ACTIONNARIAT ACTIF
RAPPORT 2024

Active Ownership

Flossbach von Storch

ACTIONNARIAT ACTIF
=
ENGAGEMENT
+
VOTE

En tant qu'**actionnaires actifs** (Active Owner), nous nous considérons comme un partenaire constructif pour nos entreprises et comme un fiduciaire responsable de nos clients. Dans le cadre d'un **échange** personnel (engagement), nous abordons avec nos entreprises les questions qui sont socialement pertinentes et critiques pour elles. En exerçant nos **droits de vote**, nous renforçons notre position. Dans le cadre d'un **processus d'actionnariat actif dédié**, nous analysons et accompagnons le développement de nos investissements. En notre qualité de correcteur actif, nous confions à nos analystes et gestionnaires de portefeuille la responsabilité de toutes les mesures prises de manière centralisée. Des informations détaillées concernant l'exercice des droits de vote, la participation et notre politique en matière de durabilité sont disponibles sur notre site Internet : www.fvsinvest.lu sowie www.flossbachvonstorch.de.

Processus d'actionnariat actif

Cession

ÉTAPE 1

Identification des conflits susceptibles d'affecter durablement la valeur de l'entreprise

ÉTAPE 2

Hiérarchisation des conflits en fonction de leur influence sur la valeur de l'entreprise

ÉTAPE 3

Élaboration d'une feuille de route pertinente pour résoudre les conflits

ÉTAPE 4

Discussion constructive de la feuille de route avec la direction

ÉTAPE 5

Observation et **évaluation** des changements réalisés

ÉTAPE 6

Exercice des droits de vote* ou cession de la position si les objectifs ne sont pas atteints

* Ne concerne que les fonds ouverts au public Flossbach von Storch

Notre rôle en tant qu'actionnaire actif

L'engagement et le vote sont des conditions préalables importantes pour l'investissement durable.

En tant que fiduciaires des actifs de nos clients, nous estimons qu'il est de notre responsabilité de défendre activement leurs intérêts au sein des sociétés composant notre portefeuille. Le dialogue avec les équipes dirigeantes de nos investissements, ainsi que l'exercice de nos droits de vote, constituent pour nous des éléments essentiels de notre approche. Ces actions contribuent directement à l'évaluation de la qualité de nos investissements.

Dans le cadre d'un processus d'actionnariat actif, nous analysons et accompagnons le développement de nos investissements. Les risques ESG susceptibles d'avoir un impact à long terme sur leur développement commercial sont ainsi identifiés à un stade précoce et font l'objet de discussions approfondies avec la direction. Nous nous considérons comme un sparring partner constructif (si possible) ou comme une fonction corrective (si nécessaire) et nous estimons que notre tâche consiste à faire des suggestions constructives afin d'accompagner la direction dans la mise en œuvre des mesures nécessaires. Si les points critiques ne sont pas suffisamment perçus et qu'il n'y a pas de signes d'une évolution positive à long terme, nous réduisons ou vendons la participation.

Nous donnons du poids à notre position en exerçant notre droit de vote. Ce faisant, nous soutenons toutes les mesures qui augmentent durablement la valeur d'une entreprise dans l'intérêt des investisseurs et nous votons ou faisons voter contre celles qui vont à l'encontre de cet objectif. Dès que nous détenons plus de 0,25% du capital social d'une entreprise, ou lorsque des points importants de l'ordre du jour sont soumis à décision, nous exerçons nos droits de vote selon des critères définis et conformément à notre philosophie d'investissement.

Notre mission est de comprendre en profondeur et de suivre de manière continue l'ensemble des entreprises dans lesquelles nous investissons. Pour ce faire, nous privilégions un univers d'investissement ciblé et concentrons nos efforts sur un nombre restreint de sociétés. Cette approche offre à nos analystes et à nos gestionnaires de portefeuille le temps et les moyens nécessaires pour accompagner ces entreprises et veiller à la réalisation des objectifs définis ensemble.

Notre gestion de portefeuille ne peut investir que dans des titres qui font partie de l'univers d'investissement. Cette procédure garantit une évaluation cohérente de la qualité des titres investis.

La durabilité a toujours
fait partie intégrante de
notre processus d'investissement.

Préface

En tant qu'investisseur inscrit dans une perspective de long terme, nous entendons participer activement à la promotion d'une gestion durable des entreprises.

L'année 2024 a confronté les entreprises à des défis majeurs en raison de multiples risques géopolitiques et économiques. Dans un tel contexte, une gestion prospective s'avère plus que jamais essentielle. C'est pourquoi, lors de nos échanges avec les entreprises, nous avons accordé une attention particulière à leur orientation stratégique, à la résilience de leurs modèles économiques et à la dynamique de développement de leurs activités.

Les questions environnementales et sociales controversées ont été relativement peu abordées en 2024. Nous y voyons un signe positif, qui témoigne de la pertinence de la sélection des entreprises dans lesquelles nous investissons et de notre processus d'analyse. En tant qu'investisseur à long terme, nous sommes attentifs à la manière dont « nos » entreprises gèrent leur impact négatif sur l'environnement et la société. Cela nous permet d'identifier les risques financiers à un stade précoce et de les contrer.

En ce qui concerne les émissions de gaz à effet de serre, nous nous intéressons plus particulièrement aux entreprises dont le modèle économique est gourmand en énergie. Elles doivent rendre leurs processus plus efficaces et innovants, et passer progressivement aux énergies renouvelables, afin de rester compétitives à long terme et d'éviter une augmentation des coûts. Les entreprises qui comprennent leurs risques climatiques peuvent se fixer des objectifs réalistes en matière de climat. À la page 9, vous trouverez plus d'informations sur les critères de référence que nous utilisons et sur la manière dont nous, en tant que propriétaire actif, travaillons avec les entreprises pour obtenir des améliorations.

Les normes sociales, telles que le respect des droits humains, la santé et la sécurité au travail ou la prévention de la corruption, sont difficiles à mesurer car elles reposent souvent sur des processus internes à l'entreprise. Les normes internationales, telles que les principes du Pacte mondial des Nations Unies, fournissent aux entreprises un point de référence. Malgré des directives et des processus clairs, les incidents ne peuvent pas toujours être évités, en particulier dans les chaînes d'approvisionnement complexes et mondiales. Dans de tels cas, le succès d'un processus d'engagement – c'est-à-dire le dialogue que nous menons avec les entreprises pour clarifier et améliorer les griefs – dépend également de notre capacité à poser les bonnes questions et à formuler les bonnes exigences. Nous expliquons pourquoi à la page 17.

La transparence d'une entreprise joue un rôle important dans toutes nos évaluations. Une grande partie de notre dialogue avec les entreprises en 2024 a donc porté sur la promotion de la transparence. Pour en savoir plus, rendez-vous à la page 23.

Engagement 2024

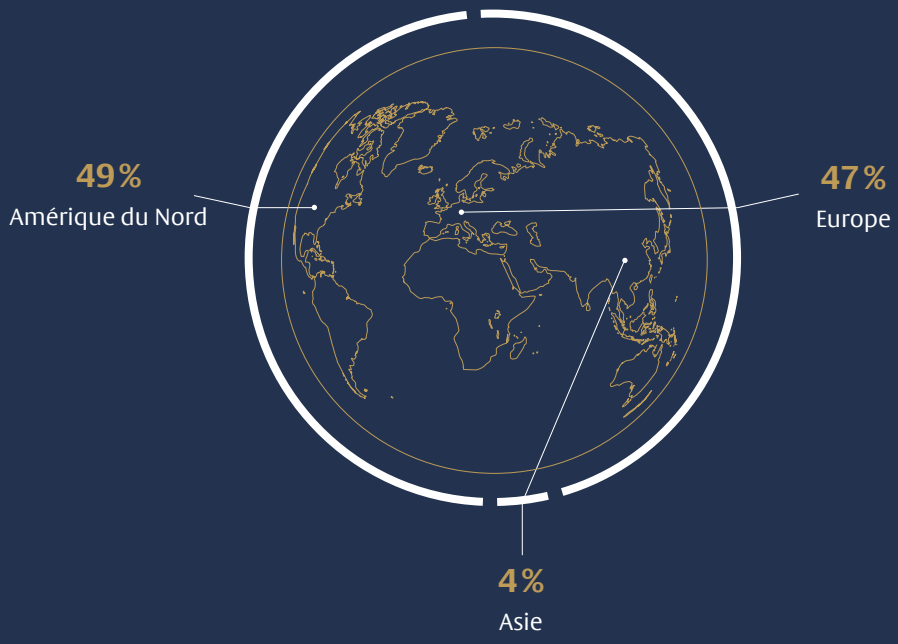
Interaction avec les entreprises

Au cours de la période examinée, plus de 250 entretiens ont été réalisés auprès d'environ 145 entreprises dans 17 pays. Dans 52% des cas, les discussions ont porté sur des thèmes liés à la gestion, au développement commercial et à la stratégie des entreprises. Les questions environnementales ont été abordées dans 34% des entretiens, tandis que les aspects sociaux ont été évoqués dans 18% des cas.

Afin de promouvoir un comportement responsable, nous avons aidé les entreprises à améliorer leurs mesures de prévention des risques. Il s'agissait notamment (1) de fixer des objectifs de réduction des impacts négatifs, en particulier des émissions de gaz à effet de serre, (2) d'améliorer les processus de surveillance des normes internationales et (3) de publier des indicateurs de durabilité.

Vous découvrirez dans les pages suivantes pourquoi ces trois aspects sont si importants pour notre philosophie d'actionnariat actif et ont façonné notre engagement au cours de l'année écoulée.

Répartition géographique de nos activités d'engagement (priorité)



Objectifs de réduction des gaz à effet de serre

Quand un « oui » signifie-t-il réellement « oui » ?

Il est essentiel d'examiner de manière approfondie les stratégies climatiques des entreprises pour évaluer la crédibilité de leurs initiatives de réduction.

Les entreprises sont-elles autorisées à faire de la publicité en affirmant qu'elles proposent des produits « neutres pour le climat » ? En juillet 2024, la Cour fédérale allemande a statué que le terme « neutre pour le climat » ne peut être utilisé dans la publicité pour des produits que si l'entreprise explique exactement ce qu'il signifie. Cette décision s'inscrit dans un débat plus large sur l'utilisation de la terminologie pour communiquer les objectifs et les stratégies climatiques, que Flossbach von Storch a également abordé l'année dernière.

Le fabricant de confiseries Katjes a été poursuivi par le Centre allemand de protection contre la concurrence déloyale pour avoir qualifié ses propres produits de « climatiquement neutres ». La Cour fédérale allemande a donné raison au plaignant, estimant que ce terme pouvait laisser croire aux consommateurs qu'aucun gaz à effet de serre n'était réellement émis lors de la production. En réalité, seules les compensations de CO2, telles que des projets de reboisement, sont financées par l'intermédiaire d'une organisation partenaire. La précision exigée par cette décision illustre les tensions liées à la communication sur les stratégies de lutte contre le changement climatique. Si des termes apparemment concis, tels que « climatiquement neutre », « zéro émission nette » ou même « carbone négatif », sont des euphémismes destinés à convaincre les parties prenantes du sens des responsabilités d'une entreprise, ils ne peuvent être interprétés sans contexte supplémentaire. Les entreprises qui utilisent ces termes peuvent présenter des niveaux d'ambition très différents dans leurs stratégies climatiques. L'utilisation d'instruments de compensation (dans leur diversité qualitative) peut également être évaluée différemment en fonction d'autres mesures et domaines d'activité.

Pour notre analyse de durabilité de l'année dernière, nous avons donc mis en place une classification plus détaillée lors de l'enregistrement des objectifs climatiques. Au lieu d'un simple « oui » à la question de savoir s'il existe une initiative de réduction, ce « oui » est précisé. L'objectif n'est pas seulement d'enregistrer et de comparer le niveau d'ambition et la crédibilité des stratégies climatiques des entreprises. Cela nous fournit également des informations supplémentaires sur les problèmes existants dans un secteur ou une entreprise.

Des slogans accrocheurs au texte clair

Ces dernières années, nous avons constaté une évolution des objectifs climatiques au sein de nombreuses entreprises (cotées) ainsi que dans notre univers d'investissement. Après l'entrée en vigueur de l'Accord de Paris en 2015, de nombreuses entreprises ont annoncé leur intention de contribuer à limiter le réchauffement climatique bien en dessous de 2 °C, et de préférence à 1,5 °C, par rapport aux niveaux préindustriels. Des termes tels que « aligné sur l'accord de Paris » ou « conforme à l'accord de Paris » ont été annoncés parallèlement à des engagements de zéro émission nette d'ici 2050 ou avant. Si ce type d'engagement est important en principe pour une véritable transformation de l'économie, il est rapidement apparu qu'un engagement non spécifique qui ne peut être vérifié avant 30 ans retarde les mesures nécessaires et rend plus difficile la vérification des progrès réalisés de l'extérieur.

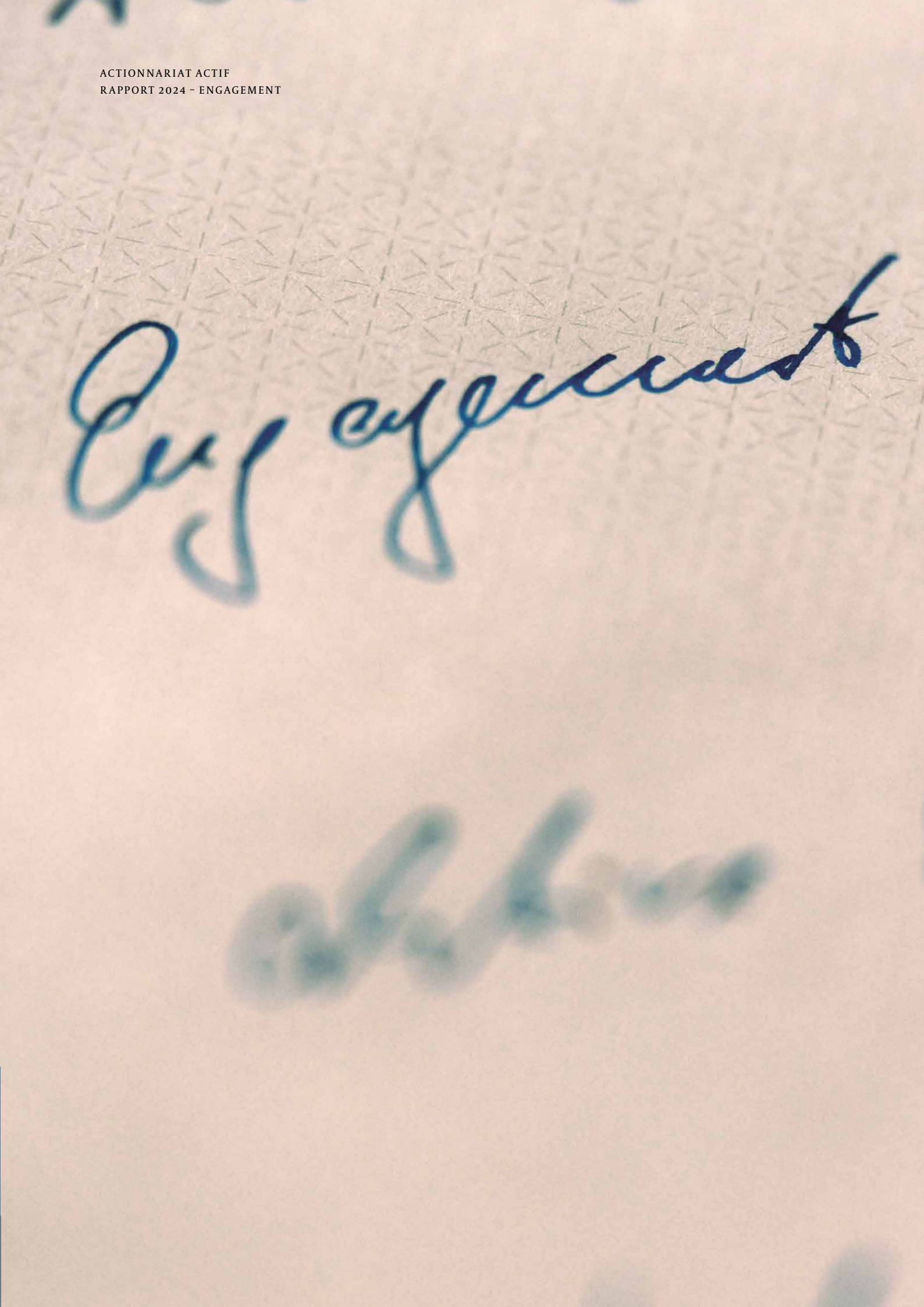
Initialement, l'utilisation du terme « zéro net » ne précisait pas clairement l'ampleur des réductions et compensations (par exemple par le biais de certificats) envisagées, ce qui, en raison du faible coût de la compensation, a conduit à des déclarations prématurées. Pour remédier à ces problèmes, la publication d'objectifs intermédiaires (par exemple d'ici 2030), la fixation d'une année de référence par rapport à laquelle les progrès sont mesurés et l'application de normes de reporting sont de plus en plus considérées comme des bonnes pratiques. Afin d'éviter une prolifération d'interprétations de l'expression « conformément à l'accord de Paris », l'initiative Science-Based Targets (SBTi *) a élaboré des critères et des lignes directrices spécifiques pour l'élaboration d'objectifs de réduction des gaz à effet de serre. Les entreprises peuvent faire valider leurs objectifs par l'organisation et signaler ainsi qu'elles répondent aux critères de celle-ci.

L'initiative Science-Based Targets (SBTi) :

Le SBTi est une initiative lancée en 2015 par des organisations non gouvernementales de renom dans le domaine de l'environnement. En tant qu'organisme de normalisation, le SBTi élabore des critères et des méthodologies pour la définition d'objectifs climatiques conformes aux conclusions du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) et à l'Accord de Paris, et donc qualifiés de « fondés sur la science ».

Les entreprises peuvent soumettre à la SBTi leur engagement à atteindre des objectifs « fondés sur la science » et doivent généralement les présenter pour validation dans un délai de deux ans. La SBTi examine, valide et publie les objectifs à court terme soumis, ainsi que, le cas échéant, les objectifs à long terme de neutralité carbone des entreprises.

ACTIONNARIAT ACTIF
RAPPORT 2024 – ENGAGEMENT



Ce qui peut sembler obscur au premier abord

La majorité des entreprises de notre portefeuille ont défini des objectifs alignés sur l'Accord de Paris.

Dans le cadre de nos analyses d'entreprises, nous avons pu constater un très bon niveau d'ambition dans les objectifs climatiques de « nos » entreprises d'ici fin 2024. À un niveau global, 80% de toutes les entreprises dans lesquelles nous investissons ont déjà formulé des objectifs conformes à l'Accord de Paris. Parmi celles-ci, environ trois quarts travaillent avec la SBTi et s'alignent sur ses normes. Environ un quart de toutes les entreprises qui se sont fixé des objectifs ont même défini des objectifs à long terme de zéro émission nette validés par le SBTi, en plus d'objectifs intermédiaires.

Nous classons les objectifs en huit catégories. Bien qu'une certaine hiérarchie soit automatiquement inhérente à ces classifications (par exemple, les objectifs de zéro émission nette validés par le SBTi indiquent un niveau d'ambition extrêmement élevé), le contexte global est pertinent pour établir une évaluation globale et, si nécessaire, un engagement ultérieur. Par exemple, nous ne nous attendons pas nécessairement à travailler avec le SBTi s'il existe des raisons valables de ne pas le faire ou si le modèle économique dans son ensemble a une faible incidence sur les émissions de gaz à effet de serre. Dans les cas où les entreprises se sont jusqu'à présent limitées à des déclarations de « zéro émission nette » (représentant 14% des entreprises de notre univers d'investissement disposant d'objectifs climatiques), nous avons, ces dernières années, commencé à exiger des définitions précises ainsi que des objectifs plus concrets et détaillés.

Si les entreprises – dans notre cas, environ 12% de celles qui se sont fixé des objectifs – communiquent des objectifs comparables aux critères du SBTi mais ne les valident pas (encore), cela peut indiquer que la comptabilisation des émissions indirectes (scope 3) n'est pas encore terminée ou qu'aucune norme n'a encore été élaborée pour le secteur (combustibles fossiles). Là encore, nous avons commencé à vérifier ces informations lors de discussions avec les entreprises.

Quand un « non » signifie-t-il réellement « non » ?

Pour certains modèles économiques, la réticence à publier des objectifs de neutralité carbone ne traduit pas nécessairement un manque d'engagement ou de responsabilité. Actuellement, environ 8% de notre univers d'investissement n'a pas encore formulé d'objectifs climatiques. Nous

La réticence à publier des objectifs climatiques n'indique pas nécessairement un manque d'engagement de la part des entreprises.

recourons à des analyses et à des discussions directes pour comprendre les raisons de cette situation. Certaines entreprises travaillent déjà sur une stratégie climatique interne. S'il s'agit d'entreprises dont le modèle économique est très énergivore, nous privilégions notre engagement afin de promouvoir la publication en temps utile des informations pertinentes. Nous encourageons les entreprises à faibles émissions de gaz à effet de serre à mettre en œuvre des mesures de réduction dans la mesure de leurs moyens. S'il n'y a pas de risques financiers à long terme pour l'entreprise, nous accepterons également un « non » comme réponse.

Il existe également des cas où il n'existe tout simplement pas encore de solutions techniques pour une décarbonisation à grande échelle, comme dans le secteur des transports (par exemple, les camions ou les avions). Cela signifie que les entreprises ne disposent pas de mesures pour réduire les gaz à effet de serre à court terme, ce qui est une condition préalable fondamentale pour fixer des objectifs réalistes. Dans le cas de nos investissements, cela concerne notamment la société américaine de transport de marchandises Old Dominion Freight Line, spécialisée dans le transport routier longue distance. L'entreprise ne s'est pas encore fixé d'objectifs climatiques, ce qui nous a incités à engager un dialogue direct avec elle afin d'en connaître les raisons. Lors des discussions, qui ont débuté dès 2023, l'entreprise a démontré de manière crédible que la réduction des gaz à effet de serre est un sujet pertinent pour elle et sur lequel elle travaille intensivement. Cependant, il n'existe actuellement aucun système de propulsion alternatif prêt à être commercialisé qui soit adapté au transport longue distance. Afin de contribuer à faire avancer le développement de ces innovations, Old Dominion participe à des tests de systèmes de propulsion sans énergie fossile. En outre, des mesures d'efficacité, telles que l'optimisation des itinéraires, sont déjà mises en œuvre afin de réduire les émissions de gaz à effet de serre dans la mesure des possibilités actuelles. Notre évaluation positive de l'approche de l'entreprise, malgré l'absence d'objectifs climatiques, repose notamment sur la grande transparence de son rapport sur le développement durable. Celui-ci ne se contente pas de rendre compte des émissions de gaz à effet de serre, mais fournit également des indicateurs d'efficacité détaillés et la composition du mix énergétique. Ces paramètres sont importants pour nous afin de suivre l'évolution de la situation. Le dernier rapport, datant de 2024, fait également le point sur l'état d'avancement des essais avec des camions entièrement électriques.

Reconnaître et encourager les progrès

Les avis concernant des objectifs climatiques appropriés doivent être en permanence réévalués à la lumière des nouvelles données et des évolutions du contexte.

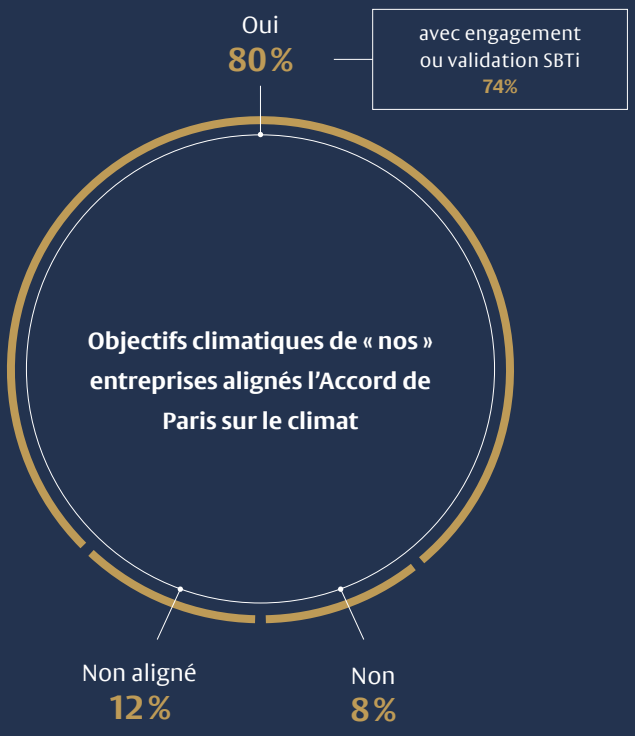
La granularité dans l'enregistrement et l'évaluation des objectifs climatiques, ou son absence, présente trois avantages décisifs pour nous : premièrement, nous obtenons une meilleure évaluation du niveau d'ambition et de la volonté des entreprises de s'adapter aux connaissances et aux normes actuelles. Deuxièmement, nous obtenons des informations sur les principaux problèmes et obstacles à surmonter et sur l'état d'avancement des efforts de l'entreprise en matière de réduction des gaz à effet de serre. Troisièmement, nous pouvons mieux déterminer les progrès (ou le recul) de l'entreprise en matière d'objectifs de réduction des gaz à effet de serre. En effet, une réponse positive aux initiatives de réduction conduit rarement à une réponse négative. Cependant, nous constatons de plus en plus souvent qu'une vague déclaration de neutralité carbone se transforme en une feuille de route concrète assortie d'étapes intermédiaires mesurables, ou que les objectifs intermédiaires sont élargis pour inclure des objectifs de neutralité carbone validés. De tels progrès ne peuvent être identifiés ou exigés par un simple « oui ». Il en va de même si aucun objectif climatique n'est fixé, car un « non » ne signifie pas nécessairement un « non » à la réduction des gaz à effet de serre.

Les développements, les meilleures pratiques et les normes en matière d'objectifs de réduction des gaz à effet de serre continueront d'évoluer dans les années à venir. Par conséquent, la manière dont les entreprises traitent leurs objectifs et leurs ambitions, ainsi que nos critères d'évaluation, doivent également être revus en permanence. Après tout, les concepts d'objectifs adéquats doivent être constamment adaptés aux nouvelles découvertes et circonstances. Actuellement, les lignes directrices pertinentes, telles que le Protocole sur les gaz à effet de serre – la norme de référence pour le calcul des émissions de gaz à effet de serre – sont en cours de révision et de nouvelles normes seront probablement publiées en 2026. Les lignes directrices du SBTi sont également en cours de révision au sein de groupes de travail techniques et de processus multipartites. Les lignes directrices finales pourraient entraîner des changements importants dans la compréhension de ce qui fait qu'un « oui » est un « oui » ambitieux. C'est une raison supplémentaire pour continuer à nous concentrer intensivement sur le positionnement des entreprises dans nos analyses et nos discussions avec celles-ci.

Réduction des émissions de gaz à effet de serre

Dans notre univers d'investissement, seules 23 entreprises (8%) ne se sont pas fixé d'objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre au cours de l'année sous revue. En 2023, ce chiffre était encore de 38 entreprises. Cette amélioration s'explique par des mouvements dans l'univers d'investissement liés à l'entrée ou à la sortie d'entreprises de l'indice, et huit entreprises se sont depuis fixé des objectifs climatiques contraignants. Dans le cadre de notre analyse interne en matière de durabilité, nous avons constaté que toutes les entreprises s'attaquent aux émissions de gaz à effet de serre liées à leurs activités commerciales, malgré l'absence d'objectifs climatiques. Presque toutes les entreprises publient déjà des données et ont lancé des mesures de réduction individuelles.

Nous avons poursuivi les engagements pris en 2023 auprès de six entreprises en 2024 et avons entamé un dialogue avec deux autres entreprises afin de les encourager à fixer des objectifs climatiques à long terme. Dans trois cas, le dialogue a déjà abouti à des résultats positifs : les entreprises ont promis de publier des données et/ou des objectifs climatiques dans un avenir proche. Nous suivons de près l'évolution de la situation et le respect de ces engagements et restons en dialogue avec les autres entreprises.



Dans le cadre de notre analyse interne en matière de développement durable, nous évaluons les initiatives climatiques de « nos » entreprises. Le graphique ci-contre présente l'évaluation de toutes les entreprises de notre univers d'investissement. « Oui » désigne les entreprises dont les objectifs sont conformes à l'Accord de Paris. « Engagement ou validation SBTi » inclut les entreprises de la catégorie « oui » qui se sont engagées à fixer des objectifs avec le SBTi ou dont les objectifs ont déjà été validés. La catégorie « Non aligné » comprend les entreprises dont les objectifs climatiques ne sont pas encore conformes à l'Accord de Paris selon notre méthodologie. La catégorie « Non » comprend les entreprises qui n'ont pas encore publié d'objectifs de réduction.

ESG = active ownership

Engagement axé sur les solutions

Posons-nous les bonnes questions ? Formulons-nous les bonnes exigences ?

L'engagement constitue l'un des moyens les plus efficaces pour influencer le comportement des entreprises.

Après deux ans de critiques virulentes et d'enquêtes sur des allégations de travail forcé dans une usine commune située dans la province chinoise du Xinjiang, Volkswagen AG (VW) a vendu ses parts dans le site en novembre 2024. S'agit-il d'une bonne nouvelle pour les investisseurs soucieux du développement durable ? Les portefeuilles concernés sont-ils désormais plus durables grâce à cette décision ? Le cas du constructeur automobile allemand, que Flossbach von Storch a également examiné de près, met en évidence certains des principaux défis et questions fondamentales concernant l'objectif et la finalité de l'engagement en faveur du développement durable.

L'engagement vise à clarifier les attentes des investisseurs vis-à-vis des entreprises dans lesquelles ils investissent. Avec l'exercice des droits de vote, il s'agit de l'un des moyens les plus efficaces pour aider à façonner ou influencer le « comportement » des entreprises cibles en tant qu'investisseurs. À ce titre, le dialogue entre l'investisseur et l'entreprise a toujours été un instrument important, parfois correctif, stabilisateur et de surveillance. Ces dernières années, les discussions sur les attentes en matière de durabilité ont de plus en plus fait l'objet d'engagements. Dans ce contexte, la pression des investisseurs peut constituer un facteur important pour la mise en œuvre de stratégies de durabilité dans les entreprises. Cependant, avec la nécessité croissante pour les investisseurs de se présenter et de mettre en avant leurs propres succès en matière de durabilité, des exigences et une dynamique d'engagement se sont développées dans certains cas qui doivent être remises en question.

La controverse VW

En novembre 2022, un organisme de notation de premier plan a attribué à Volkswagen la note « échec » en matière de respect des principes du Pacte mondial des Nations unies (UNGC) en raison d'une révision de sa méthodologie d'évaluation. Les agences de notation analysent les entreprises sur la base de divers critères de durabilité. Une note « échec » indique que l'agence estime qu'il y a eu de graves violations des principes du Pacte mondial des Nations unies. De nombreux fonds d'investissement utilisent ces notes comme base pour leurs décisions d'investissement et excluent de leurs portefeuilles les entreprises ayant

obtenu une note négative. Les cas impliquant des groupes vulnérables, tels que la minorité opprimée des Ouïghours, ont été classés comme plus graves après le changement de méthodologie qu'auparavant. Par exemple, le cas longtemps débattu du travail forcé présumé d'Ouïghours dans une usine de la province chinoise du Xinjiang a été réévalué et est passé de « satisfaisant » (niveau le plus élevé) à « insuffisant » (niveau le plus bas). VW exploitait cette usine dans le cadre d'une coentreprise avec le constructeur automobile chinois SAIC et détenait une participation minoritaire de 40% dans le site. La contribution économique de l'usine à VW était extrêmement faible. Néanmoins, la dégradation de la note attribuée par le fournisseur de données a incité les investisseurs à s'abstenir d'investir dans les actions ou les obligations de VW ou à les vendre, conformément à leurs propres directives en matière de durabilité – et ils l'ont fait avec plaisir, d'une manière qui a attiré l'attention des médias. Après que VW a fait réaliser un audit externe sur place en décembre 2023 et que les résultats n'ont pas confirmé les allégations, l'agence de notation a de nouveau relevé la note moins de 12 mois plus tard, de sorte que l'entreprise n'était plus que sur la « liste de surveillance » (niveau moyen). Cependant, la pression exercée sur VW par les investisseurs et les ONG est restée forte. La crédibilité de l'audit a été remise en question dans les médias. À l'automne 2024, VW a finalement publié un communiqué de presse annonçant que la coopération entre SAIC et VW allait être intensifiée, mais que les parts dans l'usine du Xinjiang avaient été vendues, de sorte qu'il n'y avait plus aucune implication. Le fournisseur de données a rétabli le statut « pass ».

Ce cas montre que la pression publique et l'engagement des investisseurs peuvent conduire à des changements. C'est une bonne nouvelle pour l'efficacité de l'engagement. Cependant, le résultat décrit ci-dessus n'est pas nécessairement une victoire pour les personnes réellement touchées par les violations des droits humains. Le retrait d'une entreprise occidentale de la région ou l'expansion de la coentreprise ailleurs entraîne de nouveaux risques pour les droits humains. Les réactions des marchés financiers (désinvestissement) et les exigences des engagements (clarification ou désinvestissement de l'usine) témoignent d'un instinct typique dans le traitement des cas controversés, qui s'avère toutefois insuffisant lorsque des aspects sociaux et humains complexes entrent en jeu.

Lorsque les questions sont complexes, les seules réactions des marchés financiers, notamment par le biais de désinvestissements, ne suffisent pas.

Les mesures ne sont réellement efficaces que lorsqu'elles sont adaptées au contexte dans lequel elles s'appliquent.

Évaluer, comparer, conclure

Pour les investisseurs qui souhaitent agir de manière durable, démontrer et prouver leur moralité représente un défi majeur. La complexité et parfois le caractère subjectif des questions de durabilité rendent difficile l'identification d'indicateurs de progrès ou de performance clairs. Les entreprises sont confrontées à des difficultés similaires lorsqu'elles souhaitent rendre compte de leurs mesures sociales. Le défi consiste à montrer l'impact réel sur les personnes et la nature, car le simple nombre ou la description des mesures ne permet pas de faire des déclarations significatives. Le nombre d'audits réalisés, par exemple, ne dit rien sur les conditions sur le terrain. De même, le nombre de désinvestissements pour des raisons de durabilité ne dit rien sur la moralité de l'investisseur. Dans l'analyse d'entreprise, cependant, ces données sont souvent les meilleures informations disponibles. Elles permettent de mesurer les activités des entreprises, de les comparer à celles d'autres entreprises et, par exemple, de réaliser de « bons » investissements ou de vendre de « mauvais » investissements en utilisant l'approche « best-in-class ».

Toutefois, afin d'évaluer l'impact réel des mesures décrites, il est nécessaire de disposer d'informations et d'expériences dans le contexte spécifique (local et commercial). Par exemple, pour prévenir efficacement le travail des enfants, il faut disposer d'informations générales sur la réalité de la vie familiale sur le terrain. Les mesures correctives ne peuvent être mises en œuvre de manière uniforme, mais elles sont efficaces lorsqu'elles sont adaptées au contexte. Dans certains cas, les entreprises et les organisations travaillent pendant des années avec les parties prenantes et les organisations locales afin d'élaborer et de mettre en œuvre des solutions communes. Une évaluation et une adaptation continues sont le signe d'une amélioration. Cependant, le succès de ces mesures est difficile à résumer dans des données uniformes et n'est souvent visible qu'après une longue période.

Comprendre, consolider, améliorer

Adopter différentes perspectives nous permet de formuler des questions plus pertinentes et d'évaluer plus justement les situations.

Une responsabilité clé des lecteurs d'informations liées à la durabilité consiste donc à vérifier soigneusement leurs interprétations et leurs conclusions. Cela apparaît clairement, par exemple, lorsqu'il s'agit de déterminer si un nombre élevé de cas signalés aux mécanismes de plainte, tels que les systèmes d'alerte, est un bon ou un mauvais signe pour la gestion d'un risque donné par une entreprise. En principe, les cas signalés offrent l'occasion d'identifier et de remédier à des griefs réels. Pour avoir un impact et s'assurer que les mécanismes de plainte sont acceptés et fonctionnent efficacement, il ne faut donc pas considérer d'emblée qu'un nombre élevé de plaintes est négatif. Ce qui importe davantage, c'est la manière dont les cas reçus sont traités par la suite.

Néanmoins, de nombreux observateurs du marché considèrent instinctivement que les entreprises ayant un « casier vierge » (peu de plaintes ou de controverses) sont meilleures. La manière dont ce « casier vierge » a été obtenu – que ce soit par manque d'opportunités de déposer plainte, par manque d'attention de la part des ONG, par intimidation des employés ou parce qu'il n'y a effectivement aucune plainte – n'est pas facilement identifiable de l'extérieur. L'interprétation des indicateurs sociaux nécessite donc inévitablement une volonté de s'intéresser au contexte donné. Les questions relatives à l'interface entre les entreprises et les droits humains ne peuvent être résolues sur la base d'un seul ensemble de critères. Afin de pouvoir évaluer de manière fondée la manière « appropriée » de traiter une controverse, il est nécessaire d'établir un dialogue avec différentes parties prenantes, par exemple des scientifiques, des ONG et d'autres groupes d'intérêt.

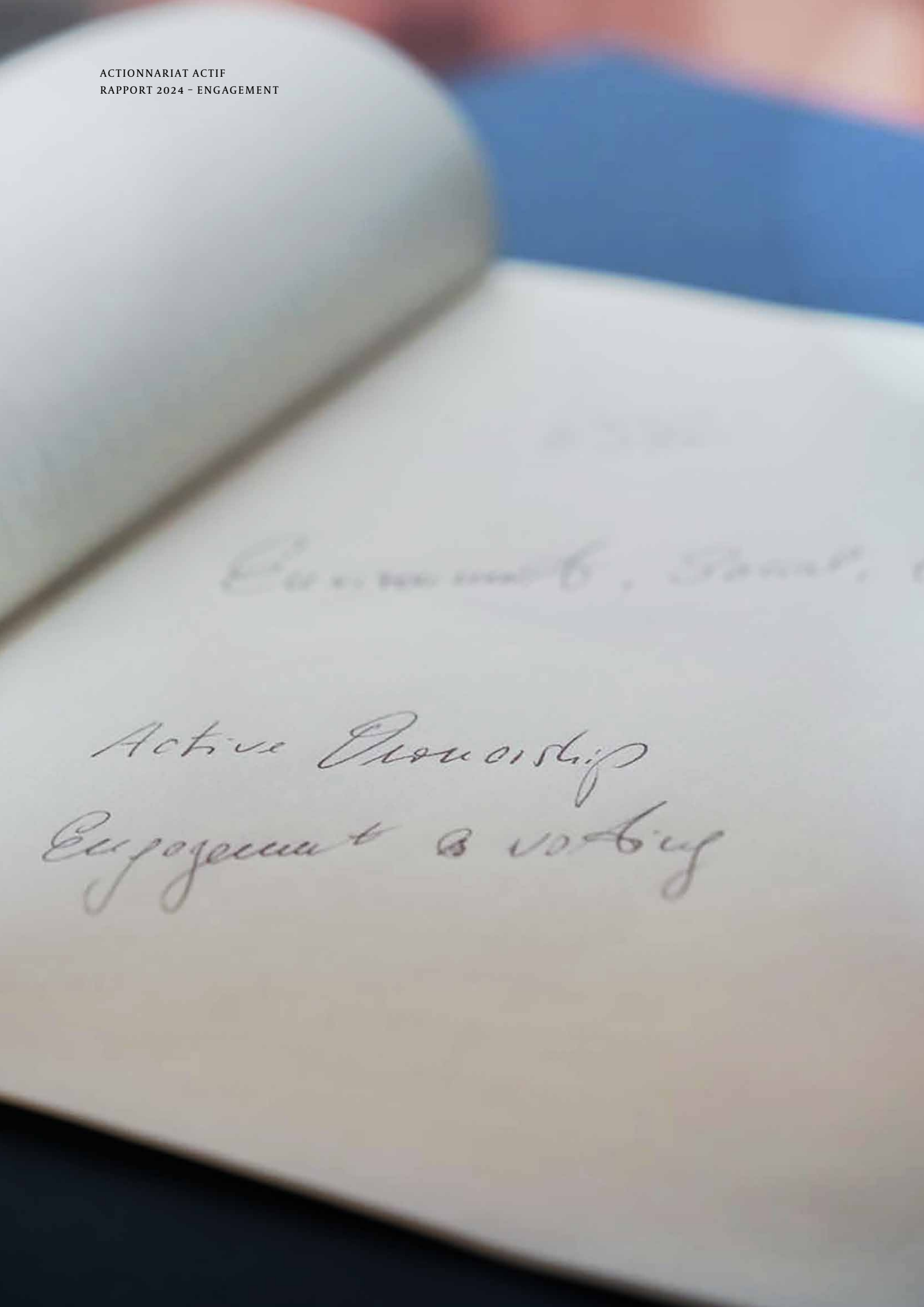
Ces différentes perspectives nous aident à poser des questions plus précises et à mieux évaluer les circonstances. En 2024, nous avons participé à une conférence sur « Les entreprises et les droits de l'homme – Nouvelles approches scientifiques » organisée par l'Institut allemand des droits de l'homme et l'Université technique de Freiberg, ainsi qu'à une table ronde organisée par le Helpdesk Wirtschaft und Menschenrechte (Helpdesk sur les entreprises et les droits de l'homme) et le Réseau allemand du Pacte mondial des Nations unies sur le thème « Les droits des enfants dans le processus de diligence raisonnable ». Nous avons également pris contact avec le Global Child Forum, qui évalue les performances des entreprises en matière de droits de l'enfant.

Nous pensons qu'il est important d'être présent en tant qu'investisseur dans nos entreprises.

Persévérer ou désinvestir ?

Néanmoins, les mesures d'escalade, telles que les changements de notation, les désinvestissements ou la critique publique des conditions, demeurent un outil essentiel, y compris pour nous. Elles attirent l'attention nécessaire et conduisent à des discussions intensives. Des menaces crédibles apparaissent, tout comme des incitations pour l'entreprise concernée par la controverse à traiter rapidement et de manière approfondie le cas en question. La vente d'actions ou la résiliation de relations avec des fournisseurs, par exemple, peuvent constituer une réaction appropriée afin d'utiliser les ressources de manière judicieuse (y compris dans le cas de VW). Toutefois, elles ne doivent pas devenir une exigence précipitée et ne doivent pas être automatiquement interprétées comme une manifestation de moralité. C'est pourquoi nous ne suivons pas sans réserve les recommandations des agences de notation. Celles-ci peuvent constituer une source d'information importante, mais elles ne remplacent pas notre propre analyse. Notre processus d'escalade prévoit une coopération intensive avec la société du portefeuille concernée en cas de controverses graves, afin de garantir que les incidents soient traités de manière responsable et de travailler à des améliorations ciblées. À l'issue de ce processus, nous pouvons décider de nous désengager si nous constatons au cours des discussions que la société ne réagit pas de manière appropriée aux incidents.

Dans le cas de VW, nous ne sommes pas actionnaires, car nous ne détenons que des obligations de la société. Cependant, nous sommes en contact régulier avec la société depuis plusieurs années. La vente de l'usine du Xinjiang ne changera rien à cela, car au lieu d'un désinvestissement rapide, nous avons soutenu un examen minutieux et une discussion approfondie des conditions locales dans nos discussions avec VW. Nous continuerons donc à dialoguer avec la société et à suivre la situation. Cela est particulièrement important compte tenu de l'extension prévue de la collaboration avec SAIC en Chine. Les échanges sur les mesures prises et les expériences acquises sur le terrain sont particulièrement précieux. La valeur informative de mesures typiques, telles que les audits, qui sont très fiables dans d'autres circonstances, atteint ses limites dans les conditions actuelles. Selon des organisations internationales, il est pratiquement impossible de mener un audit indépendant dans la région du Xinjiang en Chine. Nous considérons donc qu'il est important de maintenir notre présence en tant qu'investisseur.


Active Ownership
Engagement & voting

Transparence des données

Les données sont le nouvel or, et parfois aussi difficiles à dénicher.

Les données permettent une évaluation réaliste des risques. Elles aident également à identifier les opportunités.

La durabilité n'est ni claire ni simple. Une analyse approfondie est essentielle pour comprendre ses multiples facettes, tirer les bonnes conclusions et pouvoir accompagner nos entreprises en tant que partenaire précieux. Notre analyse interne des entreprises en constitue la base. La transparence des données est cruciale à cet égard : elle permet une évaluation réaliste des risques, facilite la comparaison avec la concurrence et aide à identifier les opportunités.

Mais que faire si une entreprise ne publie pas ou pas suffisamment d'informations sur les aspects liés à la durabilité ? L'absence de données n'est pas nécessairement le signe d'une mauvaise performance en matière de durabilité – elle résulte souvent d'un manque d'exigences en matière de reporting ou d'une stratégie de durabilité insuffisamment développée. Un dialogue direct avec les entreprises peut aider à identifier les raisons du manque de transparence et à obtenir des informations fondées pour votre propre évaluation. Parallèlement, ces échanges offrent la possibilité d'œuvrer à l'amélioration de la qualité et de la couverture des indicateurs de durabilité pertinents. Après tout, les données seules ne suffisent pas : elles doivent être comparables, fiables et standardisées. Ce n'est qu'alors que les progrès peuvent être mesurés.

Les ajustements méthodologiques rendent la comparabilité plus difficile

Le domaine dans lequel les entreprises fournissent le plus de données sur les facteurs de durabilité est celui des émissions de gaz à effet de serre. Dans notre univers d'investissement, 96% des entreprises publient déjà des données à ce sujet. La plupart des entreprises basent leurs mesures sur le Greenhouse Gas Protocol, considéré comme la norme mondiale, mais qui laisse encore une marge de manœuvre aux entreprises dans l'utilisation, par exemple, des facteurs d'émission ou des sites pris en compte. Les ajustements méthodologiques font également qu'il est difficile d'évaluer les évolutions, ou que celles-ci ne peuvent l'être qu'à une date ultérieure. En particulier, la communication des émissions de scope 3, qui comprennent les émissions de l'ensemble de la chaîne de valeur, depuis l'extraction des matières premières jusqu'à leur utilisation par le consommateur final, est souvent encore en cours d'élaboration. Cela signifie que des catégories supplémentaires seront progressivement ajoutées (par exemple, l'inclusion du leasing ou des investissements) ou que les méthodes d'estimation utilisées seront modifiées au fil du temps.

Les angles morts du reporting en matière de développement durable

Dans plusieurs secteurs environnementaux et sociaux, les normes de bonnes pratiques ne sont pas encore largement établies ou diffusées.

La collecte et la publication déjà très complètes des données relatives aux émissions de gaz à effet de serre contrastent fortement avec les autres domaines environnementaux tels que la biodiversité, l'eau et les déchets, ainsi que les aspects sociaux tels que les questions relatives aux employés et le respect des normes internationales. Dans ces domaines, les normes de bonnes pratiques ne sont pas encore aussi répandues. Cependant, des normes, notamment en matière de fixation d'objectifs, sont en cours d'élaboration (par exemple par le Science Based Targets Network - SBTN).

Notre engagement, lancé en 2023, à améliorer la divulgation des données et informations environnementales et sociales a également été un point clé de nos discussions avec « nos » entreprises en 2024. Nous avons échangé des informations avec environ 70 entreprises sur les facteurs environnementaux ou les plans visant à mieux comprendre l'expansion de leur stratégie. Parmi celles-ci, environ 35 entreprises ont également été couvertes par des aspects liés aux facteurs sociaux, afin de travailler à la publication ou à l'amélioration du niveau de détail des lignes directrices en matière de lutte contre la corruption et de respect des droits de l'homme, de déterminer les raisons des fluctuations du taux de rotation du personnel ou de discuter de la mise en œuvre de processus de suivi.

Droit de vote 2024

Historique des votes

Nombre d'assemblées générales auxquelles nous avons assisté

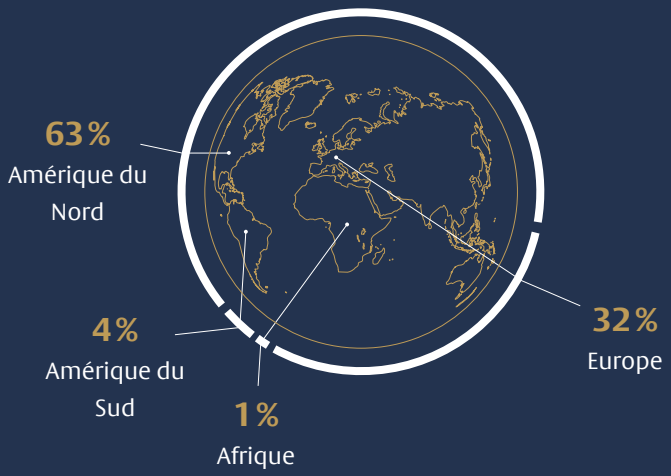
2021	2022	2023	2024
48	69	70	69

Les sujets les plus fréquemment soumis au vote lors des assemblées générales annuelles portent sur la gouvernance d'entreprise, tels que l'élection des membres du conseil de surveillance et l'approbation de la décharge pour le comité exécutif et le conseil de surveillance ; les finances, comme l'approbation des comptes annuels et des systèmes de rémunération pour ces mêmes instances ; ainsi que sur des orientations stratégiques spécifiques, telles que les mesures relatives au capital ou les modifications des statuts.

Jusqu'à présent, les questions de durabilité n'ont pas été abordées ici. La raison principale en est le cadre réglementaire des assemblées générales annuelles, selon lequel les questions de durabilité relèvent généralement de la responsabilité opérationnelle du comité exécutif et ne doivent donc pas être décidées directement par les actionnaires. Les points de vote explicites sur les questions sociales ou environnementales ne figurent donc généralement que dans les motions des actionnaires. En 2024, nous avons exercé nos droits de vote sur un total de 1 060 points soumis au vote. Seules 17 propositions d'actionnaires portaient sur des questions environnementales et 55 sur des questions sociales (voir extraits aux pages suivantes).

Afin de remplir au mieux notre rôle d'actionnaire actif, nous saisissons l'occasion de voter contre la direction si nous constatons une gestion inadéquate des aspects liés à la durabilité ou des controverses, comme cela a été le cas chez Activision Blizzard en 2022. Nous renforçons ainsi nos positions auprès des entreprises avec lesquelles nous menons des discussions spécifiques. En outre, l'exercice du droit de vote peut être utilisé comme un instrument dans des cas particuliers, lorsqu'il n'y a pas d'accès direct à l'entreprise ou qu'aucun engagement actif n'est actuellement en cours, comme cela a été le cas avec Meta en 2024.

Répartition géographique de nos activités de droit de votre (priorité)



Extrait de l'exercice des droits de vote 2024

Amazon.com Inc.
Seattle, Washington, USA
Assemblée générale
du 22 mai 2024

- **Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur les mesures de vigilance renforcée à l'égard des clients**
- **Proposition d'actionnaire sur l'impact des technologies de reconnaissance faciale sur les droits humains**

Les mesures visant à respecter les principes de l'UNGC et les lignes directrices de l'OCDE constituent un aspect prioritaire de notre analyse et de notre engagement. Un rapport pourrait fournir davantage d'informations sur la manière de gérer le risque d'impacts potentiels sur les droits humains liés à une utilisation abusive des technologies d'Amazon. Nous avons donc accepté les deux propositions d'actionnaires.

Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur les activités de lobbying

Selon la proposition, les informations relatives aux organisations soutenues par Amazon et à leurs programmes devraient être rendues publiques afin de pouvoir être comparées aux objectifs et programmes de l'entreprise, en particulier ses initiatives en matière de changement climatique. En principe, nous ne considérons pas nécessaire de divulguer ce type de décision de gestion. Dans le cas d'Amazon, nous estimons toutefois que certains aspects de la stratégie de protection du climat sont trop vagues. Une comparaison entre les organisations soutenues et leurs objectifs respectifs nous permettrait d'obtenir davantage d'informations sur la crédibilité et la rigueur des initiatives de protection du climat de l'entreprise.

- **Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur l'égalité salariale en matière de diversité**
- **Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur les conditions de travail**
- **Proposition d'actionnaire concernant l'évaluation de la liberté d'association par un tiers**

Avec environ 1,5 million d'employés, Amazon est l'un des plus grands employeurs au monde. L'entreprise est depuis

longtemps critiquée pour ses conditions de travail et ses mesures restrictives à l'égard des organisations syndicales. Dans notre analyse, nous avons évalué négativement la gestion des controverses liées au personnel. En outre, pratiquement aucun indicateur sur la main-d'œuvre n'est publié. Nous avons donc voté en faveur des trois propositions d'actionnaires sur les questions relatives aux employés afin d'envoyer un signal en faveur d'une plus grande transparence et de réduire le risque de violations des normes internationales en matière de conditions de travail et les risques pour la réputation.

Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur les emballages plastiques
Dans notre analyse, nous avons identifié des aspects critiques dans le reporting et les objectifs relatifs aux matériaux d'emballage. Nous avons donc voté en faveur de la proposition des actionnaires. Contrairement à ses concurrents, Amazon n'a pas encore communiqué sur la quantité de matériaux utilisés, ce qui rend l'objectif fixé incompréhensible. Notre accord exprime donc notre souhait d'une plus grande transparence.

Les propositions d'actionnaires susmentionnées n'ont pas obtenu la majorité lors de l'assemblée générale annuelle. Toutefois, le nombre important de votes favorables dans certains cas envoie un signal fort à la direction.

Apple Inc.
Cupertino, Californie, USA
Assemblée générale
du 28 février 2024

Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur l'équité salariale
Nous avons également constaté un manque de transparence en ce qui concerne les questions relatives aux salariés chez Apple. Les chiffres clés, y compris ceux relatifs aux analyses de l'inégalité salariale ou à la rotation du personnel, ne sont pas publiés. Nous avons donc voté en faveur de la proposition.

Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur l'utilisation de l'intelligence artificielle (IA)
L'utilisation de l'intelligence artificielle comporte des

risques en matière de droits de l'homme, d'intérêts des consommateurs et de questions relatives aux salariés. Des processus de contrôle et des lignes directrices appropriés sont donc un aspect essentiel pour nous dans la gestion des risques liés aux normes. La proposition permettrait de mieux comprendre l'utilisation de l'IA et les politiques sous-jacentes, ce à quoi nous sommes favorables.

Meta Platforms Inc.
Menlo Park, Californie, USA
Assemblée générale
du 29 mai 2024

- **Proposition d'actionnaire concernant la recapitalisation de la société**
- **Proposition d'actionnaire visant à publier les résultats des votes par classe d'actions**
- **Proposition d'actionnaire autorisant l'administrateur principal indépendant à fixer l'ordre du jour**

(1) Nous utilisons les droits de vote pour exprimer notre position, en particulier dans les entreprises qui sont difficiles à atteindre par l'engagement. Dans la structure de gouvernance de Meta, le système de double classe d'actions, qui donne au fondateur et PDG Mark Zuckerberg des droits de vote multiples, fait qu'il est difficile pour les investisseurs d'exercer une influence constructive. Nous pensons qu'il est logique que les droits de vote des actionnaires soient liés à leur participation économique dans l'entreprise. Nous avons donc voté en faveur de la proposition, qui vise à établir un système d'action unique avec des droits de vote égaux. (2) Nous avons également voté en faveur d'une proposition demandant que les résultats des votes soient présentés séparément par catégorie d'actions afin de différencier les investisseurs - initiés ou non initiés - qui sont à l'origine des résultats. (3) Nous avons également voté en faveur d'une proposition visant à donner au président du conseil de surveillance indépendant plus d'influence sur l'ordre du jour.

- **Proposition d'actionnaire pour un rapport sur les risques de désinformation et de mésinformation liés à l'IA**
- **Proposition d'actionnaire relative à un rapport sur les risques en matière de droits de l'homme sur les marchés non américains**

- **Proposition d'actionnaire relative à l'évaluation de l'impact de l'IA sur les droits de l'homme dans la publicité ciblée**
- **Proposition d'actionnaire relative aux objectifs et au rapport concernant l'impact sur la sécurité des enfants**

En tant qu'opérateur des plateformes et des réseaux sociaux les plus influents au monde, Meta joue un rôle crucial dans la société. Selon nous, cela exige un sens particulier des responsabilités lorsqu'il s'agit de gérer les risques sociaux. Nous avons donc voté en faveur des propositions susmentionnées sur les aspects sociaux qui, entre autres, visent à renforcer la transparence sur les risques en matière de droits de l'homme, sur la manière de traiter la désinformation et sur le risque d'altération de la santé mentale des jeunes utilisateurs.

Compte tenu de la proportion importante de droits de vote détenus par le fondateur et PDG, il n'est pas surprenant que les propositions n'aient pas obtenu de majorité. Néanmoins, nous pensons que l'exercice des droits de vote envoie un signal important.

Nike, Inc.
Beaverton, Oregon, USA
Assemblée générale
du 10 septembre 2024

Proposition d'actionnaire concernant le rapport sur l'égalité salariale
Comme pour les propositions mentionnées précédemment sur l'égalité salariale liée à la diversité, nous avons également voté en faveur d'une telle proposition chez Nike afin de souligner le manque de transparence à ce jour.

Proposition d'actionnaire concernant un rapport sur les objectifs et la stratégie de développement durable
Nous considérons que la stratégie climatique de l'entreprise, en particulier les objectifs, est ambitieuse et positive. Néanmoins, nous avons voté en faveur d'une proposition de rapport sur les objectifs et la stratégie de développement durable, car cela nous permettrait de mieux comprendre la stratégie et donc de mieux évaluer la façon dont elle est mise en œuvre.

Frederike von Tucher
Chef d'équipe ESG Investment Management

Frederike.vonTucher@fvsag.com

Depuis octobre 2019, Frederike von Tucher a rejoint la gestion d'investissement de Flossbach von Storch en tant que spécialiste ESG. Au sein de Flossbach von Storch, Mme Von Tucher est responsable de la stratégie de durabilité et de l'engagement envers les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) de l'ONU reconnus au niveau international. Gestionnaire culturelle de formation, Mme Von Tucher a occupé, au cours des 15 dernières années, une série de postes dans les domaines de la communication et de la gestion de projet dans différents secteurs.

Éditeur:
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet
2180 Luxembourg, Luxembourg
Téléphone +352.275.607-0
Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu
www.fvsinvest.lu

Conseil d'administration:
Christoph Adamy, Markus Müller,
Christian Schlosser

Président du Conseil de surveillance:
Kurt von Storch

Identifiant TVA: LU25691460
Registre du commerce: Luxembourg
No. B 171513
Autorité de contrôle compétente
Commission de Surveillance
du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon
1150 Luxembourg, Luxembourg

MENTIONS LÉGALES

Cette publication sert, entre autres, de communication promotionnelle. Les informations contenues dans la présente publication et les opinions exprimées reflètent les opinions de Flossbach von Storch au moment de la publication et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les informations sur les déclarations prospectives reflètent l'opinion de Flossbach von Storch et ses attentes futures. Toutefois, les évolutions et les résultats réels peuvent différer considérablement des attentes. Toutes les informations ont été compilées avec soin. Toutefois, aucune garantie ne peut être assumée quant à leur exactitude et leur exhaustivité. La valeur de chaque investissement peut baisser ou augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas le montant que vous avez investi. La présente publication ne constitue pas une offre de vente, d'achat ou de souscription de valeurs mobilières ou d'autres titres. Les informations et estimations obtenues ne sauraient constituer des conseils d'investissement, juridiques et/ou fiscaux ou toute autre recommandation. En particulier, ces informations ne remplacent en aucun cas des conseils adaptés aux investisseurs individuels ni des recommandations liées aux produits ou, le cas échéant, des conseils professionnels fournis par un conseiller fiscal ou juridique. Cette publication n'est pas destinée aux personnes situées dans des juridictions où l'accès aux informations qu'elle contient n'est pas autorisé (par exemple en raison de la législation applicable). Cette publication est soumise aux droits d'auteur, de marque et de propriété industrielle. La reproduction de la publication, sa diffusion, sa mise à disposition pour le téléchargement ou son accès en ligne (transfert vers un autre site web), en tout ou en partie, sous une forme modifiée ou inchangée, n'est autorisée qu'avec l'accord écrit préalable de Flossbach von Storch. Le champ d'application de l'autorisation ainsi accordée doit être respecté et une mention signalant l'origine de la reproduction et les droits de Flossbach von Storch doit être apposée. **L'évolution historique des cours n'est pas une indication de l'évolution future.** Un glossaire complet des sujets et termes évoqués est également disponible sur http://www.flossbachvonstorch.com/glossar/. © 2025 Flossbach von Storch. Tous droits réservés.

Mise à jour du 31 décembre 2024

Flossbach von Storch

Une indépendance revendiquée