondsaandelen worden aangeboden of verkocht, direct of indirect, in de Verenigde Staten of aan een "US person". Een "US person" is gedefinieerd als (a) een persoon die een burger of inwoner is van de Verenigde Staten voor de federale inkomstenbelasting; (b) een onderneming, vennootschap of ander lichaam die/dat is opgericht naar Amerikaans recht of is gevestigd in de Verenigde Staten; (c) een vermogen of trust waarvan de inkomsten onderhevig zijn aan de Amerikaanse federale inkomstenbelasting, ongeacht of deze inkomsten effectief betrekking hebben op een Amerikaanse transactie of onderneming. Robeco Institutional Asset Management US Inc. ("RIAM US"), een Investment Adviser geregistreerd bij de Securities and Exchange Commission onder de Investment Advisers Act van 1940, is een 100% dochtermaatschappij van ORIX Corporation Europe N.V. en biedt beleggingsadviesdiensten aan institutionele klanten in de VS. Met betrekking tot deze adviesdiensten maakt RIAM US gebruik van gedeeltelijk personeel van de geïsoleerde ondernemingen Robeco Nederland B.V. en Robeco Institutional Asset Management B.V. voor de uitvoering van beleggingen, onderzoek, operationele en administratieve diensten.

Aanvullende informatie voor in Australië en Nieuw-Zeeland gevestigde beleggers

Dit document wordt in Australië verspreid door Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("Robeco"). Robeco Hong Kong Limited heeft volgens de Australische Corporations Act van 2001 (Cth) conform ASIC Class Order 03/1103 geen Australische licentie voor financiële dienstverleners te hebben. Robeco valt onder toezicht van de Securities and Futures Commission en onder de wetgeving van Hongkong. Deze wetgeving kan afwijken van de wetgeving in Australië. Dit document wordt alleen verspreid naar zakelijke klanten zoals gedefinieerd in de Corporations Act van 2001 (Cth). Dit document mag niet worden gedistribueerd of verspreid, hetzij direct of indirect, aan personen die in een andere klasse vallen. In Nieuw-Zeeland is dit document alleen beschikbaar voor wholesale beleggers volgens bepaling 3(2) van Schedule 1 van de Financial Markets Conduct Act 2013 ("FMC"). Dit document is niet bedoeld voor openbare distributie in Australië en Nieuw-Zeeland.

Aanvullende informatie voor in Oostenrijk gevestigde beleggers

Deze informatie is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers of in aanmerking komende tegenpartijen in de zin van de Oostenrijkse Wet toezicht effectenverkeer.

Aanvullende informatie voor in Brazilië gevestigde beleggers

Het Fonds mag niet worden aangeboden of verkocht in Brazilië. Derhalve is het Fonds niet geregistreerd en zal het fonds ook niet geregistreerd worden bij de Braziliaanse Securities Commission - CVM en het fonds is evenmin ingediend bij de voornoemde instelling voor goedkeuring. Documenten die verband houden met het Fonds en de daarin opgenomen informatie mogen niet worden verstrekt aan het publiek in Brazilië, aangezien het Fonds niet genoteerd is aan een beurs in Brazilië, en evenmin mogen ze worden gebruikt in samenhang met een aanbieding voor inschrijving of verkoop van effecten aan het publiek in Brazilië.

Aanvullende informatie voor in Canada gevestigde beleggers

Geen beurttoezichthouder of vergelijkbare autoriteit in Canada heeft dit document of de voordelen van de hierin beschreven effecten beoordeeld of op welke manier dan ook goedgekeurd, en elke hiertoe strijdige verklaring is een overtreding. Robeco Institutional Asset Management B.V. verlaat zich op de vrijstelling voor internationale dealers en internationale adviseurs in Quebec en heeft McCarthy Tétrault LLP aangesteld als diens agent voor dienstverlening in Quebec.

Aanvullende informatie voor in Colombia gevestigde beleggers

Dit document is niet bedoeld als openbare aanbieding in de Republiek Colombia. De aanbieding van het Fonds is gericht op minder dan honderd specifiek geselecteerde beleggers. Het Fonds mag niet worden gepromoot en op de markt worden gebracht in Colombia of aan inwoners van Colombia, tenzij genoemde promotie en vermarktting plaatsvinden conform Besluit 2555 uit 2010 en andere toepasselijke wet- en regelgeving in verband met de promotie van buitenlandse Fondsen in Colombia.

Aanvullende informatie voor in het Dubai International Financial Centre (DIFC) in de Verenigde Arabische Emiraten gevestigde beleggers

Dit materiaal wordt verspreid door Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai Office) gevestigd te Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, UAE. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai office) valt onder toezicht van de Dubai Financial Services Authority ("DFSA") en doet alleen zaken met professionele klanten of tegenpartijen op de markt, niet met particuliere personen in de zin van de DFSA.

Aanvullende informatie voor in Frankrijk gevestigde beleggers

Robeco mag in Frankrijk zijn diensten aanbieden. Sinds 28 september 2012 heeft Robeco Frankrijk (dat alleen toestemming heeft om beleggingsadvies aan te bieden aan professionele beleggers) onder registratienummer 10683 een vergunning als beleggingsbedrijf van de Franse financiële toezichthouder ACPR (voorheen ACP).

Aanvullende informatie voor in Duitsland gevestigde beleggers

Deze informatie is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers of in aanmerking komende tegenpartijen in de zin van de Duitse Wet op de effectenhandel.

Aanvullende informatie voor in Hongkong gevestigde beleggers

De inhoud van dit document is niet gecontroleerd door de Securities and Futures Commission ("SFC") in Hongkong. Als er ook maar enige twijfel bestaat over de inhoud van dit document, dient u onafhankelijk deskundig advies in te winnen. Dit document wordt verspreid door Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco valt onder toezicht van de SFC in Hongkong.

Aanvullende informatie voor in Italië gevestigde beleggers

Dit document is uitsluitend bestemd voor gekwalificeerde beleggers en particuliere en professionele klanten (zoals beschreven in artikel 26 (1) (b) en (d) in de Consob-Verordening Nr. 16190 van 29 oktober 2007). Indien dit document ter beschikking wordt gesteld aan distributeurs en door hen bevoegde personen voor promotie- en marketingactiviteiten, mag dit document alleen worden gebruikt voor het doel waarvoor het is ontworpen. Het is niet toegestaan de gegevens en informatie in dit document te gebruiken voor de communicatie met toezichthouders. Dit document bevat geen informatie om, concreet, de beleggingstendens te bepalen en daarom kunnen, en mogen, op basis van dit document geen beleggingsbeslissingen worden genomen.

Aanvullende informatie voor in Peru gevestigde beleggers

Het Fonds is niet geregistreerd bij de Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en aandelen worden geplaatst via een onderhandse aanbieding. SMV heeft de aan de belegger verstrekte informatie niet beoordeeld. Dit document is uitsluitend bedoeld voor exclusief gebruik door institutionele beleggers in Peru en is niet bedoeld voor verspreiding naar het publiek.

Aanvullende informatie voor in Shanghai gevestigde beleggers

Dit materiaal is samengesteld door Robeco Investment Management Advisory (Shanghai) Limited Company ("Robeco Shanghai") en wordt alleen verstrekt aan specifieke doelgroepen, ervan uitgaande dat het materiaal vertrouwelijk wordt behandeld. Robeco Shanghai is nog niet geregistreerd als private fondsmanager bij de Asset Management Association van China. Robeco Shanghai is volledig eigendom van buitenlandse vennootschappen en is opgericht in overeenstemming met Chinese wetgeving, wat gepaard gaat met onafhankelijke burgerrechten en verplichtingen. De verklaringen van de aandeelhouders of geïsoleerde partijen in het materiaal moeten niet worden beschouwd als een belofte of garantie van de aandeelhouders of geïsoleerde partijen van Robeco Shanghai, of als verplichtingen of aansprakelijkheid aangegaan door de aandeelhouders of geïsoleerde partijen van Robeco Shanghai.

Aanvullende informatie voor in Singapore gevestigde beleggers

Dit document is niet geregistreerd bij de Monetary Authority of Singapore ("MAS"). Dientengevolge mag dit document niet in omloop worden gebracht of direct of indirect worden gedistribueerd aan personen in Singapore anders dan (i) een institutionele belegger in de zin van Hoofdstuk 304 van de SFA, (ii) een relevante persoon als bedoeld in Hoofdstuk 305(1), of enig persoon als bedoeld in Hoofdstuk 305(2), en overeenkomstig de voorwaarden als omschreven in Hoofdstuk 305 van de SFA of (iii) anderszins op grond van een overeenkomstig de voorwaarden van enige andere van toepassing zijnde bepaling van de SFA. De inhoud van dit document is niet gecontroleerd door de MAS. Een besluit om deel te nemen in het Fonds dient alleen dan te worden genomen nadat de hoofdstukken over beleggingsoverwegingen, strijdigheden van belangen, risicofactoren en de toepasselijke verkoopbeperkingen van Singapore (zoals omschreven in de paragraaf "Belangrijke informatie voor beleggers in Singapore") in het prospectus zijn gelezen. Raadpleeg een deskundig adviseur indien u twijfelt over de strenge bepalingen die gelden voor het gebruik van dit document, de wettelijke status van het Fonds, toepasselijke wettelijke bescherming, bijbehorende risico's en geschiktheid van het Fonds voor uw doelstellingen. Beleggers dienen er rekening mee te houden dat alleen de subfondsen genoemd in de bijlage bij het hoofdstuk "Belangrijke informatie voor beleggers in Singapore" van het prospectus ("Subfondsen") beschikbaar zijn voor beleggers in Singapore. De Subfondsen zijn aangemerkt als beperkte buitenlandse programma's onder de Securities and Futures Act, Sectie 289 van Singapore ("SFA") en geven als zodanig recht op vrijwaring van de verplichting tot registratie van het prospectus uit hoofde van de vrijwaringen onder Paragraaf 304 en Paragraaf 305 van de SFA. De Subfondsen zijn niet goedgekeurd of erkend door de MAS en aandelen in de Subfondsen mogen in Singapore niet aan particuliere personen worden aangeboden. Het prospectus van het Fonds is geen prospectus in de zin van de SFA. Derhalve is wettelijke aansprakelijkheid in de zin van de SFA met betrekking tot de inhoud van prospectussen niet van toepassing. De Subfondsen mogen alleen worden aangeboden aan personen die over voldoende ervaring en kennis beschikken om de risico's te begrijpen die verbonden zijn aan het beleggen in dergelijke programma's, en die voldoen aan bepaalde andere criteria zoals genoemd in Paragraaf 304, Paragraaf 305 of een andere toepasselijke bepaling van de SFA en de daaruit voortvloeiende wetgeving. U dient goed te overwegen of de belegging voor u geschikt is. Robeco Singapore Private Limited heeft een kapitaalmarktlicentie voor fondsmanagement uitgegeven door de MAS en is op grond van deze licentie onderworpen aan bepaalde klantrestricties.

Aanvullende informatie voor in Spanje gevestigde beleggers

Het Spaanse filiaal Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España, gevestigd te Paseo de la Castellana 42, 28046 Madrid, staat geregistreerd bij de Spaanse autoriteit voor de financiële markten (CNMV) onder nummer 24.

Aanvullende informatie voor in Zwitserland gevestigde beleggers

Dit document wordt in Zwitserland uitsluitend verspreid naar gekwalificeerde beleggers, zoals gedefinieerd in de Zwitserse Collective Investment Schemes Act (CISA) door Robeco Switzerland AG., dat als Zwitserse vertegenwoordiger van instellingen voor collectieve belegging een vergunning van de FINMA heeft, en UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zürich, postadres: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, als Zwitsers betaalkantoor. Het prospectus, de Essentiële Beleggersinformatie, de statuten van de vennootschap, de jaarverslagen en halfjaarverslagen van het (de) fonds(en), en het overzicht van aan- en verkopen van het (de) fonds(en) gedurende het boekjaar zijn kosteloos verkrijgbaar bij het kantoor van de Zwitserse vertegenwoordiger Robeco Switzerland AG, Josefstrasse 218, CH-8005 Zürich. De prospectussen zijn ook verkrijgbaar via de site www.robeco.ch.

Aanvullende informatie voor in de Verenigde Arabische Emiraten gevestigde beleggers

Sommige Fondsen waarnaar wordt verwezen in dit marketingmateriaal, zijn geregistreerd bij de UAE Securities and Commodities Authority (de "Authority"). Van alle geregistreerde Fondsen is informatie te vinden op de website van de Authority. De Authority aanvaardt geen aansprakelijkheid voor de informatie in dit materiaal/document, noch voor het niet nakomen van plichten en verantwoordelijkheden door personen die betrokken zijn bij het beleggingsfonds.

Aanvullende informatie voor in het Verenigd Koninkrijk gevestigde beleggers

Robeco is onderworpen aan beperkte regelgeving in het VK door de Financial Conduct Authority. Nadere informatie over de regels die zijn opgelegd door de Financial Conduct Authority, is op verzoek bij ons verkrijgbaar.

Aanvullende informatie voor in Uruguay gevestigde beleggers

De verkoop van het Fonds wordt aangemerkt als een onderhandse plaatsing conform paragraaf 2 van wet 18.627 van Uruguay. Het Fonds mag niet worden aangeboden of verkocht aan het publiek in Uruguay, met uitzondering van omstandigheden waarin geen sprake is van openbare aanbieding of verspreiding onder de wet- en regelgeving van Uruguay. Het Fonds is en wordt niet geregistreerd bij de Financial Services Superintendency van de Centrale Bank van Uruguay. Het Fonds komt overeen met beleggingsfondsen die geen beleggingsfondsen zijn in de zin van de herziene wet 16.774 van Uruguay van 27 september 1996.

Aanvullende informatie met betrekking tot collectieve beleggingen van RobecoSAM

De betreffende collectieve beleggingen van RobecoSAM ("RobecoSAM Fondsen") zijn subfondsen onder de Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) van MULTIPARTNER SICAV, beheerd door GAM (Luxembourg) S.A., ("Multipartner"). Multipartner SICAV is een *société d'investissement à capital variable*, onderworpen aan de Luxemburgse wet. De bewaarder is State Street Bank Luxembourg S.C.A., 49, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg. Het prospectus, de Essentiële Beleggersinformatie, de statuten van de vennootschap, de jaarverslagen en halfjaarberichten van de RobecoSAM Fondsen, en het overzicht van aan- en verkopen van de RobecoSAM fondsen gedurende het boekjaar zijn kosteloos verkrijgbaar via de website www.robecosam.com of www.funds.gam.com.

Versie Q1/18