

ACTIVE OWNERSHIP  
REPORT 2025

*Active Ownership*



Flossbach von Storch

Know your company's



ACTIVE OWNERSHIP

=

ENGAGEMENT

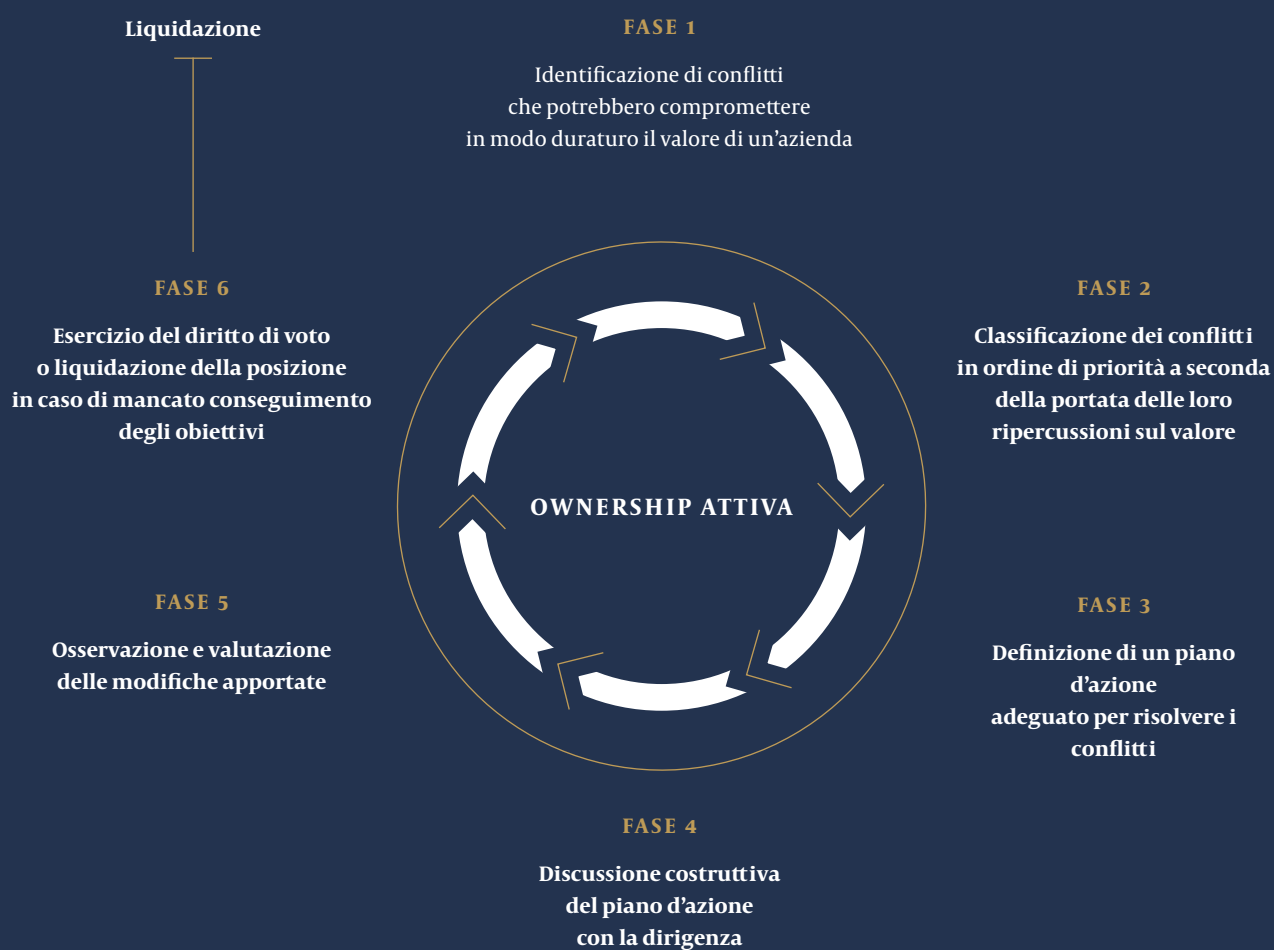
+

VOTING

In qualità di proprietari attivi (Active Owner), ci consideriamo uno “sparring partner” costruttivo per le nostre aziende e un fiduciario responsabile per i nostri clienti. In uno scambio continuo (Engagement), discutiamo di questioni sociali rilevanti e critiche per le aziende. Infine, esercitando il nostro diritto di voto (Voting), diamo risalto alla nostra posizione. Nel quadro di un processo dedicato di ownership attiva, analizziamo e accompagniamo lo sviluppo dei nostri investimenti. In tal senso, i nostri analisti e gestori di portafoglio svolgono attivamente una funzione correttiva e concentrano in un’unica fonte la responsabilità di tutte le nostre azioni. Maggiori informazioni sono contenute nelle nostre linee guida sull’esercizio dei diritti di voto e sulla partecipazione, nonché nella nostra politica di sostenibilità, pubblicate sui siti [www.fvsinvest.lu](http://www.fvsinvest.lu) e [www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de).

## Processo di Active Ownership

---



## Il nostro ruolo come azionisti attivi

---

Engagement e voting sono i presupposti essenziali di un investimento responsabile.

---

In veste di fiduciari del patrimonio dei nostri clienti, ci sentiamo obbligati a rappresentare attivamente i loro interessi presso le società in portafoglio. Lo scambio di opinioni con i gestori delle varie partecipazioni e l'esercizio dei diritti di voto sono componenti imprescindibili del nostro mandato, che influenzano le valutazioni sulla qualità dei nostri investimenti.

Nel quadro di un processo dedicato di ownership attiva, analizziamo e accompagniamo lo sviluppo delle nostre partecipazioni. Questo ci permette di individuare per tempo i rischi di natura ESG che potrebbero compromettere l'andamento a lungo termine di un'azienda, in modo da discuterne in maniera approfondita con la dirigenza. Ci consideriamo uno "sparring partner" (se possibile) costruttivo o (se necessario) correttivo, e come tale forniamo suggerimenti utili per accompagnare il management nell'implementazione dei dovuti provvedimenti. Se gli aspetti per noi più critici non vengono presi in debita considerazione, e se non osserviamo progressi, liquidiamo l'investimento in questione.

Per dare risalto alle nostre posizioni, ci avvaliamo del diritto di voto (Voting), supportando di norma tutte le misure che, nell'interesse degli investitori, incrementano il valore di un'impresa in modo duraturo, e votando o facendo votare contro le iniziative che non perseguono tale finalità. Ogniqualvolta possediamo più dello 0,25% del capitale sociale di un'azienda, o quando all'ordine del giorno sono previste decisioni fondamentali, esercitiamo in genere il nostro diritto di voto secondo criteri prestabiliti e in linea con la nostra filosofia d'investimento.

È nostra intenzione comprendere appieno e accompagnare sempre le aziende in cui investiamo. In tal senso, ci focalizziamo su un universo d'investimento concentrato con un numero limitato di società, per dare ai nostri analisti e gestori di portafoglio la possibilità e il tempo di valutare i progressi e il raggiungimento degli obiettivi definiti insieme.

I nostri gestori di portafoglio possono investire solo in titoli che fanno parte dell'universo investibile. Questa procedura garantisce una valutazione coerente della qualità dei titoli investiti.

---

La sostenibilità è da sempre  
parte integrante del nostro  
processo d'investimento.

---

## L'anno della marcia indietro

### Premessa

---

Il cambiamento di clima nei confronti dei fattori ESG si confronta con rischi reali: sottovalutarli può avere conseguenze rilevanti.

---

Per anni la tendenza a prestare maggiore attenzione ai fattori ESG (Environment, Social, Governance) è stata considerata irreversibile. Una rottura appariva impensabile.

Oggi la prospettiva è diversa. Segnali di un cambiamento di clima si erano già intravisti di tanto in tanto, ma nulla è paragonabile alla veemenza con cui, nel corso dell'ultimo anno, il tema della sostenibilità – per il quale il termine “ESG” è diventato soprattutto nel settore finanziario una parola chiave – è stato messo in discussione e in parte persino ridimensionato.

L'anno della marcia indietro: è così che si possono descrivere gli ultimi dodici mesi. Negli USA, la politica “anti-woke” dell'amministrazione Trump ha spinto molte aziende a eliminare numerose iniziative in materia di diversità. Nell'UE, il dibattito si è concentrato soprattutto sulla complessità dei requisiti normativi e sulle richieste di ridurre la burocrazia. Allo stesso tempo sono entrati in vigore nuovi obblighi di rendicontazione per le imprese che, anche per quanto riguarda i dati ESG, hanno in parte comportato un passo indietro.

Le conseguenze per le aziende, i loro dipendenti e gli investitori non sono ancora pienamente valutabili. A partire da pagina 8 condividiamo con voi le nostre osservazioni emerse dai colloqui con le società che abbiamo condotto nel periodo di riferimento. Da pagina 15 spieghiamo invece quali effetti comportano i nuovi obblighi di reporting.

Il cambiamento di clima nei confronti dei fattori ESG si confronta con rischi reali: sottovalutarli può comportare conseguenze finanziarie significative per le imprese. Nel corso dell'ultimo anno ci siamo occupati intensamente dei rischi legati all'acqua: maggiori informazioni sono disponibili a partire da pagina 19.

Esistono però anche segnali incoraggianti, che suggeriscono come alla marcia indietro dovrebbe presto seguire un passo avanti. La maggior parte delle aziende nelle quali investiamo continua, infatti, ad affrontare con determinazione il tema della sostenibilità come elemento fondamentale per la solidità futura dei propri modelli di business.

L'anno appena trascorso ha rafforzato la nostra convinzione che la sostenibilità debba essere considerata una parte integrante dell'analisi aziendale. Il fatto che il tema stia perdendo visibilità mediatica e connotazioni morali lo vediamo anche come un'opportunità per raggiungere una nuova maturità e profondità di analisi: una condizione che ci permette di guardare oltre e concentrarci sugli aspetti davvero essenziali. Una marcia indietro, tuttavia, è il segnale sbagliato. Come azionisti attivi, preferiamo invece incoraggiare progressi significativi nei settori più rilevanti.

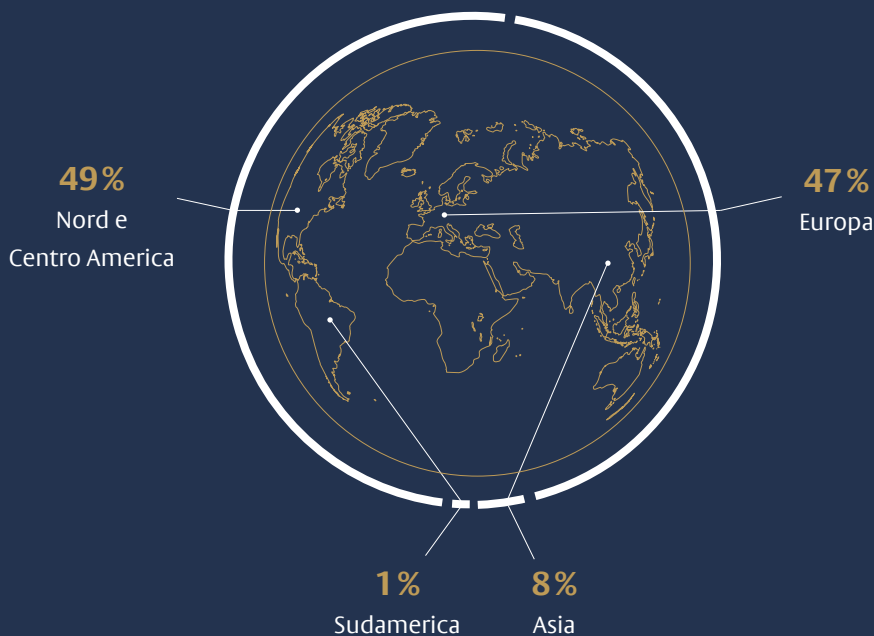
## Engagement 2025

### Interazione con le aziende

Nel 2025 abbiamo intrattenuto circa 240 dialoghi con oltre 150 aziende in 24 paesi. Il 72% di questi incontri si è concentrato su temi di governance, sviluppo del business e strategia. Le tematiche ambientali sono state discusse nel 27% dei dialoghi, mentre gli aspetti sociali hanno rappresentato il 15% delle conversazioni.

Il 33% degli incontri è stato condotto dal nostro team di analisti ESG ed è stato dedicato esclusivamente al modo in cui le aziende gestiscono in maniera responsabile gli aspetti ambientali e sociali, nonché alla promozione della trasparenza. La maggior parte dei dialoghi ha riguardato la riduzione delle emissioni di gas serra, gli effetti dei requisiti normativi e le connessioni con i rischi legati all'acqua.

### Ripartizione geografica delle attività di engagement (assi prioritari)



## Movimento anti-woke

### Che cosa resta della sostenibilità?

---

I cambiamenti effettivamente osservati nelle aziende si sono rivelati molto meno netti di quanto si temesse.

---

**Con il suo insediamento nel gennaio 2025, Donald Trump ha vietato i cosiddetti programmi, obiettivi o prescrizioni di Diversità, Equità e Inclusione (DEI) nelle agenzie federali statunitensi e presso i loro fornitori. Parallelamente, numerosi istituti finanziari hanno abbandonato iniziative settoriali dedicate alla tutela del clima. Gli Stati Uniti hanno avviato un nuovo processo di uscita dall'Accordo di Parigi sul clima, mentre l'Unione Europea ha iniziato a intervenire per ridurre la burocrazia legata alla regolamentazione sulla sostenibilità. In questo modo, il movimento anti-ESG, già visibile da tempo, è diventato almeno in parte "ufficiale".**

Il mutamento di clima su temi come diversità, protezione del clima, tutela delle minoranze o correttezza politica era già percepibile negli anni precedenti. Tuttavia, all'inizio del 2025 l'evoluzione non è avvenuta gradualmente, ma ha assunto piuttosto la forma di una brusca svolta di 180 gradi. Il rifiuto esplicito della correttezza politica, il distanziamento pubblico da obiettivi precedentemente considerati "woke" e la riabilitazione ostentata di personalità un tempo ritenute "controverse" sono diventati fenomeni sempre più normali. Allo stesso tempo, si è notato come le reazioni sotto forma di shitstorm o cancel culture, che in passato seguivano spesso prese di posizione di questo tipo, siano state molto più contenute o del tutto assenti.

Per comprendere meglio le conseguenze di questo cambiamento di clima sulle strategie e sul posizionamento ESG delle aziende, nel corso dell'ultimo anno abbiamo osservato con particolare attenzione la comunicazione delle imprese nel nostro universo di analisi, nonché eventuali modifiche degli obiettivi dichiarati. Abbiamo constatato che, sebbene all'inizio dell'anno si siano levate numerose voci anti-ESG particolarmente rumorose, i cambiamenti effettivi nelle aziende sono stati molto meno eclatanti dal punto di vista mediatico e, soprattutto, molto meno netti di quanto si sarebbe potuto ipotizzare o temere in quel momento.

Per capire quali ragioni si celassero dietro i cambiamenti osservati nel 2025 e quali conseguenze potessero avere, abbiamo avviato un confronto mirato con le aziende in cui il cambiamento di clima si è tradotto in adeguamenti concreti delle attività di sostenibilità. Da questi scambi è emerso chiaramente che le motivazioni non possono essere ricondotte semplicemente a un generale mutamento di umore o a una presunta "liberazione dal giogo del wokismo". Le ragioni spaziano piuttosto dal

timore di perdere incarichi nel contesto della pubblica amministrazione negli Stati Uniti, alle difficoltà legate alla misurazione e alla rendicontazione (regolamentazione UE), fino a considerazioni strategiche proprie delle imprese. Inoltre, in molti casi si è osservato un atteggiamento attendista, legato alle decisioni politiche future, all'andamento generale degli ordini e al progressivo sviluppo di metodologie e standard.

### **Prudenza invece di entusiasmo**

In generale si è potuto osservare come il tono dei report abbia perso parte dell'entusiasmo e dell'ottimismo con cui molte aziende avevano inizialmente impostato la propria comunicazione sulla sostenibilità. Al posto di grandi promesse e annunci, la comunicazione è diventata più prudente e misurata. Questo è apparso particolarmente evidente in alcune società tecnologiche che, all'inizio del decennio, avevano fissato obiettivi molto ambiziosi e successivamente non avevano lasciato spazio a dubbi sulla loro realizzabilità - almeno sul piano comunicativo. Gli obiettivi in sé non sono cambiati; tuttavia oggi i contenuti vengono formulati in modo molto più cauto e vengono esplicitamente menzionate difficoltà e incertezze. In molti casi si è inoltre osservato che, pur non cambiando la rappresentazione generale delle attività di sostenibilità, termini considerati "sensibili", come diversità o inclusione, vengono semplicemente omessi o sostituiti.

I cambiamenti più evidenti nelle aziende da noi osservate si sono registrati soprattutto nell'ambito degli obiettivi di diversità. Spesso questi sono stati eliminati o non più portati avanti e, di conseguenza, alcune metriche non vengono più riportate. Dai colloqui con le aziende, sia statunitensi sia europee, è emerso chiaramente che i fattori determinanti sono soprattutto il timore di contenziosi legali e la necessità di conformarsi alla normativa statunitense. Alcuni dei nostri interlocutori - in particolare aziende dei settori sanitario e retail, tra le più coinvolte - hanno assicurato che la cultura interna non è cambiata nonostante la rimozione di dati e obiettivi. Attualmente diverse imprese stanno valutando quali dati possano ancora essere comunicati nel rispetto delle norme. Da alcune aziende è stato inoltre sottolineato che, nell'attuale contesto politico e sociale, l'obiettivo principale è non attirare attenzione negativa e non esporsi alle critiche della politica o dei social media.

I cambiamenti emergono talvolta anche nella struttura dei sistemi di

---

Termini considerati "sensibili", come diversità o inclusione, vengono talvolta omessi o sostituiti.

---

---

Mentre gli obiettivi di diversità sono stati eliminati, quelli climatici in alcuni casi sono stati persino rafforzati.

---

remunerazione del management, nei quali negli ultimi anni erano stati spesso integrati obiettivi ESG sotto forma di target di diversità. Un esempio è la società statunitense Salesforce, che aveva introdotto questa componente nel 2023. Nel 2025, tuttavia, lo stesso elemento è stato eliminato “a causa dell’evoluzione del contesto normativo negli Stati Uniti”. Nello stesso anno, però, gli obiettivi climatici dell’azienda sono stati portati a un livello di ambizione ancora più elevato. Questa selettività tematica è stata riscontrata, nella nostra osservazione, nella maggior parte delle aziende: mentre le strategie sulla diversità sono state chiaramente ridimensionate, gli obiettivi climatici e le tematiche ambientali sono stati solo raramente oggetto di un indebolimento o di un ritiro degli impegni.

### **Focus sulla materialità anziché sulla moralità**

I rischi ambientali – in primo luogo il cambiamento climatico – continuano dunque a essere affrontati e considerati rilevanti dalla maggior parte delle aziende che monitoriamo. Colpisce il fatto che l’analisi dei rischi stia assumendo sempre più peso rispetto a una comunicazione che in passato era spesso caratterizzata da una forte impronta morale. I costi legati agli effetti del cambiamento climatico e alla mancata decarbonizzazione delle proprie attività vengono affrontati in modo più esplicito; allo stesso tempo, i potenziali risparmi e i ritorni attesi sugli investimenti vengono illustrati con maggiore trasparenza. Di conseguenza, il tono dei report si allontana da quella comunicazione iniziale spesso improntata alla “salvezza del pianeta”, per avvicinarsi a un approccio manageriale orientato alla materialità. Le aziende operanti in settori difficili da decarbonizzare, come trasporti, acciaio o cemento, mostrano inoltre maggiore realismo riguardo a ciò che è effettivamente realizzabile. Dal nostro punto di vista, questa attenzione ai rischi materiali rappresenta uno sviluppo rilevante e positivo.

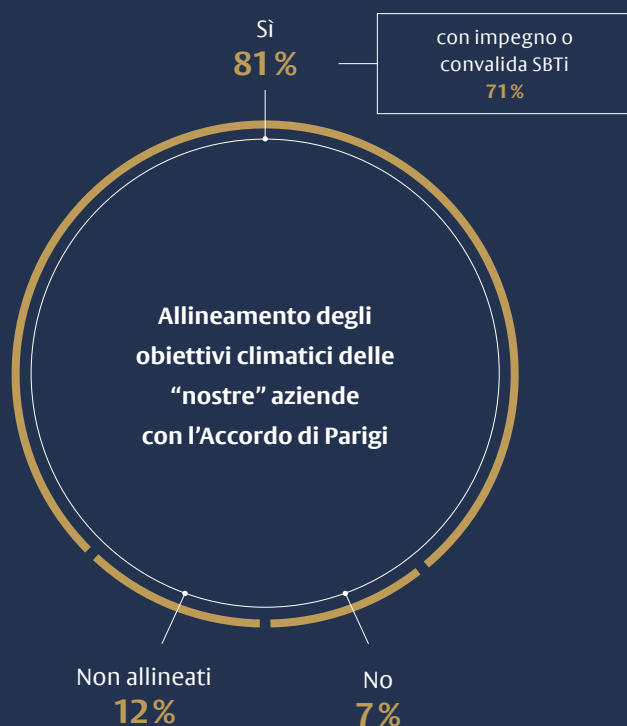
Anche nel prossimo anno continueremo a monitorare attentamente il contesto sociale e politico e i suoi effetti sulle aziende in cui investiamo. Se dovessimo riscontrare che cambiamenti di strategia generano rischi materiali – ad esempio a causa di un peggioramento della cultura aziendale o di un aumento del turnover – continueremo a promuovere misure e obiettivi chiari. Ci interessa soprattutto la cultura effettivamente vissuta all’interno delle aziende, più che lo stile comunicativo o l’immagine esterna.

## Riduzione delle emissioni di gas serra

Il livello elevato di ambizione delle aziende nel nostro universo investibile che hanno fissato obiettivi climatici in linea con l'Accordo di Parigi è stato mantenuto e in parte persino leggermente ampliato, nonostante l'aumento complessivo del numero di imprese.

Per circa il 10% delle aziende del nostro universo investibile abbiamo osservato progressi nella definizione più concreta degli obiettivi climatici, che ora risultano compatibili con l'Accordo di Parigi oppure sono stati validati dalla SBTi\*. Si tratta di un'evoluzione che abbiamo accompagnato attraverso numerose attività di engagement e che continuerà a rappresentare un punto centrale nei nostri dialoghi con le aziende.

Il numero di imprese prive di obiettivi climatici rimane su un livello simile a quello dell'anno precedente, con 22 aziende. Le variazioni sono dovute all'ingresso o all'uscita di imprese dal nostro universo investibile, a cinque aziende che nel frattempo hanno definito obiettivi climatici e a due aziende che invece li hanno ritirati.



\*The Science-Based Targets initiative (SBTi):

L'SBTi è un'iniziativa promossa da rinomate organizzazioni non governative ambientaliste e fondata nel 2015. In qualità di soggetto che definisce gli standard, l'SBTi elabora criteri e metodologie per la determinazione di obiettivi climatici in conformità con i risultati del Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico (IPCC) e dell'Accordo di Parigi, motivo per cui vengono definiti come "basati sulla scienza".

Le aziende possono presentare all'SBTi un impegno per il raggiungimento di obiettivi "basati sulla scienza" e, di norma, devono poi sottoporli a convalida entro due anni. L'SBTi esamina, convalida e pubblica gli obiettivi a breve termine presentati e, se applicabile, gli obiettivi a lungo termine di zero emissioni nette delle aziende.

Nell'ambito della nostra analisi interna di sostenibilità, valutiamo le iniziative climatiche delle "nostre" aziende. La rappresentazione grafica qui accanto mostra la valutazione di tutte le aziende nel nostro universo di investimento. "Si" si riferisce alle aziende con obiettivi in linea con l'Accordo di Parigi. "Impegno o convalida SBTi" include quelle aziende nella categoria "Si" che si sono impegnate a fissare obiettivi con l'SBTi o che hanno già ottenuto la convalida dei propri obiettivi. "Non allineato" include le aziende con obiettivi climatici che, in base alla nostra metodologia, non sono ancora conformi all'Accordo di Parigi. "No" include le aziende che non hanno ancora pubblicato obiettivi di riduzione.

Engagement

Active

Know Your Companies

## Nuovi obblighi di reporting

### Come la regolamentazione sta cambiando il reporting sulla sostenibilità

---

Con l'introduzione di nuove metodologie, il punto di partenza di molte serie storiche di dati viene inoltre reimpostato dall'inizio.

---

**Sebbene con il pacchetto Omnibus dell'UE del 2025 sia stato avviato un processo di riduzione della burocrazia e diversi atti normativi in materia di sostenibilità siano attualmente in fase di revisione e semplificazione, la prima ondata di rendicontazione per le grandi imprese è già entrata in vigore. Queste aziende hanno infatti dovuto comunicare per la prima volta i propri indicatori relativi al 2024 secondo la cosiddetta Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Sebbene l'obiettivo di una maggiore trasparenza sia in linea di principio positivo, il nuovo obbligo di reporting riorganizza inizialmente i formati esistenti e ha quindi effetti anche sulla nostra analisi ESG delle aziende basata su dati primari.**

L'idea di fondo della regolamentazione è semplice, corretta e importante: gli stakeholder hanno bisogno di dati affidabili e comparabili per poter valutare un'azienda. Gli investitori, ad esempio, possono adempiere ai propri obblighi di trasparenza in materia di sostenibilità solo se ricevono dalle aziende in cui investono i dati corrispondenti. La CSRD dovrebbe garantire che questi dati vengano forniti direttamente dalle imprese. Tuttavia, già molto prima dell'entrata in vigore della normativa, molte delle grandi società quotate con cui abbiamo a che fare raccoglievano (in modo obbligatorio o volontario) una serie di indicatori. Come riferimento venivano utilizzati standard internazionali come la Global Reporting Initiative (GRI) o la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), che avevano già avviato per tempo un processo di armonizzazione del reporting sulla sostenibilità.

Le serie storiche di dati così create – ad esempio sull'evoluzione delle emissioni di gas serra o sul turnover dei dipendenti – permettevano agli stakeholder di seguire e valutare nel tempo il modo in cui le aziende gestivano questi fattori. Con la prima applicazione dei nuovi obblighi di reporting, e quindi con l'introduzione di nuove metodologie e definizioni, in molti casi i dati devono essere ricostruiti da capo. Il punto di partenza delle serie storiche viene quindi (di nuovo) reimpostato da zero, e i dati precedenti non risultano più comparabili. Allo stesso tempo scompaiono alcuni indicatori che non fanno parte dei nuovi requisiti obbligatori ma che in precedenza venivano comunque comunicati e rientravano nella nostra valutazione. Parallelamente, i nuovi indicatori introdotti non producono ancora dati comparabili né comportano, per il momento, minore complessità o maggiore chiarezza interpretativa. Per

rimanere vicini alle aziende in questa fase critica di transizione e mantenere una comprensione adeguata delle rispettive metodologie, abbiamo avviato un dialogo con alcune delle imprese interessate e osservato attentamente i cambiamenti in atto.

### **Ampi margini di interpretazione nonostante regole chiare**

L'obbligo di rendicontazione previsto dalla CSRD e la denominazione dello standard di riferimento European Sustainability Reporting Standards (ESRS) suggeriscono linee guida precise e risultati univoci. In realtà, permangono ampi margini di interpretazione. Questi margini sono comprensibili, vista la grande varietà dei modelli di business, ma comportano anche che i contenuti dei report vengano interpretati in modo diverso e che i dati non siano necessariamente comparabili o immediatamente comprensibili. Un principio centrale della nuova normativa è la cosiddetta analisi di materialità, cioè l'autovalutazione con cui un'azienda stabilisce se un fattore (ad esempio le emissioni di gas serra o l'uso dell'acqua) rappresenti effettivamente un rischio rilevante per l'impresa oppure se le attività aziendali esercitino un impatto negativo su tale fattore. Già a questo livello emergono risultati talvolta molto diversi: per esempio Mercedes-Benz considera la produzione di rifiuti pericolosi un tema rilevante, mentre il concorrente BMW non lo classifica come tale.

Nelle nostre analisi ESG esaminiamo con particolare attenzione se e come i dati nuovi e quelli precedenti siano compatibili e quali implicazioni derivino dal cambiamento di metodologia per gli obiettivi aziendali e per la nostra valutazione. Poiché per noi serie storiche coerenti sono particolarmente importanti, il cambiamento di formato rappresenta in molti casi, almeno inizialmente, un peggioramento della qualità dei dati disponibili. Diverse aziende con cui abbiamo parlato sono consapevoli di questa problematica e continuano quindi a pubblicare anche indicatori non considerati "materiali" nel nuovo formato di reporting oppure diffondono report volontari aggiuntivi al di fuori del report CSRD. Ad esempio, RWE ci ha spiegato che, pur non classificando come materiale l'attività di pompaggio delle acque sotterranee nelle miniere a cielo aperto, continua comunque a fornire questi dati, che già monitoravamo, in un rapporto supplementare. Anche Puma ha dichiarato di aver pubblicato un report aggiuntivo per consentire agli stakeholder di mantenere una visione complessiva coerente, mentre con TotalEnergies, che ora

---

Per noi, tuttavia, questo cambiamento di formato comporta inizialmente un peggioramento della qualità e della disponibilità dei dati.

---

---

Le informazioni sui costi della transizione e sul potenziale di risparmio aiutano a valutare opportunità e rischi.

---

pubblica tre versioni del proprio bilancio delle emissioni di gas serra secondo metodologie diverse, abbiamo discusso delle differenze e delle problematiche legate alla rendicontazione. Nel corso di un confronto, anche Siemens ha indicato di prevedere in futuro formati supplementari rispetto al report ufficiale, per continuare a fornire informazioni e narrazioni che altrimenti andrebbero perse.

### **Analisi fondamentale invece di modelli standardizzati**

In alcuni casi vengono inoltre pubblicati nuovi indicatori che consideriamo un'importante fonte aggiuntiva di informazione. Finora, infatti, le aziende hanno raramente comunicato i costi delle misure di transizione, come innovazioni tecnologiche o interventi di efficienza, e i potenziali risparmi derivanti da un minore consumo energetico. Tuttavia, proprio questo tipo di informazioni è particolarmente utile per valutare opportunità e rischi. Secondo la CSRD, le imprese dovrebbero ora pubblicare più frequentemente questi dati. Ad esempio, il gruppo editoriale francese Lagardère riporta: i costi aggiuntivi stimati legati all'acquisto di energia rinnovabile, il budget destinato alle misure di efficienza energetica e il contributo stimato di tali misure agli obiettivi di decarbonizzazione.

Questi sviluppi rafforzano la nostra convinzione che un'analisi fondamentale basata su dati primari, capace di interpretare le specificità delle singole aziende e di valutare anche i loro sforzi in termini di trasparenza e coerenza, rimanga per noi l'approccio corretto. Gli obblighi di reporting - che prevedono anche un formato leggibile dalle macchine - hanno suscitato la speranza di poter analizzare i dati ESG in modo più automatizzato in futuro. Tuttavia, restiamo critici nei confronti di un utilizzo acritico o di interpretazioni prive di contesto. La maggior parte degli indicatori acquisisce significato solo se inserita nel contesto adeguato. Non di rado ci capita inoltre di segnalare alle aziende errori di trascrizione o incoerenze nei dati, che vengono poi successivamente corretti.

Affinché la regolamentazione possa produrre l'effetto di orientamento auspicato - decarbonizzazione e migliori pratiche sociali nell'economia reale - non solo le aziende hanno la responsabilità di pubblicare dati di qualità, ma anche i lettori dei report devono interpretarli correttamente. I dati ESG, infatti, sono tanto individuali quanto i modelli di business delle aziende che li pubblicano.

*Commitment, Passion,*

*Active Ownership  
Engagement & Voting*

## Gestione dell'acqua come gestione del rischio

### Acqua: il fattore di crisi sottovalutato

---

I rischi legati all'acqua tendono a essere sottovalutati, soprattutto lungo la catena di approvvigionamento.

---

**Una siccità a Taiwan nella primavera del 2021 costrinse il produttore di chip TSMC a costosi rifornimenti d'acqua tramite camion cisterna. Nel 2018, i bassi livelli del Reno provocarono un aumento dei costi di trasporto per BASF. E ancora nel 2024 un forte evento di pioggia che ha paralizzato fornitori di alluminio di Porsche ha provocato ritardi nelle consegne dei veicoli di fascia alta. L'acqua è una risorsa presente in molti modi diversi nelle catene del valore delle imprese e può diventare un fattore di rischio quando è disponibile in quantità insufficiente, eccessiva o con qualità inadeguata. Nel dibattito sulla sostenibilità, tuttavia, questo fattore è stato finora meno presente rispetto a temi come le emissioni di gas serra o l'energia. La situazione potrebbe cambiare a causa dei rischi sempre più evidenti e di una rendicontazione più approfondita, fenomeni che anche noi di Flossbach von Storch abbiamo osservato con maggiore frequenza nell'ultimo anno.**

Il modo in cui le aziende utilizzano la risorsa acqua e il ruolo che essa svolge nei loro processi aziendali varia notevolmente. Mentre banche o compagnie assicurative utilizzano quantità relativamente limitate d'acqua (ad esempio per servizi igienici, cucine, sistemi di climatizzazione o irrigazione di aree verdi) per un'azienda farmaceutica l'acqua rappresenta un fattore produttivo centrale, ad esempio per la generazione di vapore, la pulizia dei macchinari o la produzione di soluzioni. Altre aziende devono invece pompare enormi quantità di acque sotterranee dalle miniere o cave che gestiscono, tingere tessuti oppure irrigare campi per la coltivazione di alimenti o cotone. In alcuni modelli di business l'acqua viene utilizzata brevemente nei processi di raffreddamento e poi scaricata quasi invariata; in altri casi, dopo l'uso, può risultare contaminata da sostanze inquinanti oppure evaporare quasi completamente durante il processo produttivo. Gli impatti sulle aziende derivanti da rischi fisici sempre più rilevanti, come scarsità d'acqua, inondazioni o inquinamento idrico, sono quindi molto diversi, così come lo è il modo in cui le imprese affrontano questo fattore.

Secondo diverse analisi, tra cui quella di Bloomberg (Water Risk 2025 Global Outlook), i rischi legati all'acqua tendono a essere sottovalutati dalle imprese, soprattutto lungo la catena di approvvigionamento. Circa la metà delle aziende che analizziamo pubblica dati sull'acqua e si confronta quindi con i relativi rischi. Questa quota è cresciuta costante-

mente negli ultimi anni. Nel periodo di riferimento ci siamo concentrati sulle aziende con minore trasparenza, per valutare meglio il livello di consapevolezza del rischio legato a questo fattore.

Dai colloqui diretti è emerso che, allo stato attuale, l'acqua non viene generalmente considerata un rischio operativo e per questo motivo non vengono pubblicati dati specifici. Nonostante la limitata rendicontazione, nella maggior parte dei casi i dati vengono comunque raccolti internamente e sono già stati istituiti processi di gestione dedicati. Esiste quindi una chiara consapevolezza del fatto che questo fattore di rischio stia diventando sempre più rilevante.

La compagnia ferroviaria statunitense Union Pacific, che avevamo contattato anche a causa dell'assenza di dati sull'acqua, ha illustrato nel dettaglio in quali contesti l'acqua svolga un ruolo all'interno dell'azienda e come consumo e inquinamento vengano monitorati. Anche il produttore di camion Daimler Truck ci ha comunicato che, pur classificando attualmente il tema come non materiale, continua a monitorarlo attentamente e a trattarlo come parte integrante del proprio sistema di gestione ambientale.

I nostri colloqui confermano che i rischi legati all'acqua possono cambiare rapidamente e che una conoscenza approfondita e un monitoraggio costante delle metriche rilevanti lungo l'intera catena del valore rappresentano un primo passo fondamentale per una corretta gestione del rischio.

### **Comprendere le catene di fornitura: opportunità e sfide**

Analogamente all'energia, l'acqua è per molte aziende una preziosa risorsa di input. Una riduzione del consumo idrico comporta di norma minore dipendenza e minori rischi, oltre a risparmi sui costi. Nel confronto con il marchio di articoli sportivi Puma è stato evidenziato il legame tra misure di efficienza energetica e consumo di acqua. Le prime rappresentano infatti anche un'importante leva per il risparmio idrico nella catena di fornitura, poiché i maggiori consumi energetici derivano spesso da fasi produttive ad alta intensità d'acqua, come tintura, lavaggio, riscaldamento o raffreddamento. Ogni misura efficace di risparmio energetico nei processi produttivi comporta minore circolazione o riscaldamento dell'acqua e quindi un fabbisogno idrico inferiore.

Anche nei data center, tema molto discusso nell'ultimo anno, acqua

---

Una riduzione del consumo d'acqua significa spesso minore dipendenza e costi più bassi.

---

---

I rischi fisici legati all'acqua possono inoltre avere conseguenze tangibili per l'approvvigionamento energetico.

---

ed energia sono strettamente interconnesse. Un maggiore consumo di acqua per il raffreddamento può ridurre il consumo energetico, mentre una minore refrigerazione ad acqua spesso implica un maggiore fabbisogno energetico. I due fattori devono quindi essere attentamente bilanciati.

Nel confronto con il provider IT Akamai Technologies e con la società software Check Point Software, entrambe operatori di data center, è stato evidenziato anche il tema dei modelli di leasing o co-location e dell'utilizzo di fornitori terzi. È infatti comune che gli operatori di data center ospitino la propria infrastruttura presso edifici di proprietà di terzi, senza poter quindi intervenire direttamente sulla fornitura o sulla misurazione dell'acqua. Inoltre molte aziende non gestiscono data center propri, ma utilizzano servizi cloud di provider esterni, il che rende l'impatto indiretto. In questi casi la collaborazione con la catena di fornitura rappresenta una possibile leva di intervento.

L'interazione tra acqua ed energia è evidente anche nella produzione convenzionale di elettricità. Le centrali nucleari, a gas e a carbone richiedono infatti grandi quantità d'acqua, ad esempio per il raffreddamento dei reattori o per la produzione di vapore. L'importanza dell'acqua di raffreddamento per il funzionamento delle centrali nucleari è emersa chiaramente nell'estate del 2025, quando il gruppo energetico francese Electricité de France (EDF) ha dovuto ridurre la potenza di alcuni reattori, poiché la temperatura dei fiumi era già così elevata che l'autorità di regolazione ha vietato lo scarico di ulteriore acqua calda dopo il processo di raffreddamento. In un altro caso, un reattore ha dovuto essere spento temporaneamente perché l'acqua di raffreddamento era stata invasa da meduse.

Se in futuro tali rischi fisici legati all'acqua dovessero verificarsi più frequentemente, potrebbero avere effetti significativi sull'approvvigionamento energetico e quindi anche sulle aziende collegate alla rete elettrica interessata. Per le imprese diventa quindi fondamentale conoscere con precisione l'intensità idrica della propria catena di fornitura e dei propri fornitori di energia, così da potersi preparare a situazioni di emergenza o a carenze strutturali.

In questo contesto osserviamo anche nuove forme di trasparenza nei dati aziendali. Alcune aziende pubblicano infatti una sorta di "consumo idrico Scope 3", cioè il consumo d'acqua lungo l'intera catena del valore, oltre al consumo idrico associato all'energia acquistata. Ad esempio

Meta, la società madre di Facebook, riporta il consumo d'acqua legato all'acquisto di elettricità. Questo valore è di gran lunga superiore al consumo idrico diretto dell'azienda, che nel 2024 è aumentato da solo del 30% rispetto all'anno precedente, in parallelo con il forte incremento del consumo di energia.

### **L'immobilismo non è un'opzione**

La raccolta di indicatori di questo tipo, che a nostro avviso rappresentano, nei casi rilevanti, un utile complemento al reporting esistente, richiede una comprensione condivisa delle metodologie di rilevazione. Il World Resources Institute, che ha contribuito allo sviluppo di standard metodologici come il Greenhouse Gas Protocol e che gestisce anche una delle principali banche dati per l'identificazione delle aree soggette a stress idrico, ci ha spiegato in un confronto che le metodologie per la misurazione dell'impronta idrica indiretta sono attualmente richieste soprattutto dalle aziende tecnologiche e sono ancora in fase di sviluppo.

Continuiamo a monitorare attentamente questo trend rilevante e incoraggiamo le aziende partecipate con un'esposizione significativa al tema a raccogliere e pubblicare dati, anche più dettagliati, come quelli relativi ai rischi di stress idrico e alle fonti di prelievo dell'acqua. Poiché puntiamo a migliorare continuamente la qualità delle nostre analisi, l'integrazione di nuovi indicatori è per noi un passaggio naturale. Con il tempo, quando emergono nuove best practice, adattiamo di conseguenza anche i nostri criteri di valutazione. Nel corso dell'ultimo anno abbiamo osservato, ad esempio, l'applicazione di nuovi sistemi di validazione degli obiettivi sviluppati dalla Science Based Targets for Nature Initiative (SBTN) o dalla Task Force on Nature-related Financial Disclosures (TNFD). Questi strumenti includono in parte obiettivi concreti di riduzione per specifici sistemi idrici soggetti a stress, rappresentando quindi un impegno credibile e verificabile da parte delle aziende che li adottano.

---

Obiettivi concreti di riduzione per bacini idrici soggetti a stress idrico aumentano il livello di impegno e responsabilità.

---

## Attività di Voting nel 2025

### Cronologia dei voti

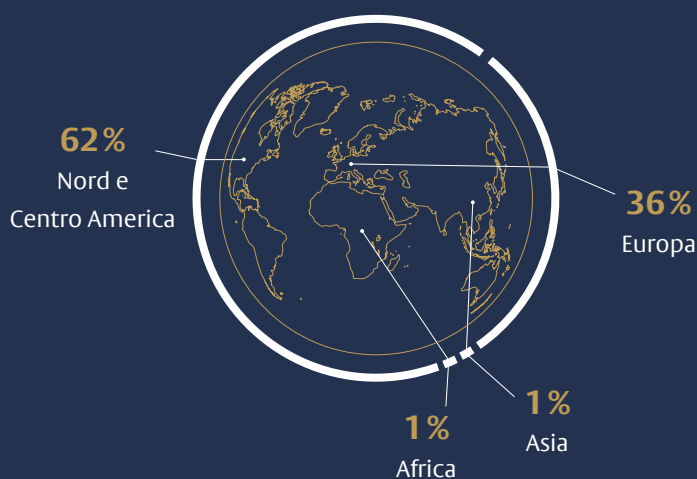
Numero di assemblee  
generali a cui  
abbiamo partecipato

2022	2023	2024	2025
69	70	69	83

Nel periodo di riferimento abbiamo partecipato a 83 assemblee generali ordinarie e straordinarie in 13 paesi. In tale contesto abbiamo esercitato il nostro diritto di voto su 1.215 punti all'ordine del giorno. I temi di gran lunga più rilevanti hanno riguardato aspetti di governance, in particolare sistemi di remunerazione, nomina del management e del consiglio di sorveglianza nonché del revisore dei conti, che hanno rappresentato circa l'83% delle votazioni. Ulteriori votazioni hanno riguardato programmi di riacquisto di azioni proprie, autorizzazioni all'emissione di nuove azioni e aumenti di capitale. 17 proposte degli azionisti erano relative a tematiche ambientali, mentre 45 riguardavano temi sociali.

Estratti del nostro comportamento di voto nel 2025 sono riportati nelle pagine seguenti. In particolare offriamo un approfondimento sulle votazioni e sulle relative motivazioni in merito ai temi dell'intelligenza artificiale e delle strutture di governance.

### Ripartizione geografica delle attività di voto (ambiti principali)



## Focus di voto

### “Intelligenza artificiale”

---

Quando le innovazioni tecnologiche avanzano rapidamente, la discussione sugli impatti sociali e gli interventi normativi tendono sempre a seguire con ritardo. Per questo motivo ci aspettiamo dai principali operatori nel campo dell'intelligenza artificiale processi adeguati di monitoraggio e impegni chiari nella gestione dei rischi connessi. Esprimiamo questa posizione anche attraverso il nostro comportamento di voto.

Nel caso di Microsoft, abbiamo sostenuto una proposta degli azionisti che richiedeva un rapporto più approfondito sull'utilizzo dei dati per l'addestramento dei modelli di IA. Considerate le cause in corso in materia di diritto d'autore e il legame con OpenAI, riteniamo che un simile report rappresenti una scelta proattiva. L'intelligenza artificiale necessita infatti di grandi quantità di dati di addestramento per sviluppare modelli efficaci. Ciò ha già portato a numerose controversie e cause legali legate al copyright. Parallelamente sono in corso diverse iniziative regolatorie per aumentare la trasparenza dei modelli e dei dati utilizzati o per rafforzare la tutela degli autori. In Amazon abbiamo sostenuto una proposta degli azionisti volta a migliorare la trasparenza sui dati utilizzati per l'addestramento dell'IA, anche in vista di una probabile evoluzione normativa.

Nel caso di Alphabet, una proposta riguardava le implicazioni sui diritti umani della pubblicità basata su IA. Poiché le possibili violazioni della privacy dei consumatori legate all'uso dell'IA sono sempre più oggetto di dibattito, abbiamo sostenuto anche questa proposta per favorire maggiore trasparenza e per segnalare la nostra aspettativa di una gestione anticipata e responsabile del tema da parte dell'azienda. Una proposta analoga è stata sostenuta anche nel caso di Apple.

## Focus di voto

### “Struttura di governance”

---

In presenza di strutture di voto, concentrazione del potere o meccanismi di controllo insufficienti che creano uno squilibrio tra quota di capitale e potere decisionale, consideriamo l'esercizio del nostro diritto di voto uno strumento fondamentale per promuovere principi di governance più equilibrati. Di conseguenza, in diverse assemblee abbiamo sostenuto iniziative volte a rafforzare i diritti degli azionisti, aumentare la trasparenza e ridurre i rischi di governance.

Poiché riteniamo che la quota di capitale detenuta da un azionista debba riflettersi anche nel numero di diritti di voto, abbiamo sostenuto una proposta degli azionisti presso Alphabet che prevedeva una ricapitalizzazione in tal senso. L'attuale sistema di azioni a doppia classe, che assegna alle azioni di classe B - detenute principalmente dai fondatori - dieci diritti di voto per azione, crea infatti un significativo squilibrio e conferisce un'influenza molto ampia, anche oltre il ruolo operativo diretto. Una proposta simile è stata sostenuta anche nell'assemblea degli azionisti di Meta. In questo caso abbiamo inoltre sostenuto una richiesta di pubblicazione dei risultati delle votazioni per classe di azioni, che renderebbe trasparente il livello di consenso o dissenso tra gli azionisti ordinari, che rappresentano la maggior parte del capitale. Anche qui il fondatore e CEO Mark Zuckerberg dispone, grazie alla struttura azionaria, di una maggioranza automatica nelle votazioni.

Per limitare eccessive concentrazioni di potere e rafforzare i meccanismi di controllo nella governance abbiamo sostenuto anche in Amazon una proposta che richiedeva la separazione dei ruoli di CEO e presidente del consiglio di sorveglianza. Riteniamo che la concentrazione di entrambe le funzioni comporti rischi per gli azionisti. Una proposta analoga è stata sostenuta anche presso Colgate-Palmolive.

In Amphenol abbiamo sostenuto una proposta che rafforza i diritti degli azionisti consentendo la convocazione di un'assemblea straordinaria già a partire da una partecipazione del 15% del capitale. Riteniamo che ciò possa offrire agli azionisti un meccanismo di controllo più efficace in situazioni giustificate. Proposte simili sono state sostenute anche presso Church & Dwight, Fortive e Dollar General.

## Estratto dell'esercizio dei diritti di voto 2025

---

**Apple Inc.**  
Cupertino, California, USA  
Assemblea generale  
del 25 febbraio 2025

Oltre alle votazioni relative all'intelligenza artificiale sopra citate, abbiamo sostenuto anche una proposta volta a rafforzare la sicurezza dei minori nell'utilizzo dei dispositivi Apple. La necessità di meccanismi di tutela più forti per i consumatori più vulnerabili è già ampiamente discussa nel contesto dei social media, e anche l'uso dei dispositivi continua a generare controversie; per questo motivo riteniamo utile una maggiore trasparenza su questo tema.

---

**Amazon.com Inc.**  
Seattle, Washington, USA  
Assemblea generale  
del 21 maggio 2025

Oltre ai punti di voto sopra menzionati relativi all'intelligenza artificiale e alle strutture di governance, abbiamo aderito anche a un'ulteriore proposta degli azionisti riguardante le condizioni di lavoro. L'azienda continua infatti a essere oggetto di controversie in questo ambito e presenta un rilevante rischio reputazionale. Sebbene il management abbia migliorato la gestione delle relazioni con i dipendenti, la trasparenza rimane limitata, e ci aspettiamo che un report più dettagliato migliori la base informativa per valutare i rischi.

---

**Becton Dickinson & Co**  
Franklin Lakes,  
New Jersey, USA  
Assemblea generale  
del 28 gennaio 2025

In occasione dell'assemblea di una società di tecnologia medica, abbiamo votato contro la riconferma del CEO Thomas Polen. Il rendimento per gli azionisti degli ultimi anni, particolarmente negativo anche rispetto al settore, è a nostro avviso attribuibile anche al CEO Thomas Polen. Individuiamo criticità soprattutto nella gestione del personale e nella allocazione del capitale, motivo per cui non riteniamo più adeguata la sua permanenza nel ruolo. Abbiamo inoltre votato contro il pacchetto retributivo del management, ritenendo che il livello di remunerazione non fosse coerente con la performance.

## Estratto dell'esercizio dei diritti di voto 2025

---

**Salesforce**  
San Francisco,  
California, USA  
*Assemblea generale  
del 5 giugno 2025*

Nel caso della società software Salesforce, abbiamo votato contro un'ulteriore emissione di azioni destinate alla remunerazione azionaria dei dipendenti, poiché a nostro avviso l'entità prevista avrebbe comportato una forte diluizione delle partecipazioni degli azionisti esistenti. La quota già detenuta nella società, infatti, si sarebbe ridotta a seguito dell'emissione di nuove azioni. La remunerazione basata su azioni è un tema particolarmente sensibile nelle aziende tecnologiche, e monitoriamo attentamente l'adeguatezza di tali sistemi dal punto di vista degli azionisti.

**Meta Platforms Inc.**  
Menlo Park, California, USA  
*Assemblea generale  
del 28 maggio 2025*

Presso Meta abbiamo votato, tra le altre cose, contro un nuovo sistema di remunerazione che non prevede una votazione periodica degli azionisti. Riteniamo infatti che la possibilità per gli azionisti di esprimere dissenso rappresenti uno strumento importante. In passato abbiamo osservato come elevati livelli di voto contrario, anche se non vincolanti, abbiano portato a revisioni sostanziali dei sistemi retributivi (ad esempio nel caso di Netflix). Anche quest'anno abbiamo sostenuto proposte che chiedono maggiore responsabilità nella gestione dei rischi sociali, tra cui obblighi di trasparenza sul contrasto alla disinformazione, sulla discriminazione e sulla tutela dei giovani utenti.

## **Frederike von Tucher**

*Responsabile del team ESG Investment Management*

Frederike.vonTucher@fvsag.com

Frederike von Tucher è entrata a far parte della divisione Investment Management di Flossbach von Storch nell'ottobre 2019 come specialista delle questioni ESG. In Flossbach von Storch è responsabile della strategia di sostenibilità, del team di analisti ESG e del rispetto dei principi di investimento responsabile (PRI) delle Nazioni Unite, riconosciuti a livello internazionale. Laureatasi Manager culturale, negli ultimi 15 anni di carriera professionale ha rivestito numerose posizioni in diversi settori nel campo della comunicazione e come project manager.



---

## **Theresa Eyerund**

*ESG Analyst Investment Management*

Theresa.Eyerund@fvs.com

Theresa Eyerund lavora dal giugno 2022 come ESG Research Analyst nell'Investment Management di Flossbach von Storch. In questo ruolo si occupa dell'analisi delle società in portafoglio con riferimento alla loro performance ambientale e sociale e alla solidità della governance aziendale. Fino al 2022 è stata Senior Economist presso l'Institut der deutschen Wirtschaft. Nell'ambito di competenza economia comportamentale ed etica economica, ha lavorato su temi quali comportamento etico, anomalie comportamentali, fattori di influenza istituzionali e questioni legate alla sostenibilità.



## LEGAL NOTICE

**Messaggio pubblicitario con finalità promozionale.** Eventuali commenti e analisi riportati nel presente documento riflettono le opinioni di Flossbach von Storch al momento della pubblicazione e possono variare in qualunque momento senza preavviso. I dati relativi a dichiarazioni riferite al futuro rispecchiano la prospettiva e le aspettative future di Flossbach von Storch. Tuttavia, i rendimenti attuali e i risultati potrebbero differire sensibilmente dalle previsioni. Sebbene il presente documento sia stato redatto con la massima cura e attenzione, Flossbach von Storch non offre alcuna garanzia in merito ai suoi contenuti e la relativa completezza e declina ogni responsabilità per eventuali perdite che dovessero derivare dal suo utilizzo. Il valore di ogni investimento può diminuire o aumentare e l'investitore può subire una perdita totale dell'importo investito. Il presente documento non costituisce, né deve essere interpretato come, offerta o raccomandazione alla sottoscrizione o alla vendita di strumenti finanziari. Le informazioni ivi contenute non rappresentano una consulenza di investimento né una raccomandazione di altra natura. In particolare, tali informazioni non sostituiscono una consulenza qualificata orientata all'investitore o al prodotto. Le dichiarazioni riferite a questioni fiscali o legali non sostituiscono la consulenza professionale ad opera di assistenti legali o tributari. Il presente documento non è destinato a persone cui sia vietato l'accesso alle informazioni ivi contenute ai sensi della legislazione vigente a causa della rispettiva nazionalità, residenza o di qualsivoglia altra circostanza. Tutti i diritti d'autore e ogni altro diritto, i titoli e le rivendicazioni (inclusi copyright, marchi, brevetti, diritti di proprietà intellettuale e altri diritti) inerenti e derivanti da tutte le informazioni del presente documento sono soggetti senza riserva alle disposizioni vigenti e ai diritti di proprietà del rispettivo proprietario registrato. L'utente non acquisisce alcun diritto ai relativi contenuti. Flossbach von Storch rimane titolare esclusivo del copyright sui contenuti pubblicati e redatti internamente dalla medesima. Non è consentito riprodurre o utilizzare tali contenuti, in toto o in parte, senza il consenso scritto di Flossbach von Storch. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.**

© 2026 Flossbach von Storch. All rights reserved.

*Editore:*

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

Al 31 dicembre 2025

*Consiglio direttivo:*

Christoph Adamy, Markus Breidbach,  
Markus Müller

*Presidente del Consiglio di sorveglianza:*

Kurt von Storch

*Partita IVA:* LU25691460

*Registro imprese:* Lussemburgo

No. B 171513

*Autorità di controllo competente*

Commission de Surveillance

du Secteur Financier (CSSF)

283, route d'Arlon

1150 Lussemburgo, Lussemburgo



Flossbach von Storch