

Active Ownership



Flossbach von Storch

Know your Company



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



* 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.

L'année du retour en arrière

Préface

Le changement de sentiment à l'égard de l'ESG entraîne des risques réels. Les ignorer peut avoir des répercussions profondes.

Pendant des années, l'accent de plus en plus fort mis sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) apparaissait comme une tendance irréversible. Toute rupture semblait inenvisageable.

La perspective a aujourd'hui bien changé. Bien sûr, il y avait toujours eu des signes laissant augurer un changement d'état d'esprit. Mais ils étaient négligeables comparés à la véhémence remise en question, voire au détricotage de la durabilité – souvent résumé, dans le secteur financier, par trois lettres : ESG – au cours de l'année écoulée.

L'année du retour en arrière : c'est ainsi que l'on pourrait qualifier les douze derniers mois. Aux États-Unis, le gouvernement, avec sa politique antiwoke, a contraint des entreprises à revenir sur nombre d'objectifs et de mesures de diversité. L'Union européenne (UE) a surtout mis l'accent sur des exigences réglementaires jugées trop complexes et l'appel des industriels à réduire la bureaucratie. Parallèlement, de nouvelles obligations de reporting sont entrées en vigueur pour les entreprises. Pour les données ESG aussi, elles ont entraîné un retour en arrière partiel.

Il est encore difficile d'avoir un aperçu complet des conséquences pour les entreprises, leur personnel et les investisseurs. Nous partageons à partir de la page 8 nos observations et les premières conclusions que nous avons tirées de nos échanges avec les entreprises au cours de l'année écoulée. Les répercussions des nouvelles obligations de reporting sont expliquées à partir de la page 15.

Le changement de sentiment à l'égard de l'ESG entraîne des risques réels. Les ignorer peut avoir des répercussions financières profondes pour les entreprises. Au cours de l'année écoulée, nous nous sommes penchés de manière approfondie sur les risques liés à l'eau. Vous trouverez à partir de la page 19 un classement et des explications sur les efforts de « nos » entreprises face à cette ressource menacée.

Des lueurs d'espoir pointent toutefois aussi ; elles montrent qu'au retour en arrière devrait bientôt succéder un bond en avant. Toutes nos contributions montrent clairement que la plupart des entreprises dans lesquelles nous détenons des participations restent tout aussi préoccupées par le développement durable, qu'elles considèrent comme un élément essentiel pour assurer la pérennité de leurs modèles d'activité.

Le bilan de l'année 2025 nous a confortés dans notre approche visant à considérer la durabilité comme partie intégrante de l'analyse d'une entreprise. Le moindre intérêt des médias et la connotation morale moins prononcée du thème nous apparaissent comme une opportunité de taille pour aborder l'ESG avec une nouvelle maturité et une nouvelle profondeur. Au-delà des belles brochures, nous pouvons nous concentrer sur ce qui compte vraiment. Il va de soi que ce retour en arrière ne donne pas le bon signal. En tant qu'actionnaire actif, nous entendons faire progresser les points essentiels et donner l'impulsion pour un saut en avant.

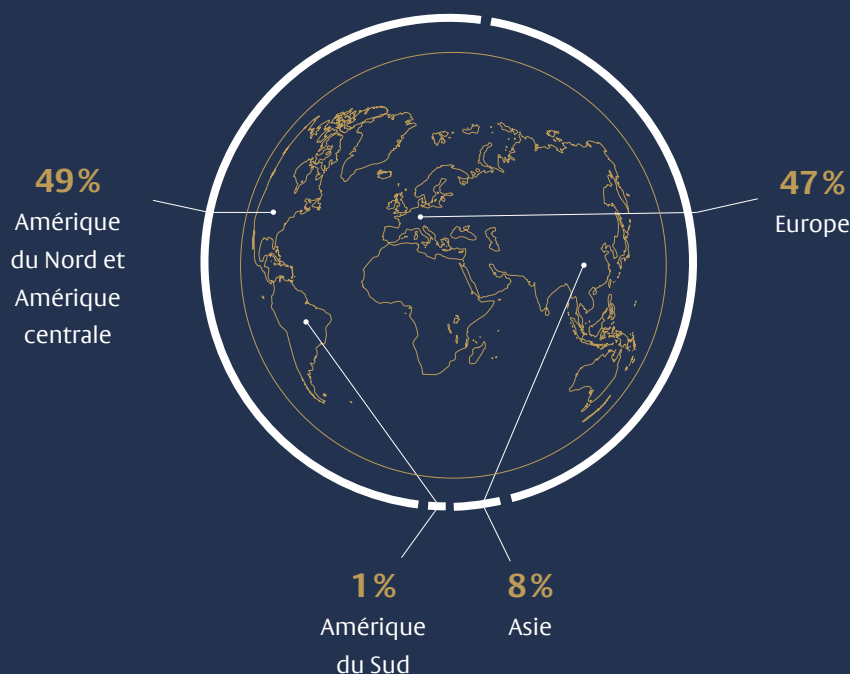
Engagement 2025

Interaction avec les entreprises

En 2025, nous avons mené quelque 240 entretiens avec plus de 150 entreprises dans 24 pays. Dans 72 % des cas, les discussions ont porté sur la gestion de l'entreprise, le développement commercial et la stratégie. Les questions environnementales ont été abordées dans 27 % des dialogues, tandis que 15 % des entretiens ont concerné les aspects sociaux.

33 % des interactions ont été menées par notre équipe d'analystes ESG et ont mis l'accent exclusivement sur la gestion responsable des questions écologiques et sociales ainsi que la promotion de la transparence. La majorité des discussions ont porté sur la réduction des gaz à effet de serre, les effets des exigences réglementaires et les risques liés à l'eau.

Répartition géographique de nos activités d'engagement (priorité)



Mouvement anti-woke

Que reste-t-il de la durabilité ?

Les changements effectifs opérés dans les entreprises ont été bien moins significatifs qu'on ne le craignait.

Dès son investiture, en janvier 2025, Donald Trump a interdit les programmes et objectifs de diversité, d'égalité et d'inclusion dans les administrations américaines et chez leurs fournisseurs. Parallèlement, de nombreux établissements financiers ont abandonné les initiatives sectorielles de protection du climat. Les États-Unis sont une nouvelle fois sortis de l'Accord de Paris sur le climat et l'UE s'est attelée à alléger la bureaucratie découlant des obligations réglementaires en matière de durabilité. Le mouvement anti-ESG qui s'esquissait depuis un certain temps a ainsi pris une tournure officielle, du moins en partie.

Ce changement de sentiment sur les thèmes de la diversité, de la protection du climat et des minorités ainsi que du politiquement correct était déjà perceptible les années précédentes. Toutefois, les événements de début 2025 ne relevaient pas d'une évolution graduelle, mais bien d'un abrupt virage à 180 degrés. Le rejet ouvert du politiquement correct, la prise de distance publique d'objectifs auparavant qualifiés de « woke » et la réhabilitation ostensible de personnalités « critiques » sont devenus la norme. Dans le même temps, on a pu constater que les tempêtes de critiques ou « cancel cultures » qui suivaient autrefois de tels positionnements se faisaient plus discrets, voire absents.

Pour pouvoir mieux évaluer les conséquences d'un tel changement de sentiment sur les stratégies et le positionnement ESG des différentes entreprises, nous avons, l'an dernier, étudié avec attention la communication des sociétés de notre univers d'observation, ainsi que les éventuelles modifications des objectifs. Nous avons pu constater que, si une série de voix anti-ESG très fortes s'était élevée en début d'année, les changements effectifs opérés dans les entreprises étaient bien moins publics et significatifs que l'on aurait pu le supposer, voire le craindre à ce moment-là.

Soucieux de mettre au jour les raisons sous-jacentes aux changements que nous avons observés tout spécialement en 2025 et leurs répercussions potentielles, nous avons ciblé nos échanges sur les entreprises dans lesquelles le changement de sentiment avait entraîné des ajustements concrets des activités liées à la durabilité. Il est apparu clairement que les motivations ne pouvaient se résumer à ce revirement global du sentiment, ni à une prétendue « libération du joug du wokisme ». Elles relevaient bien davantage de la crainte de perdre des contrats publics aux États-Unis, des difficultés rencontrées pour mesurer et communiquer

les chiffres (dans le cas de la réglementation UE) et des considérations véritablement stratégiques. En outre, nous avons bien souvent observé une attitude attentiste qui avait trait aussi bien aux décisions politiques qu'aux carnets de commandes mondiaux et à la maturation de la méthode et des normes.

Des termes « critiques » tels que la diversité ou l'inclusion sont omis ou remplacés.

Quand l'euphorie fait place à la retenue

D'une manière générale, nous avons observé que la tonalité des rapports était moins empreinte de l'euphorie et l'optimisme qui marquaient initialement la communication de nombreuses entreprises sur les aspects de durabilité. Point de grandes promesses ou annonces : la communication s'est caractérisée par une certaine retenue. Ce changement a été particulièrement visible chez certaines sociétés technologiques qui avaient fixé des objectifs ambitieux au début de la décennie et n'avaient ensuite émis aucun doute sur la possibilité de les réaliser – du moins au niveau de leur communication. Si rien n'a changé sur le plan des objectifs, les contenus sont désormais formulés de manière bien plus nuancée et les difficultés et incertitudes sont mentionnées. Dans de nombreux cas, nous avons aussi constaté que la présentation des activités de durabilité n'avait fondamentalement pas changé, mais que des termes « critiques » tels que la diversité et l'inclusion étaient soit omis, soit remplacés.

Les changements constatés dans les entreprises étudiées portaient surtout sur les objectifs de diversité. Dans de nombreux cas, ces derniers ont été suspendus ou abandonnés, si bien que certains indicateurs les concernant n'étaient pas inclus dans le reporting. Nos entretiens avec les dirigeants d'entreprises, tant américaines qu'européennes, ont clairement fait ressortir comme principaux facteurs de préoccupation la possibilité de se voir intenter un procès et le respect des directives américaines. Certains de nos interlocuteurs, et en particulier les entreprises du secteur de la santé et de la vente de détail, particulièrement concernées, ont assuré que la culture interne n'avait pas changé malgré la suppression des données et des objectifs. Certains vérifient actuellement pour quelles données ils peuvent effectuer un reporting conforme à la loi. Dans quelques entreprises, la direction nous a dit que dans le contexte politique et social actuel, il importait surtout de ne pas se faire mal voir ni de s'attirer les foudres des dirigeants politiques ou des réseaux sociaux.

Les objectifs de diversité ont été supprimés, ceux relatifs au climat parfois même renforcés.

Il n'est pas rare que les changements se manifestent aussi dans la structure des systèmes de rémunération pour la direction, car ces dernières années, des objectifs ESG étaient fréquemment intégrés sous forme d'objectifs de diversité. C'était notamment le cas dans l'entreprise américaine Salesforce en 2023. En 2025, cette composante a été supprimée « du fait de l'évolution de l'environnement réglementaire américain ». Or, la même année, les objectifs climatiques de l'entreprise ont été relevés pour refléter le plus grand niveau d'ambition sur ce plan. Nous avons perçu cette sélectivité thématique dans la plupart des entreprises. Alors que les stratégies de diversité étaient clairement diluées, la réduction de voilure, voire le retrait des objectifs thématiques et des questions écologiques n'ont concerné qu'une poignée d'entreprises.

Accent sur la matérialité et plus la moralité

La plupart des sociétés que nous suivons s'intéressent toujours aux risques écologiques (en premier lieu ceux liés au changement climatique) et les jugent pertinents. Autre fait frappant : alors que la communication était autrefois souvent empreinte de considérations morales, elle accorde désormais une part de plus en plus importante à l'examen des risques. Les coûts des conséquences du changement climatique et de l'absence de décarbonisation des activités sont abordés de manière plus claire. Parallèlement, les économies potentielles et les retours sur investissement attendus sont présentés de manière plus transparente. La tonalité des rapports, qui exploitaient initialement souvent le registre d'un « sauvetage nécessaire de la planète », évolue au profit d'une approche axée sur la gestion de la matérialité. Les entreprises des secteurs difficiles à décarboniser (transports, sidérurgie, ciment) se montrent par ailleurs plus réalistes quant à ce qui est réalisable. Cet accent sur les risques matériels est, à notre sens, une évolution pertinente à saluer.

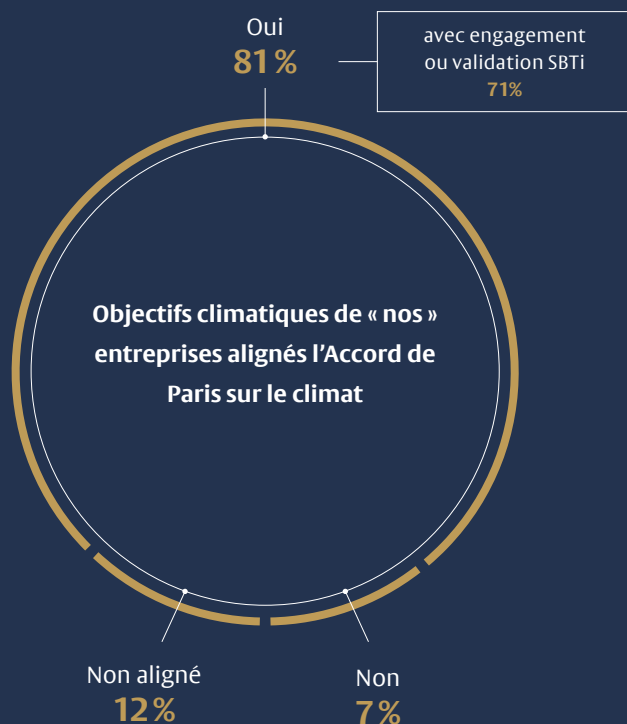
Au cours de l'année à venir aussi, nous étudierons attentivement la situation sociale et politique actuelle et ses répercussions sur les entreprises. S'il nous semble clair que les changements de stratégie entraînent des risques matériels (par exemple du fait d'une dégradation de la culture d'entreprise ou de fluctuations accrues), nous ferons pression pour obtenir des mesures et des objectifs clairs. Nous nous intéressons surtout à la culture telle qu'elle est réellement vécue de l'intérieur, et moins au style de communication ou à l'apparence donnée à l'extérieur.

Réduction des émissions de gaz à effet de serre

Le niveau élevé des ambitions des entreprises de notre univers d'investissement, qui se sont fixé des objectifs climatiques correspondant à l'Accord de Paris sur le climat, a pu être maintenu, voire légèrement relevé malgré l'augmentation du nombre total d'entreprises.

Dans quelque 10 % des entreprises dans lesquelles nous pouvons investir, nous avons observé une évolution positive en ce qui concerne la concrétisation des objectifs climatiques, qui sont désormais alignés sur l'Accord de Paris sur le climat ou validés par l'initiative SBTi*. Cette évolution, nous l'avons accompagnée dans le cadre de nos nombreux engagements et mettons aussi l'accent dessus à l'avenir dans les discussions que nous menons avec les entreprises.

Le nombre d'entreprises n'ayant fixé aucun objectif climatique s'établit à 22, un niveau similaire à celui de l'année précédente. Les changements s'expliquent par l'ajout et le retrait d'entreprises dans notre univers d'investissement, mais aussi par le fait que cinq entreprises se sont désormais fixé des objectifs climatiques tandis que deux les ont abandonnés.



* L'initiative Science Based Targets (SBTi) :

La SBTi est une initiative d'organisations non gouvernementales environnementales de premier plan, fondée en 2015. En tant qu'organisme de normalisation, la SBTi élabore des critères et des méthodologies pour la définition d'objectifs climatiques alignés sur les conclusions du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) et sur l'Accord de Paris, et qui sont donc qualifiés de « fondés sur la science ».

Les entreprises peuvent soumettre un engagement à la SBTi visant à atteindre des objectifs « fondés sur la science » et doivent ensuite, en règle générale, présenter ces objectifs 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 de neutralité carbone à plus long terme des entreprises.

Dans le cadre de notre analyse interne de durabilité, nous évaluons les initiatives climatiques des entreprises « suivies ». La répartition ci-contre présente l'évaluation de l'ensemble des entreprises de notre univers d'investissement. « Yes » désigne les entreprises dont les objectifs sont alignés sur l'Accord de Paris. « SBTi commitment or validation » inclut les entreprises de la catégorie « Yes » qui se sont engagées à définir des objectifs avec la SBTi ou dont les objectifs ont déjà été validés. « Not aligned » regroupe les entreprises dont les objectifs climatiques ne sont pas encore conformes à l'Accord de Paris selon notre méthodologie. « No » inclut les entreprises qui n'ont pas encore publié d'objectifs de réduction.

Engagement

Active

Know your Company

Nouvelles obligations de reporting

L'impact de la réglementation sur le reporting durable

Avec les nouvelles méthodes, le point de départ de nombreuses séries de données a été réinitialisé.

Même si le paquet Omnibus introduit par l'Union européenne en 2025 a amorcé un allègement de la bureaucratie et que de nombreux textes de loi relatifs à la durabilité font actuellement l'objet d'une révision et d'une simplification, la première vague d'obligation de reporting est déjà entrée en vigueur pour les grandes entreprises. Conformément à la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), ces dernières devaient ainsi pour la première fois publier leurs indicateurs pour l'année 2024. Bien que la volonté de transparence soit fondamentalement positive, la nouvelle obligation de reporting bouleverse dans un premier temps les formats existants et a donc aussi des répercussions sur les données primaires sur lesquelles se base notre analyse ESG des entreprises.

L'idée sous-jacente à ce changement réglementaire est simple, juste et importante : les parties prenantes ont besoin de données fiables et comparables pour pouvoir évaluer une entreprise. Par exemple, les investisseurs ne peuvent répondre à leur propre obligation de transparence en matière de durabilité que s'ils disposent des données correspondantes pour leurs participations. La CSRD entend garantir l'apport de ces données par les entreprises elles-mêmes. Or, nombre des grandes entreprises cotées avec lesquelles nous sommes en contact collectaient déjà ces indicateurs, sur une base obligatoire ou volontaire, longtemps avant l'entrée en vigueur de la directive. Elles s'appuyaient sur des normes internationales telles que la Global Reporting Initiative (GRI) ou la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), qui a très tôt initié une harmonisation du reporting en matière de durabilité.

Les séries de données qui en ont résulté (par exemple, sur l'évolution des émissions de gaz à effet de serre ou sur la fluctuation des effectifs) ont permis aux parties prenantes de comprendre comment l'entreprise gérait ces facteurs, et de l'évaluer. L'entrée en vigueur de la nouvelle obligation de reporting, avec l'introduction de nouvelles méthodes et de nouvelles définitions, a entraîné dans de nombreux cas la nécessité de recourir à de nouveaux ensembles de données. Le point de départ des séries de données est donc (re)mis à zéro et aucune comparaison ne peut être établie avec les données précédentes. Par ailleurs, des points de données disparaissent, dans la mesure où ils ne font pas partie des nouvelles exigences. Ils figuraient toutefois dans les rapports précédents et étaient donc pris en compte dans notre évaluation. Parallèlement, les points de données nouvellement introduits ne permettent pas (encore) d'aboutir à des indicateurs comparables, ni de réduire la complexité ou de favoriser

une compréhension intuitive. Pour rester proches de « nos » entreprises dans cette phase de transition critique et comprendre les systèmes respectifs, nous avons cherché le dialogue avec quelques entreprises concernées et observé attentivement les changements.

Une grande marge de manœuvre, malgré des règles claires

L'obligation de reporting de la CSRD et la description des normes l'accompagnant, les European Sustainability Reporting Standards (ESRS), suggèrent certes des directives claires et des résultats univoques, elles n'en laissent pas moins toujours des marges d'interprétation considérables. Si ces dernières se justifient d'un point de vue objectif, du fait de la diversité des modèles d'activité, elles mènent à des interprétations différentes des contenus du reporting, et à des données qui ne sont pas obligatoirement comparables ou intuitives. L'un des principes clés de la nouvelle réglementation est l'analyse de matérialité, soit l'évaluation par l'entreprise elle-même du fait qu'un facteur tel que les gaz à effet de serre ou l'eau représente ou non un risque pertinent pour l'entreprise, ou que les activités de l'entreprise puissent avoir une influence négative sur ces facteurs. Sur ce point déjà, les entreprises arrivent à des résultats qui divergent parfois grandement. Mercedes-Benz estime par exemple que les déchets dangereux représentent un enjeu matériel, alors que ce n'est pas le cas de son concurrent BMW.

Dans nos analyses ESG, nous veillons particulièrement à la compatibilité entre les anciennes et les nouvelles données et aux conséquences du changement en termes d'objectifs et d'évaluation. Dans la mesure où il est particulièrement important pour nous de disposer de séries de données cohérentes, le changement de format entraîne pour nous, dans de nombreux cas, une dégradation des données, du moins dans un premier temps. Diverses entreprises avec lesquelles nous nous sommes entretenues sont conscientes du problème et continuent à inclure dans leur reporting au nouveau format des données qui ne sont pas matérielles, ou choisissent de publier, outre le reporting CSRD, des rapports additionnels sur une base volontaire. RWE nous a par exemple expliqué que les activités liées au pompage des eaux souterraines dans le cadre de l'exploitation minière à ciel ouvert n'étaient pas considérées comme matérielles, mais que les données y afférentes, que nous avions déjà prises en compte précédemment, seraient mises à disposition dans un rapport additionnel. Puma a également affirmé qu'un rapport additionnel serait publié pour permettre aux parties prenantes de conserver une

Le changement de format entraîne pour nous, dans un premier temps, une dégradation sur le plan des données.

Les informations sur les coûts des mesures de transition et le potentiel d'économies aident à évaluer les opportunités et les risques.

vue d'ensemble cohérente. Nous avons aussi échangé sur ces différences et la problématique du reporting avec TotalEnergies, qui publie désormais trois versions de son bilan des gaz à effet de serre, chacune avec une méthodologie différente. Lors d'un entretien, la direction de Siemens a également indiqué qu'elle envisageait de publier des formats additionnels en sus du rapport « officiel », afin de pouvoir tout de même fournir les informations et un historique abandonnés dans la nouvelle version.

Quand l'analyse fondamentale remplace la pensée stéréotypée

Dans certains cas, de nouveaux points de données sont aussi inclus dans les rapports. Nous y voyons une source d'information précieuse. Jusqu'à présent, les entreprises n'avaient que rarement publié les coûts de la transition (nouveau technologies, mesures d'efficacité...) ainsi que le potentiel d'économies associé à une consommation moindre d'énergie. Or, de telles informations aident justement à évaluer les opportunités et les risques. La CSRD exige désormais que les entreprises publient de telles données de manière plus fréquente. Le groupe français Lagardère, spécialisé dans l'édition, communique par exemple les coûts supplémentaires estimés découlant de l'achat d'énergies renouvelables et l'enveloppe budgétaire destinée aux mesures d'efficacité énergétique, ainsi que la contribution estimée de ces mesures à l'objectif de décarbonisation.

Ces évolutions nous confortent dans notre conviction : une analyse fondamentale basée sur des données primaires qui permet de décrypter les particularités de chacune des entreprises et donne des indications sur les efforts mobilisés pour accroître la transparence et la cohérence reste notre approche de prédilection. Les obligations de reporting, qui imposent également un format lisible par machine, ont toutefois aussi fait espérer une évaluation automatique facilitée des données ESG à l'avenir. Nous restons toutefois sceptiques face à l'acceptation de ces données sans examen critique ou interprétation en contexte. En effet, la plupart des indicateurs n'ont du sens qu'une fois replacés en perspective. En outre, il arrive de plus en plus fréquemment que les entreprises pointent vers des erreurs de transmission ou des erreurs dans les données et y apportent des corrections.

Pour que la réglementation puisse déployer l'effet incitatif espéré (soit favoriser la décarbonisation et améliorer les pratiques sociales dans l'économie réelle), il n'incombe pas seulement aux entreprises de publier les bonnes données : celles et ceux qui lisent les rapports ont la responsabilité de bien les interpréter. Car les données ESG sont aussi uniques que les modèles d'activité des entreprises qui les publient.

Commitment, Passion,

*Active Ownership
Engagement & Voting*

La gestion de l'eau, une gestion des risques

L'eau, facteur de crise sous-évalué

Les risques liés à l'eau ont tendance à être sous-estimés, surtout dans la chaîne d'approvisionnement.

Au printemps 2021, une sécheresse à Taïwan a contraint le producteur de puces TSMC à faire transporter de l'eau par camion, une solution très onéreuse. En 2018, le faible niveau du Rhin a fait bondir les coûts de transport pour BASF. De fortes intempéries ont paralysé le fournisseur d'aluminium de Porsche, en 2024, entraînant des retards de livraison des véhicules de luxe. Par divers aspects, l'eau est une ressource de la chaîne de valeur des entreprises et à ce titre, peut devenir un facteur de risque si elle vient à manquer, est trop abondante ou n'est pas de la qualité requise. Dans les débats sur la durabilité, l'eau était jusqu'ici moins mise en avant que des facteurs tels que les gaz à effet de serre ou l'énergie. Cela pourrait bien changer du fait des risques de plus en plus visibles et de l'amélioration du reporting, que nous avons aussi constatée, chez Flossbach von Storch, au cours de l'année écoulée.

L'utilisation des ressources hydriques et le rôle de l'eau dans les processus varient grandement selon les entreprises. Alors que les banques ou les compagnies d'assurances ont besoin de quantités relativement faibles d'eau pour leurs installations sanitaires, leurs cuisines, leurs climatiseurs ou l'arrosage des sols, l'or bleu est un facteur de production central pour les laboratoires pharmaceutiques, qu'il s'agisse de produire de la vapeur, de nettoyer les machines ou de fabriquer des solutions. D'autres entreprises doivent quant à elles pomper d'énormes quantités d'eau souterraine dans les mines ou carrières qu'elles exploitent, teindre des textiles ou irriguer des champs pour cultiver des denrées alimentaires ou du coton. Dans certains modèles d'activité, l'eau n'intervient que brièvement dans le processus de refroidissement, puis est rejetée quasiment sans aucun changement. Dans d'autres, elle est saturée de polluants ou s'évapore presque complètement dans le processus de production. L'impact de l'augmentation constante des risques physiques (pénurie d'eau, inondations ou pollution de l'eau) est donc très différent selon l'entreprise. Logiquement, il en va de même pour la gestion du facteur.

Les études, et notamment celles menées par Bloomberg (Water Risk 2025 Global Outlook), partent du principe que les entreprises ont tendance à sous-estimer les risques hydriques, surtout au niveau de la chaîne d'approvisionnement. Près de la moitié des entreprises que nous avons étudiées publient les données liées à l'eau et tiennent compte des risques. Ce chiffre a constamment augmenté ces dernières années. Au

cours de la période sous revue, nous nous sommes concentrés sur les entreprises les moins transparentes, afin de mieux évaluer de la conscience des risques liés à ce facteur.

Lors de nos entretiens, il est apparu clairement que l'eau n'était actuellement pas considérée comme un risque opérationnel et qu'aucune donnée y afférente n'était donc publiée. Mais en dépit de ce reporting lacunaire, dans la plupart des cas, des données internes existaient déjà et les processus de gestion de l'eau avaient été établis. Ainsi, les entreprises sont clairement conscientes que ce facteur de risque joue un rôle croissant.

L'exploitant ferroviaire américain Union Pacific, que nous avons contacté notamment du fait de l'absence de données hydriques publiées, nous a longuement expliqué dans quels contextes l'eau joue un rôle dans l'entreprise et comment sa pollution et son utilisation étaient contrôlées. Le fabricant de camions Daimler Truck nous a aussi communiqué que le facteur eau, même s'il n'était pas considéré comme matériel, était attentivement surveillé et faisait partie intégrante de la gestion des facteurs environnementaux.

Nos discussions confirment que les risques liés à l'eau peuvent rapidement changer et qu'une connaissance approfondie des indicateurs pertinents de l'ensemble de la chaîne de valeur, ainsi que leur observation sur la durée, peuvent constituer une première étape importante de la gestion des risques.

Comprendre les chaînes logistiques, leurs défis et leurs opportunités

Comme l'énergie, l'eau est un intrant précieux pour de nombreuses entreprises. Une réduction de la consommation d'eau se traduit en règle générale par une dépendance plus faible ou un risque moindre, ainsi que des économies. Lors de nos échanges, Puma a mis en lumière le lien entre mesures d'efficacité énergétique et consommation d'eau. Les premières forment un levier susceptible de mener à des économies d'eau dans la chaîne logistique, dans la mesure où les processus qui consomment le plus d'énergie sont aussi ceux qui utilisent beaucoup d'eau : pensons à la teinture, au lavage, au réchauffement ou au refroidissement. Chaque mesure d'économie d'énergie efficace sur le plan des processus entraîne moins de mouvement ou de réchauffement d'eau, et donc un besoin moindre en eau.

Une réduction de la consommation d'eau se traduit dans la plupart des cas par une dépendance moindre et des coûts inférieurs.

Les risques physiques liés à l'eau peuvent avoir un impact significatif pour l'approvisionnement énergétique.

L'eau et l'énergie sont aussi en lien direct dans les centres de données, qui ont fait couler beaucoup d'encre l'an passé. Une consommation accrue d'eau pour leur refroidissement peut faire diminuer la consommation d'énergie, tandis qu'un refroidissement moindre par l'eau entraîne souvent une consommation énergétique accrue. Ces deux facteurs doivent être mis en balance.

Lors des échanges avec le prestataire informatique Akamai Technologies et l'éditeur de logiciels Check Point Software, qui exploitent tous les deux des centres de données, la problématique des modèles de leasing ou de colocation et le recours à des prestataires tiers a été abordé. Il est courant que les exploitants de centres de données hébergent leur infrastructure dans les locaux d'une société immobilière et n'aient donc aucune influence directe sur l'approvisionnement en eau et la mesure de la consommation. Par ailleurs, de nombreuses entreprises n'exploitent aucun centre de données propre, mais font appel à des prestataires cloud : ils ont donc un impact indirect. La collaboration avec d'autres maillons de la chaîne d'approvisionnement figure parmi les mesures possibles.

L'interaction entre l'eau et l'énergie apparaît aussi clairement en ce qui concerne la production conventionnelle d'électricité. Tant l'énergie nucléaire que les centrales à gaz et charbon nécessitent des quantités importantes d'eau, notamment pour refroidir les réacteurs ou pour produire de la vapeur d'eau. Le rôle important de l'eau de refroidissement dans l'exploitation des centrales nucléaires est apparu au grand jour à l'été 2025, lorsqu'Électricité de France a dû arrêter certains de ses réacteurs : la température des fleuves avait atteint un niveau si élevé que le régulateur avait interdit le déversement d'eau chaude additionnelle issu du processus de refroidissement. Dans un autre cas, un réacteur a dû être éteint dans des délais très brefs car l'eau de refroidissement était colonisée par des méduses.

Si de tels risques physiques liés à l'eau devaient émerger plus souvent à l'avenir, cela pourrait avoir des conséquences sensibles pour l'approvisionnement en énergie et donc aussi sur les entreprises connectées au réseau électrique. Une connaissance précise de l'intensité hydrique de la chaîne d'approvisionnement et des fournisseurs d'électricité est donc cruciale pour les entreprises, puisqu'elle leur permet de se préparer à des cas d'urgence ou des goulets d'étranglement durables.

Dans ce cadre, nous voyons apparaître une nouvelle forme de transparence des données dans les rapports de quelques entreprises : parfois,

une sorte de « consommation d'eau de scope 3 », soit la consommation d'eau de la chaîne d'approvisionnement, est publiée, tout comme la consommation d'eau liée aux achats d'énergie. Meta, la maison mère de Facebook, publie ainsi les chiffres de l'eau consommée du fait des achats d'électricité. Ces derniers représentent un multiple de sa propre consommation d'eau, qui a augmenté de 30 % sur un an rien qu'en 2024 – suivant le bond de la consommation d'électricité.

La fixation d'objectifs de réduction précis pour les réseaux d'approvisionnement en eau en situation de stress hydrique augmente l'engagement.

Ne rien faire n'est pas une option

La collecte de ces indicateurs clés qui, dans certains cas, forment un complément utile au reporting actuel, nécessite une entente sur la méthode de collecte. Le World Resource Institute, qui a déjà participé à l'élaboration de normes méthodiques telles que le Greenhouse Gas Protocol et fournit l'une des bases de données les plus utilisées pour l'identification des régions en stress hydrique, nous a expliqué lors d'un échange que les sociétés technologiques, en particulier, sont actuellement demandeuses de méthodes pour la saisie de l'empreinte hydrique indirecte, et que ces dernières sont en cours d'élaboration.

Nous continuons à suivre cette tendance importante et encourageons les entreprises dans lesquelles nous investissons à collecter et publier ces données, et notamment le détail des risques de stress hydrique et les sources de prélèvement de l'eau. Nous voulons améliorer continuellement la qualité de nos analyses, si bien que l'intégration de nouveaux indicateurs est pour nous une évidence. Si, au fil du temps, de nouveaux exemples de meilleures pratiques émergent, nous y adaptons aussi nos critères d'évaluation. Au cours de l'année écoulée, nous avons par exemple observé l'application de nouvelles validations d'objectifs par la Science Based Targets for Nature Initiative (SBTN) ou la Task Force on Nature-related Financial Disclosures. Ces dernières incluent parfois la fixation d'objectifs de réduction précis pour les réseaux d'approvisionnement en eau en situation de stress hydrique, une ambition crédible et traçable des entreprises les appliquant.

Droit de vote 2025

Historique des votes

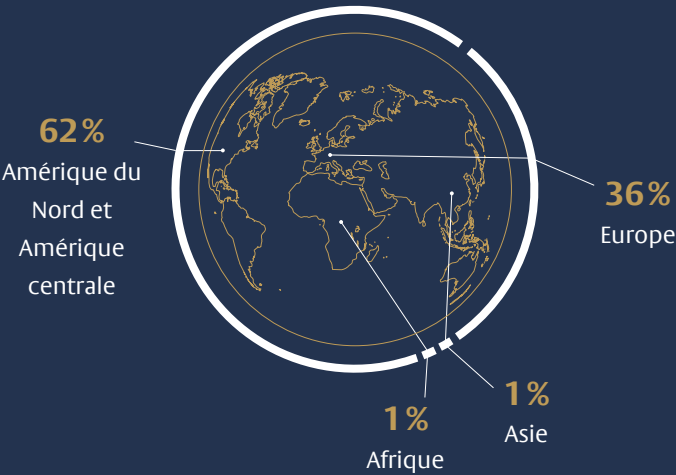
Nombre d'assemblées générales auxquelles nous avons assisté

2022	2023	2024	2025
69	70	69	83

Lors de la période sous revue, nous avons participé à 83 assemblées générales ordinaires et extraordinaires, dans 13 pays. Nous y avons exercé notre droit de vote sur 1215 points soumis au vote. Les thèmes les plus abordés ont été, de loin, la gouvernance, et plus spécifiquement les systèmes de rémunération, le choix de la direction et du conseil de surveillance ainsi que le choix du commissaire aux comptes, avec une part d'environ 83 %. En outre, des votes ont concerné des rachats d'actions, l'autorisation d'émettre de nouvelles actions et des augmentations de capital. 17 propositions d'actionnaires concernaient des aspects environnementaux et 45, des thèmes sociaux.

Vous trouverez aux pages suivantes un extrait de l'exercice des droits de vote pour 2025. De manière plus ciblée, nous faisons un gros plan sur les décisions prises en matière d'intelligence artificielle et de structures de gouvernance, ainsi que leurs motivations.

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



Gros plan sur les votes

relatifs à l'intelligence artificielle

Alors que la technologie progresse rapidement, l'on constate toujours un décalage dans les discussions sur ses répercussions sociales et l'intervention du régulateur. Nous attendons donc que les grands acteurs de l'IA mettent en place des processus de surveillance adaptés et prennent des engagements en matière de gestion de ces risques. Ces attentes s'expriment aussi dans l'exercice de notre droit de vote.

Chez Microsoft, nous avons accepté une proposition d'actionnaire qui demandait un rapport plus approfondi sur l'utilisation des données à des fins d'entraînement de l'IA. Au vu des procès déjà en cours concernant les droits d'auteur et le lien avec l'entreprise OpenAI, un tel rapport nous semblerait constituer un « bond en avant ». L'intelligence artificielle nécessite de grandes quantités de données d'entraînement pour pouvoir créer des modèles efficaces. Les controverses et poursuites judiciaires liées aux droits d'auteur ne cessent de se multiplier. Diverses initiatives réglementaires visant à améliorer la transparence des modèles et des données utilisées pour l'entraînement, ainsi que pour protéger le titulaire des droits d'auteur, sont en cours d'élaboration. Chez Amazon, nous avons accepté la proposition d'un actionnaire concernant la transparence des données d'entraînement de l'IA, qui permettra notamment à l'entreprise de se préparer à la réglementation future.

Dans le cas d'Alphabet, une proposition d'actionnaire concernait les effets de la publicité pilotée par l'IA sur les droits de l'homme. Comme l'ingérence de l'IA dans la sphère privée des utilisateurs devient de plus en plus un thème d'actualité, nous avons aussi accepté cette proposition en faveur d'une transparence accrue, afin de montrer à l'entreprise que nous attendions qu'elle anticipe la question et se positionne de manière responsable. Chez Apple aussi, nous avons accepté une proposition similaire.

Gros plan sur les votes

concernant la structure de gouvernance

C'est justement là où les structures de droits de vote, la concentration du pouvoir ou les mécanismes défaillants de contrôle entraînent un déséquilibre entre quote-part du capital et influence que nous considérons que l'exercice de notre droit de vote représente un instrument important pour promouvoir des principes de gouvernance qui nous paraissent meilleurs. Ainsi, lors de plusieurs assemblées générales, nous nous sommes prononcés en faveur de mesures censées renforcer les droits des actionnaires, augmenter la transparence et réduire les risques de gouvernance.

Étant donné que nous sommes convaincus que la quote-part du capital détenue par un actionnaire doit fondamentalement aussi se refléter dans le nombre de droits de vote, nous avons soutenu une proposition d'actionnaires prévoyant une recapitalisation chez Alphabet. Le système actuel comporte deux catégories d'actions et attribue dix droits de vote à chacune des actions B, détenues par les fondateurs, entraîne un net déséquilibre et une influence excessive, qui dépasse largement le rôle opérationnel actif. Nous avons voté en faveur d'une demande similaire lors de l'assemblée générale de Meta. En outre, nous avons soutenu une proposition appelant à la publication des résultats des votes par catégorie d'actions, qui permettrait de rendre plus transparents le refus ou l'approbation de la part des actionnaires « normaux » et d'une grande partie des détenteurs du capital. Ici également, le fondateur et CEO Mark Zuckerberg dispose automatiquement d'une majorité lors des votes, du fait du système d'actions à plusieurs vitesses.

Chez Amazon aussi, nous nous sommes prononcés contre une trop grande possibilité d'influence ou le manque de fonctions correctives ou de contrôle dans la structure de gouvernance, en nous ralliant à une proposition d'actionnaire visant à séparer le rôle de CEO et la présidence du conseil de surveillance. Cette double fonction entraîne, selon nous, des risques pour les actionnaires. Nous avons également approuvé une proposition similaire chez Colgate Palmolive.

Chez Amphenol, nous avons voté en faveur d'une proposition visant à renforcer les droits des actionnaires, en offrant la possibilité de convoquer une assemblée générale extraordinaire à partir d'une quote-part de capital de 15 %. Nous partons du principe que dans des cas justifiés, cela offrira de meilleures possibilités correctives de la part des actionnaires. Nous avons approuvé des demandes similaires chez Church & Dwight, Fortive et Dollar General.

Extrait de l'exercice des droits de vote 2025

Apple Inc.

Cupertino, Californie, USA

Assemblée générale

du 25 février 2025

Outre les points susmentionnés concernant le vote sur l'intelligence artificielle, nous avons approuvé une autre proposition visant à augmenter la sécurité pour les enfants utilisant des appareils Apple. Le renforcement de mécanismes de surveillance pour ce groupe de consommateurs particulièrement vulnérables avait déjà été largement discuté dans le contexte des réseaux sociaux. L'utilisation des appareils fait l'objet de nombreuses controverses, si bien que nous sommes favorables à l'obtention de davantage d'informations sur cet aspect.

Amazon.com Inc.

Seattle, Washington, USA

Assemblée générale

du 21 mai 2025

Au-delà des points susmentionnés concernant les votes sur l'intelligence artificielle et la structure de gouvernance, nous avons soutenu une autre proposition d'actionnaires concernant les conditions de travail. Dans ce domaine, Amazon fait l'objet de controverses et subit un risque de réputation considérable. Si la gestion des relations avec les employés s'est nettement améliorée, la transparence reste faible. Nous espérons qu'un rapport permettra d'obtenir des informations plus complètes sur la gestion de ces relations et l'évaluation des risques.

Becton Dickinson & Co

Franklin Lakes,

New Jersey, USA

Assemblée générale

du 28 janvier 2025

Lors de l'assemblée générale du spécialiste des techniques médicales, nous avons voté contre la réélection du CEO Thomas Polen. Le rendement pour les actionnaires, particulièrement mauvais ces dernières années, en particulier à l'aune sectorielle, est selon nous aussi imputable à ce dernier. Nous voyons surtout des manquements dans la gestion des ressources humaines et l'allocation du capital. Nous estimons ainsi que Thomas Polen n'est plus la bonne personne pour occuper le poste de CEO. En outre, nous nous sommes prononcés contre la rémunération globale des dirigeants, dont le montant ne correspondait pas à la performance.

Extrait de l'exercice des droits de vote 2025

Salesforce
San Francisco,
Californie, USA
*Assemblée générale
du 5 juin 2025*

Chez l'éditeur de logiciels Salesforce, nous avons voté contre une émission d'actions supplémentaires visant à rémunérer les collaborateurs. L'enveloppe prévue à cet effet aurait, selon nous, entraîné une forte dilution pour les actionnaires existants : les émissions supplémentaires de titres auraient réduit la quote-part du capital détenue. La rémunération en actions est une question critique pour les sociétés technologiques, en particulier. Nous mesurons le niveau de rémunération approprié du point de vue des actionnaires.

Meta Platforms Inc.
Menlo Park, Californie, USA
*Assemblée générale
du 28 mai 2025*

En ce qui concerne le géant technologique Meta, nous avons notamment voté contre un nouveau système de rémunération ne nécessitant aucune approbation régulière des actionnaires. Or, nous estimons que le fait qu'un actionnaire puisse signifier son refus est un instrument important. Par le passé, nous avons constaté à de multiples reprises que des taux de rejets importants, même dans le cas de votes non contraignants, menaient à un remaniement fondamental des systèmes de rémunération (ce fut notamment le cas chez Netflix).

Cette année aussi, nous avons soutenu des propositions exigeant que les risques sociaux soient mieux assumés, avec notamment l'exigence d'une transparence accrue en matière de désinformation, de discrimination et de protection des jeunes utilisateurs.

Frederike von Tucher

Chef d'équipe ESG Investment Management

Frederike.vonTucher@fvs.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.



Theresa Eyerund

Analyste ESG Investment Management

Theresa.Eyerund@fvs.com

Theresa Eyerund est analyste ESG dans le département Investment Management de Flossbach von Storch depuis juin 2022. Elle contribue à l'analyse des entreprises en portefeuille sous l'angle de leur performance écologique et sociale et de la solidité de la gestion de l'entreprise. Jusqu'à 2022, elle était économiste senior à l'Institut der deutschen Wirtschaft. Dans son domaine de compétences, l'économie comportementale et l'éthique organisationnelle, elle travaillait sur des questions relatives au comportement éthique, aux anomalies comportementales, aux facteurs d'influence institutionnels et à la durabilité.



INFORMATIONS JURIDIQUES

Le présent document est destiné entre autres à des fins publicitaires. Les informations et évaluations contenues ne représentent en aucun cas des conseils de placement. Les informations contenues et les avis, exprimés dans le présent document, sont des évaluations de Flossbach von Storch Invest S.A. au moment de la publication. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Les informations relatives à l'évolution des marchés reflètent l'avis et les futures attentes de Flossbach von Storch Invest S.A. Mais les évolutions effectives et les résultats peuvent fortement diverger des attentes. Toutes les informations ont été regroupées avec grand soin. La valeur de tout placement peut augmenter ou baisser et vous percevrez éventuellement moins d'argent que le montant investi. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** © 2026 Flossbach von Storch Invest. Tous droits réservés.

Mise à jour du 31 décembre 2025

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 Breidbach,
Markus Müller

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



Flossbach von Storch