



Frontis Governance

independent, local, expert

I compensi dei Consiglieri non esecutivi:

Analisi comparativa delle pratiche di mercato in Europa

2025 Proxy Season

Executive Summary

Lo studio condotto da Frontis Governance analizza in profondità le pratiche retributive dei Consiglieri non esecutivi (NED) in 160 società quotate europee di media e grande capitalizzazione, con l'obiettivo di valutarne la coerenza con i principi riconosciuti di buona governance: **adeguatezza**, **proporzionalità** e **presidio dell'indipendenza** del Board.

L'analisi mostra un'elevata eterogeneità nelle pratiche retributive, fortemente influenzate da tre fattori principali: (i) **cultura di mercato**, (ii) **struttura proprietaria**, (iii) **livello di indipendenza**. Il rapporto tra compensi e salari medi dei dipendenti, selezionato come indicatore di valutazione dell'adeguatezza rispetto al costo della vita, rivela una **forte polarizzazione** tra i diversi mercati europei. Inoltre, si osserva che le politiche retributive non sempre riflettono pienamente il carico di lavoro e le responsabilità e, in diversi casi, la componente azionaria rischia di compromettere l'indipendenza dei NED.

Il documento intende contribuire a una comprensione più approfondita delle dinamiche retributive nei Board europei, offrendo benchmark utili a investitori istituzionali e Comitati Remunerazioni e promuovendo un dibattito informato sulla sostenibilità e sull'efficacia della governance societaria in Europa. L'analisi sottolinea l'importanza di politiche remunerative trasparenti e bilanciate come leva fondamentale per mantenere l'equilibrio tra indipendenza, competenza e responsabilità all'interno degli organi di amministrazione e controllo.

Indice

Executive Summary	1
Introduzione	3
Le migliori pratiche: quadro normativo e codici di autodisciplina	6
Nota metodologica	8
Struttura dei compensi: la politica di remunerazione	11
Analisi dei compensi corrisposti	15
Analisi per mercato.....	16
Analisi per settore.....	18
Analisi per struttura proprietaria.....	19
Analisi per composizione del Board	21
Analisi della coerenza con i principi di proporzionalità e adeguatezza	24
Conclusioni	35

Introduzione

Nel panorama della governance contemporanea, i Consiglieri non esecutivi (nel prosieguo indicati anche come “NED”, ovvero *Non Executive Directors*) costituiscono un presidio strategico e indipendente, indispensabile per garantire equilibrio e credibilità agli organi societari responsabili dell’indirizzo strategico e del controllo (Consiglio di Amministrazione e Consiglio di Sorveglianza, successivamente indicati genericamente come “Board”). La loro funzione va oltre il rispetto formale delle procedure, essendo volta a bilanciare il potere esecutivo con una supervisione imparziale, mediante un’interpretazione delle decisioni con una visione integrata e una valutazione dei rischi e opportunità senza cedere alle pressioni di breve periodo. In assenza di un presidio solido, il Board rischierebbe di ridursi a un organo di mera ratifica, incapace di produrre un indirizzo strategico autonomo. Le dinamiche consiliari si nutrono infatti non solo delle deliberazioni formali, ma anche degli scambi sostanziali di indirizzo e valutazione, e in questo intreccio la qualità della governance dipende dalla capacità dei NED di mantenere un equilibrio tra indipendenza e influenza. È proprio in questo punto di equilibrio che la definizione del loro compenso assume un valore che va oltre l’aspetto tecnico: diventa un segnale sulla solidità del capitale decisionale e sulla distribuzione dei poteri all’interno del Board.

Diversamente dagli esecutivi, espressione della dirigenza e legati all’azienda da un rapporto di lavoro subordinato, i NED non sono remunerati per la creazione diretta di risultati economici, ma per la loro funzione di presidio: per le responsabilità legali che assumono, per la capacità di orientare con indipendenza, e per l’onere reputazionale che deriva dal vigilare in condizioni di asimmetria informativa, spesso con risorse limitate rispetto al management. La loro retribuzione è quindi al tempo stesso riconoscimento, tutela e incentivo all’autonomia critica.

Nel contesto europeo di continua evoluzione della governance societaria, il tema dei compensi dei NED sta assumendo una rilevanza sempre crescente, tanto sul piano della trasparenza quanto su quello della responsabilità del governo societario. In un contesto caratterizzato da volatilità macroeconomica, pressioni inflazionistiche e crescente complessità del reporting sia finanziario che ESG, la definizione della politica retributiva del Board nel suo complesso, e non solo dei dirigenti apicali, diventa un indicatore chiave della solidità e maturità della governance societaria.

Secondo un’indagine di Willis Towers Watson (“2023 Non-Executive Director Remuneration in Europe. Time for a change?”, condotta in collaborazione con ecoDA), oltre il 90% dei NED europei ritiene che la complessità e il carico di lavoro siano aumentati negli ultimi cinque anni, mentre l’81% ritiene che la propria retribuzione non rifletta pienamente questa evoluzione. Tali compensi rappresentano quindi un indicatore chiave della qualità del presidio di governance: troppo bassi rischiano di compromettere

l'attrazione di profili qualificati, troppo elevati possono sollevare dubbi sull'indipendenza, l'efficienza e l'equità del sistema.

In parallelo, l'armonizzazione introdotta dalle direttive UE sui diritti degli azionisti (in particolare la Shareholder Rights Directive II del 2017, o "SRD II") e dai codici di corporate governance nazionali ha favorito una maggiore comparabilità e trasparenza delle *disclosure*, rendendo possibile un'analisi *cross-country* del posizionamento retributivo dei Board nei mercati europei, sia comunitari che extra-UE.

Ma cosa si intende concretamente con una struttura retributiva ben calibrata? È quella che assicura ai Consiglieri un **compenso proporzionato alla complessità dell'incarico e all'impegno richiesto, competitivo rispetto al mercato ma privo di leve che possano comprometterne l'indipendenza di giudizio** rispetto alla gestione o alla proprietà aziendale.

Un compenso inadeguato comunica agli investitori che la funzione di controllo è percepita come marginale, riducendo la capacità dell'azienda di attrarre profili qualificati. All'opposto, una remunerazione eccessiva o non proporzionata alla complessità dell'incarico può compromettere l'indipendenza dei NED, trasformando il ruolo in una forma di cooptazione implicita. È in questa tensione che si colloca la ricerca del giusto equilibrio: non una cifra assoluta, ma una soglia dinamica che tenga conto del contesto settoriale e geografico.

In questo quadro, l'emolumento diventa uno strumento essenziale per rafforzare la credibilità del Board, consolidare la fiducia degli investitori e sostenere il patto fiduciario con gli azionisti, assicurando che la funzione di controllo rimanga realmente indipendente e orientata alla creazione di valore di lungo termine.

Le migliori pratiche internazionali convergono su alcuni principi: (i) **correlare il livello retributivo all'impegno effettivo**, misurato dal carico di riunioni e dalla complessità dei dossier; (ii) **adeguarlo alla struttura aziendale**, tenendo conto di capitalizzazione, modelli di governance e presenza di comitati specializzati; (iii) **evitare componenti variabili legate a risultati** di breve periodo che possano minare l'indipendenza, così come benefit che assimilano il NED a un dipendente.

Questo report, curato da Frontis Governance, presenta **un'analisi quantitativa e comparativa delle remunerazioni 2024 dei NED nelle principali società europee**. L'obiettivo è fornire una fotografia accurata dei livelli di compenso, delle differenze per paese e settore, e delle tendenze emergenti nel disegno delle politiche di remunerazione dei Consiglieri non esecutivi. Oltre a offrire benchmark utili a investitori istituzionali e Comitati Remunerazioni, l'analisi intende contribuire al dibattito sulla sostenibilità e l'efficacia del governo societario europeo, evidenziando come la remunerazione non esecutiva possa costituire un indicatore della maturità del sistema di governance e un indicatore di equilibrio tra indipendenza, competenza e responsabilità.

L'analisi proposta da Frontis Governance **non si limita a rilevare l'entità dei compensi, ma ne osserva soprattutto la struttura** (emolumento per la carica e ruoli specifici all'interno del Board, eventuali gettoni di presenza e componente azionaria), **il rapporto con dimensioni e complessità del gruppo e con l'impegno richiesto ai NED**, verificando eventuali disparità settoriali e geografiche.

L'obiettivo è fornire agli investitori e agli stakeholder in generale una chiave di lettura comparata e rigorosa, capace di connettere scelte retributive, indipendenza effettiva e credibilità della governance, in vista della stagione assembleare 2026.

Le migliori pratiche: quadro normativo e codici di autodisciplina

Il quadro regolamentare in materia di compensi dei NED si fonda sui **G20/OECD Principles of Corporate Governance** (1999, rivisti da ultimo nel 2023), che raccomandano compensi **adeguati** ad attrarre competenze qualificate, **proporzionati** alla complessità del ruolo e strutturati per **preservare indipendenza e trasparenza**. Tuttavia, la trasposizione dei principi OCSE nei diversi Codici di Governance nazionali ha dato origine a modelli retributivi che, seppur largamente convergenti su adeguatezza e proporzionalità, tendono a differire in maniera anche sostanziale sull'opportunità di compensi variabili e l'attribuzione di componenti azionarie:

- Nel **Regno Unito** e in **Irlanda**, i rispettivi *Corporate Governance Code* (entrambi aggiornati nel 2024, e che presentano molti aspetti in comune) raccomandano che i livelli di remunerazione di tutti i NED, inclusi i presidenti (che per entrambi i Codici sono sempre non esecutivi), non dovrebbero includere alcun tipo di compenso collegato ai risultati o stock options.
- Nei **Paesi Bassi**, il Codice (2025) prevede un divieto specifico ad assegnare qualsiasi compenso in forma di azioni, ma raccomanda comunque che i Consiglieri investano in azioni della società, con un orientamento di lungo periodo.
- In **Francia**, l'*Afep-Medef Code* (2018) non contempla l'attribuzione di azioni, seppur non vietandole espressamente, e sottolinea l'importanza di collegare i compensi all'effettiva partecipazione alle riunioni del Consiglio e dei Comitati interni, mediante gettoni di presenza che dovrebbero rappresentare la parte prevalente del compenso.
- In **Germania**, dove domina il sistema di governance duale, il *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2022) raccomanda un compenso esclusivamente fisso, contemplando però anche la possibilità di attribuire una componente dipendente dalle performance, a condizione che tale componente sia sempre orientata allo sviluppo della società nel lungo periodo. Tale previsione, di fatto, apre alla possibilità di assegnare una quota del compenso fisso dei Consiglieri in azioni che devono essere mantenute per un periodo di tempo sufficientemente lungo.
- In **Spagna**, il *Código de Buen Gobierno* (2020) vieta ogni tipo di compenso condizionato alle performance, consentendo l'attribuzione di azioni solo a condizione che tali azioni siano mantenute almeno fino al termine del mandato. Il Codice spagnolo sottolinea anche la necessità di evitare importi eccessivamente alti che rischiano di compromettere l'indipendenza di giudizio.
- In **Danimarca**, le Raccomandazioni sulla Corporate Governance (2020) vietano espressamente l'attribuzione di stock options o warrants ai NED, ammettendo

tuttavia l'attribuzione di azioni al valore di mercato. Al pari di quello spagnolo, anche il Codice danese raccomanda compensi competitivi ma non eccessivi, per preservare l'indipendenza dei NED.

- Anche in **Italia**, il Codice di Corporate Governance (2020) apre alla possibilità di assegnare una componente collegata alle performance, a condizione che rappresenti una quota non significativa del compenso totale. A differenza dei Codici tedesco e spagnolo, però, nessun riferimento viene fatto all'orientamento al lungo periodo di tale componente.
- A differenza dei casi precedenti, in cui la componente azionaria è solo consentita, in **Svizzera** il *Code of Best Practice for Corporate Governance* (2023) raccomanda espressamente che sia attribuita una quota azionaria, sempre di importo fisso, ma senza specificare che tale componente rappresenti una quota non significativa del compenso totale.
- L'attribuzione di un compenso in forma azionaria è raccomandata anche in **Finlandia**, dove il Codice di Corporate Governance (2025) consente addirittura il pagamento dell'intero compenso in forma azionaria, a condizione comunque che l'importo sia fisso, in nessun caso dipendente dai risultati finanziari, e che le azioni siano mantenute almeno fino al termine del mandato.
- Unica eccezione in ambito europeo, il Codice della **Svezia** (2024) non riporta nessun riferimento ai compensi dei NED, lasciando quindi totale discrezionalità al Comitato Nomine, che in Svezia è responsabile della definizione dei compensi dei non esecutivi, è esterno al Board ed è composto principalmente da rappresentanti di azionisti investitori istituzionali.

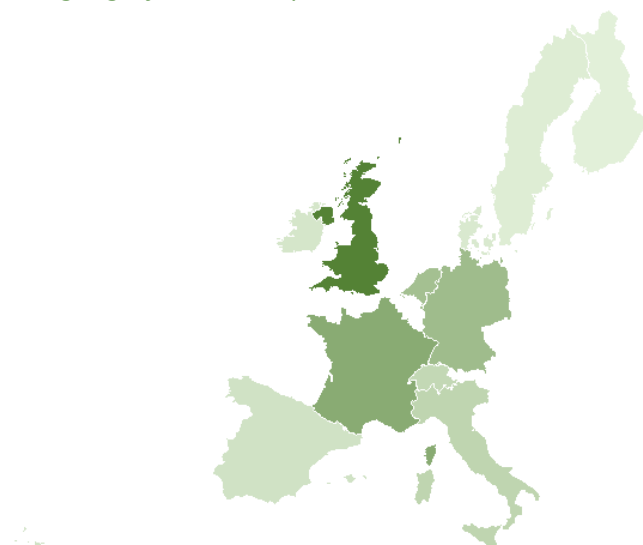
Pressoché tutti i Codici di autoregolamentazione europei risultano coerenti con i principi generali dell'OCSE, e le differenze sono in apparenza solo formali, limitandosi di fatto all'assegnazione o meno di azioni, e al maggiore o minore focus sulla partecipazione effettiva alle riunioni. Tuttavia, come si vedrà in maggior dettaglio nel prosieguo dell'analisi, le differenti declinazioni locali delle *best practices*, complici anche differenze culturali nell'approccio alla governance societaria, influenzano in maniera significativa sia la struttura che l'importo dei compensi dei NED.

Nota metodologica

L'analisi prende in considerazione **160 società, residenti nei principali mercati europei** (tutti quelli elencati nel precedente capitolo) e selezionate tra quelle di maggiore capitalizzazione alla fine del relativo anno fiscale. Sono state volutamente escluse società residenti negli Stati Uniti, a causa di strutture e livelli retributivi spesso non comparabili con le pratiche generalizzate nei mercati europei.

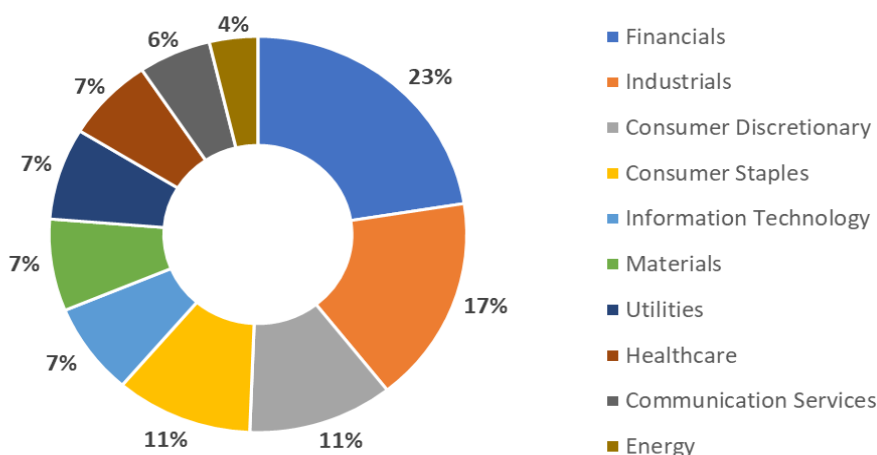
La distribuzione geografica del campione è rappresentativa della numerosità e dimensioni delle società quotate nei principali indici dei relativi mercati, con una predominanza di società residenti in Regno Unito (37), Francia (25) e Germania (20).

Figura 1: Dispersione geografica del campione



La composizione del campione rispecchia anche il peso dei vari settori (definiti secondo lo standard GICS di primo livello) per numerosità e dimensione di grandi società quotate in Europa, con un peso preponderante dei comparti finanziario (36, di cui 22 gruppi bancari) e industriale (27, di cui 20 “beni strumentali”).

Figura 2: Composizione settoriale del campione



Come anticipato nelle premesse, l'analisi mira a verificare l'effettiva applicazione delle migliori pratiche, internazionalmente riconosciute, nella definizione dei compensi dei NED, ovvero l'**adeguatezza e proporzionalità** rispetto a dimensioni del gruppo di riferimento, complessità del ruolo e impegno richiesto. Come parametri di confronto, per determinare la sussistenza di tale proporzionalità, sono stati considerati:

- Per dimensioni, complessità e adeguatezza: la **capitalizzazione di mercato ed i salari medi dei dipendenti** del gruppo rilevati nell'ultimo bilancio annuale, entrambi in euro alla data di chiusura dell'ultimo esercizio. Seppure il confronto con i salari medi non si riscontri frequentemente in letteratura, e non sia generalmente indicato tra quelli utilizzati per definire i compensi dei NED, si ritiene che tale indicatore possa fornire un angolo di analisi differente e più approfondito dell'allineamento delle pratiche aziendali alle migliori pratiche, considerando anche il richiamo della SRD II, che all'Art. 9-bis SRD cita "La politica di remunerazione spiega come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione". Il rapporto con i salari medi fornisce anche un elemento di verifica dell'allineamento con il costo della vita in realtà anche profondamente diverse tra loro, e quindi l'**effettiva adeguatezza dei compensi** dei NED (ovvero la "non eccessività" richiamata in alcuni Codici per preservare l'indipendenza di giudizio).
- Per le responsabilità e l'impegno richiesto: nell'analisi si è distinto il compenso del Presidente (se non esecutivo), rispetto a quello degli altri NED, e si sono prese in considerazione le **riunioni tenute nell'ultimo esercizio dal Board e dai principali Comitati** raccomandati dalle *best practices* e presenti nella quasi totalità delle società europee (Controllo, Remunerazioni e, ove presente, Nomine).

Allo scopo di verificare eventuali **elementi che possano influenzare** la definizione dei compensi dei NED, oltre alle pratiche di mercato e di settore, l'analisi prende in considerazione anche altre **caratteristiche della governance societaria**, quali: **concentrazione dell'azionariato**; **caratteristiche del Presidente** (esecutivo/non-esecutivo, indipendente, non-indipendente ed ex-CEO) e **percentuale di Consiglieri indipendenti**.

Il dataset così definito mira a consentire una profondità di analisi comparative in grado di valutare la coerenza delle politiche remunerative con la complessità organizzativa e di misurare l'effettivo allineamento tra livello di responsabilità, impegno consiliare e compenso percepito, individuando allo stesso tempo le potenziali cause sottostanti eventuali differenze intra- ed inter-paese e settore.

Considerando la distribuzione fortemente asimmetrica dei dati riscontrati, e la limitatezza del campione, nell'identificazione dei dati anomali è stato utilizzato il cosiddetto **metodo dell'intervallo interquartile ("IQR-Tukey")**, che definisce come anomali i valori che si discostano in modo significativo dalla fascia centrale della distribuzione. In particolare, l'IQR rappresenta l'ampiezza dell'intervallo compreso tra il primo ed il terzo quartile, ovvero la distanza dalla fascia che ricomprende il 50% dei dati centrali. A causa della marcata asimmetria verso l'alto nella distribuzione dei dati considerati, si è considerato **esclusivamente il limite superiore di Tukey** come indicatore di compensi considerabili come eccessivi rispetto alle pratiche riscontrate nel mercato europeo.

Struttura dei compensi: la politica di remunerazione

Come riscontrato anche nell'analisi dei codici locali di autoregolamentazione, la remunerazione dei NED si articola in strutture differenziate a seconda del contesto regolatorio e di mercato: si va da modelli continentali improntati alla sola componente fissa in contanti, pensati per garantire moderazione e indipendenza, a soluzioni improntate sulla partecipazione effettiva ai lavori consiliari (mediante gettoni di presenza o *attendance fees*), fino a schemi di carattere ibrido che includono anche componenti azionarie.

Per l'analisi della politica di remunerazione, sono state prese in considerazione tutte le componenti retributive dichiarate nella policy societaria: compenso base per la carica di Consigliere, compensi aggiuntivi per incarichi speciali, come Presidente non esecutivo e Lead Independent Director ("LID"), compensi aggiuntivi per la partecipazione a Comitati consiliari, eventuali componenti azionarie e gettoni di presenza a riunioni consiliari e dei Comitati. Allo scopo di garantire una certa omogeneità nel confronto, sono stati considerati solo i Comitati maggiormente presenti nelle società europee (Controllo, Nomine e Remunerazioni), cui si è deciso di aggiungere anche l'eventuale Comitato Sostenibilità, in quanto sempre più richiesto sia dai Codici che dagli investitori istituzionali.

Tabella 1: Livelli medi dei compensi per tipologia di NED

	Media	Min.	Max.	Soglia "eccessivi"
Compenso del Presidente non esecutivo (1)	674.477	51.750	5.843.604	1.159.133
Emolumento per la carica di Consigliere (1)	119.920	10.000	487.583	170.537
Compensi aggiuntivi per le cariche di:				
Lead Independent Director	46.621	0	250.000	64.618
Comitato Controllo (2) – Presidente	66.935	0	516.265	104.408
Comitato Controllo (2) – membro	35.426	0	400.000	57.816
Comitato Remunerazioni (3) – Presidente	47.406	0	516.265	70.980
Comitato Remunerazioni (3) – membro	24.666	0	300.000	42.615
Comitato Nomine – Presidente	30.571	0	440.000	47.100
Comitato Nomine – membro	22.593	0	300.000	37.500
Comitato Sostenibilità – Presidente	42.592	0	440.000	65.374
Comitato Sostenibilità – membro	20.360	0	100.000	41.335

(1) I compensi fissi includono anche l'eventuale quota corrisposta in azioni.

(2) In "Comitato Controllo" sono inclusi anche i Comitati Rischi, nei casi i due comitati coincidano.

(3) In "Comitato Remunerazioni" sono ricompresi anche gli eventuali comitati combinati Nomine e Remunerazioni.

La tabella che precede riporta i dati, in euro, medi, minimi e massimi riscontrati all'interno dell'intero campione di 160 società, con indicazione delle relative soglie oltre le quali si definiscono "valori anomali" in eccesso, utilizzando il metodo dell'intervallo interquartile ("IQR-Tukey").

Nel campione considerato, solo 30 società (il 19%) prevedono una **componente azionaria** nei compensi dei NED, per un valore mediamente pari al 47% dei compensi totali: dal 14% della britannica Smiths & Nephew, al 76% dell'olandese Aercap Holding e della svizzera ABB. In conformità con le raccomandazioni dei rispettivi Codici, la componente azionaria è utilizzata nella quasi totalità delle **società svizzere** (11 su 12) e **finlandesi** (4 su 5) analizzate. L'attribuzione di azioni risulta particolarmente frequente anche tra le società **irlandesi** (ben 6 delle 8 analizzate), nonostante non sia espressamente prevista dal Codice locale. Tale apparente "non conformità" è però dovuta alla caratteristica di molte società residenti in Irlanda, che hanno trasferito qui la sede legale dal Paese di origine o dove hanno sede le principali attività operative, come gli Stati Uniti, dove le strutture retributive sono fortemente orientate agli strumenti finanziari (nel caso specifico, si tratta di Aon, Eaton Corp, Johnson Controls, Linde, Medtronic e Trane). Le altre società che adottano la componente azionaria sono residenti in Regno Unito (3), Paesi Bassi (3), Danimarca (1), Spagna (1) e Svezia (1).

Maggiormente diffusa appare la pratica di collegare parte dei compensi all'effettiva partecipazione ai lavori consiliari, mediante l'attribuzione di **gettoni di presenza**: 61 società ne fanno uso (38%), di cui la maggior parte (46) collegate alle riunioni sia del Consiglio che dei Comitati, 8 solo per le riunioni del Board e 7 solo per quelle dei Comitati. La diffusione geografica dei gettoni di presenza è molto maggiore, rispetto alle componenti azionarie: solo in **Svezia** non si è riscontrata alcuna società che ne faccia uso. Anche in questo caso, però, sono evidenti le influenze dei Codici di autoregolamentazione: quasi la totalità delle **società francesi** (24 su 25 analizzate, ovvero il 96%) collega i compensi dei NED direttamente alle presenze alle riunioni, contro solo 1 in **Svizzera** (8%) e **Irlanda** (13%), o 5 in **Regno Unito** (14%). Gli altri mercati in cui i gettoni di presenza appaiono maggiormente diffusi sono la **Finlandia** (60%), l'**Italia** (46%) e la **Germania** (45%).

Compensi aggiuntivi pari a zero per la partecipazione ai Comitati corrispondono perlopiù a società residenti in Francia, dove tale forma di compenso è esclusivamente rappresentata dai gettoni di presenza alle riunioni. Ulteriore annotazione occorre fare per il Presidente del Comitato Nomine, il cui compenso medio è influenzato dal fatto che nel Regno Unito tale Comitato è generalmente presieduto dal Presidente del Board, che non riceve alcun compenso aggiuntivo per l'ulteriore carica.

L'analisi dei compensi aggiuntivi per la **partecipazione ai Comitati**, al netto delle particolarità riscontrate in Francia e Regno Unito, risulta interessante anche sotto il profilo

dell'adeguatezza del compenso rispetto alla complessità del ruolo. Da una parte, la tendenza generalizzata è quella di assegnare al **Presidente del Comitato**, qualunque esso sia, un compenso doppio rispetto agli altri membri (con la sola già richiamata eccezione del Regno Unito per il Comitato Nomine). Dall'altra, appare evidente la centralità e delicatezza del **ruolo del Comitato Controllo e Rischi**, soprattutto in settori fortemente regolamentati: dei 21 "valori anomali" identificati, infatti, ben 10 sono riconducibili a gruppi finanziari. Il compenso aggiuntivo evidenzia anche la rilevanza che hanno ormai da tempo assunto le remunerazioni nei processi di buona governance, sia internamente che nei rapporti con gli investitori: il **Comitato Remunerazioni** risulta infatti essere il secondo con il maggiore compenso. Infine, una sempre maggiore diffusione e rilevanza è riscontrabile per il **Comitato Sostenibilità**, presente in 95 delle 160 società analizzate (59%).

Di contro, **l'assenza di compenso aggiuntivo per la carica di LID** è stata riscontrata in sole 6 società, su 78 in cui è presente questa figura, di cui 3 italiane (Eni, Moncler e Prysmian), 1 francese (Safran), 1 spagnola (Inditex) e 1 olandese (Prosus). Seppure possa essere percepita come riduzione dei costi di governance o moderazione del compenso per garantirne l'indipendenza, la scelta di non remunerare i compiti del Lead Independent Director rischia di sminuirne il ruolo, che in alcune realtà assume una rilevanza centrale, sia nel garantire un corretto flusso informativo ai Consiglieri indipendenti che come punto di riferimento per gli azionisti di minoranza. Tali compiti del LID dovrebbero essere particolarmente rafforzati laddove il Presidente del Board è anche il CEO (come in **Moncler**), un ex-dirigente (ex-CEO o dirigente, come nei casi di **Prosus** e **Safran**) o espressione dell'azionista di controllo (come nel caso di **Inditex**, dove la Presidente, oltre ad essere figlia del fondatore, è stata anche dirigente del gruppo).

Applicando il metodo dell'intervallo interquartile ("IQR-Tukey") agli **emolumenti per la carica di NED**, sono stati individuati ben **26 "valori anomali" in eccesso**, con una forte connotazione geografica. Oltre i due terzi dei "valori anomali" si riscontrano infatti in soli 3 mercati: Svizzera (9 su 12 analizzate in tale Paese), Paesi Bassi (5 su 19) e Irlanda (4 su 8). Occorre tuttavia evidenziare che, mentre il 75% delle società svizzere con emolumenti apparentemente eccessivi fanno pressoché tutti riferimento a gruppi locali (con la sola eccezione di TE Connectivity), tutte quelle residenti in Irlanda (**AON, Johnson Controls, Medtronic e Trane Technologies**) e nei Paesi Bassi (**AerCap, NXP, Prosus, Stellantis e Universal Music**) che presentano tale caratteristica hanno sedi operative prevalenti o azionisti di riferimento all'estero. I mercati in cui non si è riscontrato alcun valore eccessivo, oltre alle società olandesi e irlandesi con attività principali in loco, sono Svezia, Francia e Italia (con l'eccezione di Stellantis, che può essere considerato un gruppo italo-francese). All'opposto, non si è riscontrata alcuna concentrazione di "valori anomali" per settore, dimensioni societarie o altre caratteristiche di governance, essendo rappresentate pressoché tutte le fattispecie.

Risulta inoltre interessante notare come, delle 26 società che presentano “valori anomali”, ben **18 corrispondono parte dell’emolumento in azioni**. Leggendo il dato al contrario, solo 12 delle 30 società che attribuiscono azioni ai NED presentano emolumenti proporzionati a quanto riscontrato tra le società europee a maggiore capitalizzazione. Tale dato sembrerebbe indicare che, seppure l’attribuzione di parte del compenso in azioni possa rappresentare teoricamente una *best practice*, in quanto volta a collegare parzialmente gli interessi anche dei NED al successo sostenibile dell’azienda, nella pratica questo strumento appare essere utilizzato maggiormente come “moltiplicatore” dei compensi monetari, rischiando di realizzare il risultato opposto compromettendo l’indipendenza del Consigliere.

Ulteriore elemento che appare interessante analizzare, è il cosiddetto **Chair premium**, ovvero il differenziale tra il compenso totale attribuito al Presidente del Board e l’emolumento per la carica di Consigliere. Tale differenza indica, infatti, il premio che è corrisposto al Presidente per il maggiore impegno e le maggiori responsabilità richiesti dalla carica. Prendendo in considerazione le politiche di remunerazione di 125 società in cui il Presidente non ricopre un ruolo esecutivo (sono escluse 13 società francesi dove il compenso dei Consiglieri è quasi interamente rappresentato dai gettoni di presenza, che non sono corrisposti invece al Presidente), il compenso per quest’ultimo è mediamente pari a circa 5 volte l’emolumento per la carica di Consigliere. Anche in questo caso, però, si riscontrano differenze sostanziali collegate principalmente al mercato di riferimento: da livelli pressoché simili, circa 2,6 in Finlandia, Germania e Paesi Bassi, si arriva a un rapporto di oltre 7 volte in **Svizzera e Regno Unito**. Tali differenze riflettono una **diversa visione del ruolo principale svolto dall’organo societario**: un *Chair premium* ridotto corrisponde generalmente ad una visione del ruolo del Board maggiormente orientato al controllo della gestione, mentre il “premio” tende a crescere in maniera significativa in presenza di una sorta di co-responsabilità del Consiglio di Amministrazione nella gestione societaria.

Tabella 2: Il “Chair premium” per mercato

Svizzera	7,4
Regno Unito	7,0
Spagna	6,3
Italia	5,5
Irlanda	4,3
Svezia	3,9
Danimarca	3,3
Paesi Bassi	2,7
Germania	2,6
Finlandia	2,6

L'analisi del **Chair premium per settore** di attività sembra confermare una certa proporzionalità del compenso con responsabilità e complessità del ruolo. Il **settore finanziario** presenta il "premio" maggiore, con un rapporto di 6,2 tra compenso del Presidente ed emolumento per Consigliere, che aumenta ulteriormente a 6,7 nei **gruppi bancari**, con ogni probabilità a causa della forte regolamentazione cui è soggetto il settore, che comporta sia responsabilità che impegno maggiori rispetto ad altre realtà. Tale ipotesi appare suffragata dal numero medio di riunioni consiliari e dei comitati, che nei gruppi bancari risulta di 24 per anno, contro una media di 16 riscontrata nell'intero campione.

Tabella 3: Il "Chair premium" per settore

Financials	6,2
Consumer Staples	5,9
Energy	5,7
Health Care	5,7
Consumer Discretionary	5,1
Materials	4,9
Utilities	4,9
Communication Services	3,9
Industrials	3,5
Information Technology	2,3

L'analisi dei "valori anomali" applicata alla carica di Presidente evidenzia 9 compensi eccessivi, proporzionalmente inferiori rispetto a quanto riscontrato tra gli emolumenti dei NED (7% per i Presidenti, contro 16% per gli altri NED), ma confermando la forte caratterizzazione geografica, con la **Svizzera** rappresentata da ben 6 società: **UBS**, che con circa € 5,8 milioni (di cui la metà in azioni) registra il valore più alto in assoluto, **Nestlé**, **Novartis**, **Richemont**, **Zurich** e **ABB**. Il Regno Unito è rappresentato da 2 società, entrambi Financials (**HSBC** e **Standard Chartered**), mentre la Spagna dalla sola società **Energy Repsol**.

Analisi dei compensi corrisposti

Il prosieguo dell'analisi prende in considerazione i compensi effettivamente corrisposti ai Consiglieri non esecutivi nell'ultimo esercizio. A differenza dell'analisi delle politiche, in questo caso i compensi includono tutte le voci retributive: emolumento per la carica, eventuale componente azionaria, compensi per la partecipazione ai comitati ed eventuali gettoni di presenza. Il compenso medio di ciascun NED è poi rapportato a molteplici variabili indipendenti, allo scopo di verificare se, nella pratica, sono rispettati i principi generali evidenziati nelle premesse, e le possibili cause di eventuali deviazioni da tali principi. Come già segnalato nella nota metodologica, come indicatore di valori anomali, è stato utilizzato il metodo dell'intervallo interquartile ("IQR-Tukey"). Sono state considerate sia la media che la mediana di ciascun parametro, principalmente allo scopo di verificare la dispersione dei dati, che, come si vedrà di seguito, risulta particolarmente elevata. Proprio a causa della significativa preponderanza di asimmetrie verso l'alto, e considerando che tra i principi di buona governance vi è quello di evitare compensi eccessivi per tutelare l'indipendenza di giudizio dei NED, è stato preso in considerazione il solo limite superiore dell'intervallo interquartile, oltre il quale i compensi sono valutati come "eccessivi" rispetto alle pratiche del mercato.

Tabella 4: Individuazione "valori anomali" per indicatore dei compensi

Indicatore	Media	Mediana	Min	Max	Soglia "eccessivi"
Compenso NED	€ 243.932	€ 200.586	€ 50.066	€ 1.133.305	€ 377.635
Compenso NED per riunione	€ 17.221	€ 14.613	€ 3.990	€ 53.188	€ 32.165
Compenso NED / capitalizzazione (€ mln)	7,9	5,6	0,2	56,3	12,83
Compenso NED / salari medi dipendenti	3,7	2,8	0,5	19,1	6,0

Analisi per mercato

Dalle medie per mercato, riportate nella tabella seguente, si conferma una certa disomogeneità tra i livelli di compenso medio corrisposto ai NED, con picchi evidenti in **Svizzera** e **Spagna**. I valori assoluti, però, non sono sufficienti a dimostrare un'assenza di adeguatezza o proporzionalità. Quest'ultimo principio sembrerebbe generalmente rispettato, rapportando i compensi medi dei NED alla **capitalizzazione media di mercato**, criterio per il quale non si riscontrano valori anomali. Tale risultato può essere però fortemente influenzato dall'elevata variabilità, non solo dei compensi attribuiti ma anche della stessa capitalizzazione delle società incluse nel campione in ciascun mercato: ad esempio, il Regno Unito include società che vanno da una capitalizzazione di circa € 4 miliardi (Reckitt Benckiser) a € 236 miliardi (AstraZeneca), mentre la Svizzera da € 14 miliardi (Logitech) a € 208 miliardi (Nestlé), o la Spagna da € 9 miliardi (Redeia) a € 164

miliardi (Inditex). Per l'analisi della proporzionalità rispetto alla capitalizzazione, si rimanda ad un successivo paragrafo dedicato all'individuazione dei singoli "valori anomali", in cui sono prese in considerazione tutte le società del campione, rapportandone i compensi con le varie dimensioni analizzate.

Tabella 5: Valori medi per mercato

Paese	Compenso NED	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)	Compenso NED / Salari medi	Compenso NED per riunione
Svizzera	515.921	9,6	7,7	33.826
Spagna	394.219	12,5	7,4	19.442
Irlanda	323.622	4,7	5,4	26.916
Regno Unito	262.766	11,0	4,0	21.542
Germania	218.227	6,6	2,8	18.943
Paesi Bassi	196.154	7,3	2,7	14.756
Danimarca	193.461	7,7	2,7	11.961
Italia	188.204	8,5	2,8	7.152
Finlandia	173.566	10,1	2,5	9.989
Svezia	148.314	5,1	2,5	8.081
Francia	135.200	3,5	2,1	9.442

Isolando i soli "valori anomali" in eccesso, i mercati che registrano i compensi maggiormente sproporzionati sono **Svizzera** e **Spagna**, dove le anomalie si riscontrano anche riguardo al rapporto con i salari medi dei dipendenti (Svizzera e Spagna) ed il numero medio di riunioni (Svizzera). Di contro, le medie per mercato non indicano "valori anomali" in rapporto alla capitalizzazione.

All'opposto, i compensi apparentemente più moderati si riscontrano in **Francia**, dove i NED sono pagati proporzionalmente meno dei colleghi europei anche in rapporto alle dimensioni societarie, ai salari medi dei dipendenti ed alle riunioni.

L'unico indicatore in cui si riscontra una certa uniformità è il rapporto tra compensi dei NED e **salari medi dei dipendenti**. In 7 degli 11 mercati analizzati, infatti, le differenze appaiono minime, in quanto tale rapporto si colloca tra 2,1 (**Francia**) e 2,8 (**Germania**). Oltre ai già richiamati valori anomali di **Svizzera** (7,7) e **Spagna** (7,4), gli altri due mercati in cui si riscontra un certo disallineamento sono l'**Irlanda** (5,4) e il **Regno Unito** (4,0).

L'assenza di proporzionalità tra compensi dei NED e salari medi non appare giustificata dai livelli di questi ultimi. Dei 4 Paesi con i rapporti più elevati, solo la Spagna presenta salari medi inferiori a quanto riscontrato nell'intero campione (€ 61.065 rispetto ad una media complessiva di € 74.971). Peraltro, altri mercati che presentano salari inferiori alla media del campione presentano livelli di compenso per i NED decisamente inferiori alla Spagna: in **Danimarca** (salari medi di € 60.765) il rapporto è di 2,7, mentre in **Svezia** (€

62.981) è di 2,5. Il disallineamento può quindi essere spiegato da fattori culturali e da un ruolo maggiormente orientato alla gestione, piuttosto che al controllo, attribuito al Consiglio di Amministrazione.

Al contrario, un elemento di moderazione dei compensi dei NED appare essere l'attribuzione di **gettoni di presenza**. Come evidenziato nell'analisi comparativa dei Codici di autodisciplina, infatti, in **Francia** si raccomanda di basare i compensi in maniera prevalente sulla partecipazione effettiva alle riunioni, sia del Board che dei comitati interni. Tale pratica ha portato le società locali a determinare un emolumento significativamente inferiore che nel resto d'Europa (spesso pari a zero), e conseguentemente compensi corrisposti mediamente inferiori.

Analisi per settore

Nell'analisi per settore è stato eliminato il confronto tra compenso medio e riunioni, in quanto l'attribuzione o meno di gettoni di presenza è fortemente legata al Paese di residenza (variando da nessuna in Svezia e l'8% in Svizzera, fino al 96% delle società in Francia), e quindi trasversale tra tutti i settori.

Tabella 6: Analisi dei compensi medi per settore

Settore	Compenso NED	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)	Compenso NED / Salari medi
Financials	304.436	7,6	4,1
Materials	286.851	7,5	4,3
Health Care	265.718	6,4	2,7
Energy	256.324	9,5	3,3
Industrials	232.830	6,8	3,6
Consumer Staples	214.135	9,2	4,2
Consumer Discretionary	207.954	8,8	4,1
Utilities	206.453	8,9	3,0
Information Technology	203.930	6,2	3,4
Communication Services	187.769	10,3	2,7

Al contrario di quanto riscontrato nell'analisi per Paese, l'analisi per settore evidenzia una maggiore uniformità e proporzionalità. Come già evidenziato nell'analisi delle politiche di remunerazione, il **settore finanziario** si conferma essere quello con i compensi maggiori (€ 304.436), che aumentano ulteriormente isolando i **gruppi bancari** (€ 343.294).

Nessun "valore anomalo" si riscontra nell'analisi per settore, almeno considerando i dati in aggregato. Tale risultato evidenzia come **il livello dei compensi dei NED dipenda in**

maniera prevalente dalle pratiche locali e, all'interno dei singoli mercati, da altre **caratteristiche della governance societaria**.

Nonostante le differenze tra i diversi settori risultino più smussate, risaltano alcune sproporzioni rispetto ai criteri di confronto. Nonostante risultino mediamente i più bassi, e in linea con il livello medio dei salari dei dipendenti, i compensi medi dei NED appaiono leggermente sproporzionati rispetto alle dimensioni societarie (misurate in termini di capitalizzazione) sia nel settore **Communication Services** (10,7 per milione di euro di capitalizzazione) che nell'**Energy** (9,5).

Analisi per struttura proprietaria

Come segnalato nelle premesse e nella nota metodologica, l'analisi intende sia indagare sull'allineamento o meno delle pratiche ai principi di buona governance, che individuare i fattori che possono influenzare maggiormente la definizione dei compensi dei Consiglieri non esecutivi. L'indagine è stata quindi estesa, oltre che al mercato ed al settore di riferimento, anche ad alcune caratteristiche di governo societario, come: la struttura proprietaria della società, le caratteristiche del Presidente, il livello di indipendenza e di diversità all'interno del Board.

Nell'analisi della struttura proprietaria è stata presa in considerazione la percentuale di controllo dei diritti di voto detenuta da azionisti rilevanti. Sono esclusi dalla definizione di "azionista rilevante" gli investitori istituzionali che detengono le partecipazioni, ancorché rilevanti (ovvero superiori alle soglie previste per le comunicazioni al mercato), esclusivamente nell'ambito della propria attività caratteristica (di fatto, le società di gestione del risparmio e i fondi pensione).

La tabella seguente riporta i valori medi riscontrati raggruppando le società del campione per diversi livelli di controllo:

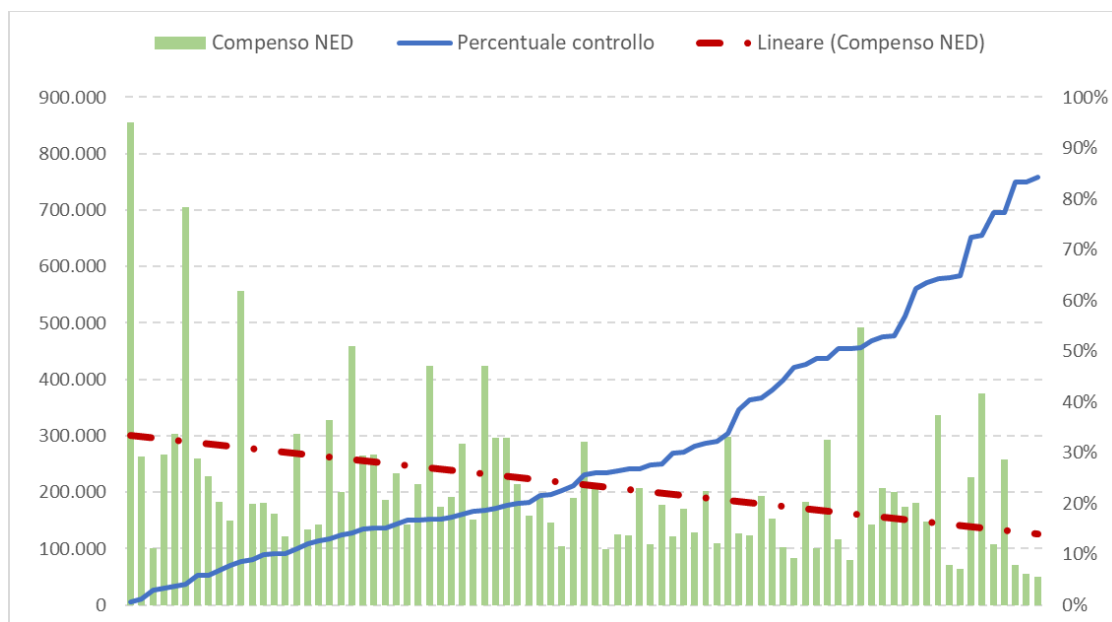
- a) Meno del 10% del totale dei diritti di voto: si tratta sostanzialmente di *public company*, in cui nessun azionista è in grado, da solo, di determinare gli esiti assembleari o nominare membri del Board;
- b) Oltre il 10% ma meno del 20%: presenza di azionisti rilevanti che hanno il potere di nominare membri del Board, ma senza necessariamente la capacità di determinare, da soli, gli esiti assembleari;
- c) Tra il 20% ed il 39%: azionisti che possono esercitare un controllo di fatto, mediante la capacità di determinare gli esiti assembleari almeno riguardo alle risoluzioni che necessitano maggioranze qualificate;
- d) Dal 40% in poi: società soggette al controllo di azionisti che possono, da soli, determinare l'esito di qualsiasi risoluzione assembleare.

Tabella 7: Compenso dei NED per struttura proprietaria

Diritti di voto dei maggiori azionisti	Compenso medio NED	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)	Compenso NED / Salari medi
< 10%: public company	286.639	8,8	4,3
10 - 19%: influenza rilevante	240.063	9,4	3,5
20 - 39%: influenza notevole	172.513	6,5	2,5
40 - 85%: controllo	169.825	5,1	2,9

L'analisi dei compensi medi rispetto alla struttura proprietaria evidenzia un andamento tendenzialmente decrescente all'aumentare della concentrazione azionaria. La tendenza decrescente appare ancora più evidente nel grafico seguente, che rappresenta i compensi medi di tutte le società analizzate (barre verticali), in rapporto alla percentuale di controllo dei maggiori azionisti (linea continua). Al di là di "valori anomali" che possono essere riscontrati tra le *public company* con nessun azionista rilevante (escluse dalla rappresentazione grafica perché tutte con lo stesso livello di concentrazione, ovvero pari allo 0%), la linea di tendenza indica un evidente calo dei compensi dei NED all'aumentare della concentrazione azionaria.

Figura 3: Compensi dei NED al crescere della concentrazione azionaria



Tale risultato può avere due chiavi interpretative, collegate al comportamento del Board: da una parte, può indicare il maggior **potere decisionale del Board** nelle *public companies*; dall'altra, una maggiore **attenzione dell'azionista di controllo al contenimento dei costi** della governance.

Un'ulteriore possibile spiegazione di questa tendenza è però collegabile alla **composizione stessa dei Board**. Al rafforzarsi del potere di controllo, infatti, tende ad aumentare anche il numero di rappresentanti dell'azionista rilevante nel Board, che sono generalmente remunerati dall'azionista stesso per il ruolo ricoperto nella società. È il caso, ad esempio, di dirigenti del gruppo di controllo, che ricoprono la carica di Consigliere nella società quotata proprio nell'ambito della propria attività lavorativa, oppure di membri della famiglia di controllo, che ricevono un compenso per la carica dalla natura stessa del proprio status di azionista di controllo, attraverso la distribuzione dei dividendi. L'analisi incrociata tra livelli di controllo e tasso medio di Consiglieri indipendenti conferma questa ulteriore interpretazione: l'indipendenza tende a diminuire, e conseguentemente tende ad aumentare il numero di rappresentati degli azionisti, al crescere della percentuale di controllo.

Tabella 8: Struttura proprietaria e indipendenza del Board

Diritti di voto dei maggiori azionisti	Compenso medio NED	% media Consiglieri indipendenti
< 10% - public company	286.639	78%
10 - 19% - influenza rilevante	240.063	70%
20 - 39% - influenza notevole	172.513	65%
40 - 85% - controllo	169.825	56%

Non si riscontra, invece, una correlazione evidente tra la struttura proprietaria e gli altri due parametri presi in considerazione per misurare la proporzionalità dei compensi, ovvero il rapporto dei compensi con la capitalizzazione di mercato (in milioni di euro) e con i salari medi dei dipendenti del gruppo. Ovvero, il rispetto dei principi di proporzionalità non appare dipendente dal grado di influenza che possono esercitare gli azionisti rilevanti.

Analisi per composizione del Board

Come già parzialmente anticipato nelle analisi precedenti, la definizione dei compensi dei NED e il diverso grado di allineamento ai principi di proporzionalità e adeguatezza, appaiono influenzati principalmente dal contesto del mercato di riferimento e dalla struttura di governance societaria. A quest'ultimo riguardo, si è già riscontrata una certa correlazione tra livello di indipendenza del Board e ammontare dei compensi, anche se collegato principalmente al grado di influenza esercitata da singoli azionisti. In questa analisi è stata considerata la valutazione di indipendenza effettuata da ciascuna società, che può risentire delle diverse definizioni adottate dai Codici di autodisciplina locali. Occorre evidenziare che i risultati non cambiano in maniera sostanziale applicando le

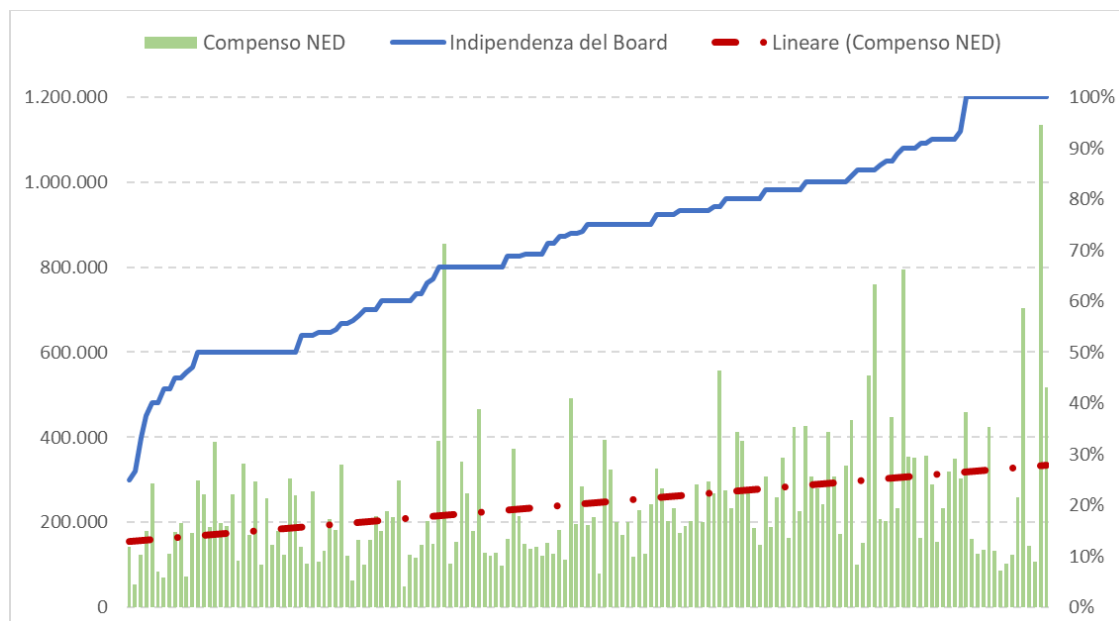
definizioni di indipendenza più stringenti adottate da Frontis Governance per tutti i mercati analizzati.

Un certo grado di correlazione è confermato anche dal confronto dei compensi medi dei NED per differenti soglie di indipendenza del Board, così come dal grafico che include tutte le 160 società analizzate. A differenza di quanto effettuato per l'analisi della concentrazione azionaria, allorquando sono state escluse dalla rappresentazione grafica le *public company* perché presentavano tutte lo stesso parametro pari a 0, in questo caso sono riportate tutte le società incluse nel campione.

Tabella 9: Compenso medio dei NED per livello di indipendenza del Board

Indipendenza nel Board	Compenso medio NED	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)	Compenso NED / Salari medi
< 50%	141.229	3,88	1,96
50%	226.787	4,86	3,25
51% - 65%	167.060	7,60	2,64
66% - 75%	225.656	7,88	3,78
> 75%	303.068	9,56	4,37

Figura 4: Compensi dei NED al crescere dell'indipendenza



Al pari di quanto visto nell'analisi per struttura proprietaria, non si riscontra alcuna significatività nella correlazione tra livello di indipendenza del Board e i parametri utilizzati per misurare la proporzionalità dei compensi con dimensioni e complessità, ovvero il rapporto con la capitalizzazione di mercato o i salari medi dei dipendenti del gruppo.

Un altro elemento che si è analizzato come potenzialmente influente sulle dimensioni dei compensi del Board, ed eventualmente anche sull'allineamento di questi alle *best practices*, è la **caratteristica del Presidente**. Si è quindi verificato se le pratiche societarie variano in maniera sensibile a seconda che il ruolo sia ricoperto: da un Consigliere indipendente, da un Consigliere non esecutivo ma non indipendente (ad esempio, perché rappresentante di azionisti rilevanti o perché la durata della carica eccede i limiti per l'indipendenza previsti dal Codice di riferimento), dal CEO o comunque da un soggetto con un ruolo esecutivo, o da un ex-dirigente (o ex-CEO) della società.

Tabella 10: Compenso medio NED per caratteristiche del Presidente

Presidente	Compenso medio NED	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)	Compenso NED / Salari medi
Indipendente	249.678	9,1	3,6
Non esecutivo, non indipendente	191.554	7,6	2,6
Ex-dirigente (incluso ex-CEO)	270.678	5,4	4,6
Esecutivo (incluso CEO)	247.281	5,5	4,1

Dalla tabella che precede, risulta evidente una certa influenza sul compenso dei NED solo da parte di Presidenti non esecutivi ma non indipendenti, in presenza dei quali si riscontrano compensi medi di oltre il 20% inferiori rispetto al totale del campione. In effetti, questo risultato sembrerebbe confermare quanto visto in precedenza, con riferimento al livello di concentrazione azionaria ed all'indipendenza del Board: oltre la metà di società rientranti in questa categoria (il 65%) è soggetta al controllo o all'influenza notevole di singoli azionisti, che risultano maggiormente attenti ai costi di governance ed esprimono spesso anche il Presidente del Board.

Nessuna correlazione può essere riscontrata riguardo alla proporzione tra compensi dei NED e salari medi, mentre si evidenzia un elevato disallineamento con il principio di proporzionalità rispetto alle dimensioni, quando il Presidente non ricopre un ruolo esecutivo o quando non è un ex-dirigente della società. Quando il Presidente è indipendente, il rapporto medio è di 9,1 per milione di euro di capitalizzazione, a conferma di un maggior "potere" del Board nelle *public company* (64% delle società con Presidente indipendente). Una certa "sproporzione" rispetto alla capitalizzazione si riscontra però anche nei casi in cui il Presidente non è né esecutivo né indipendente (7,6 per milione di capitalizzazione), principalmente a causa delle dimensioni più contenute delle società che rientrano in questa categoria: in media € 43 miliardi, contro € 60 miliardi dell'intero campione.

Analisi della coerenza con i principi di proporzionalità e adeguatezza

Le analisi svolte nei paragrafi precedenti hanno evidenziato una profonda disomogeneità nelle metodologie utilizzate dalle società quotate nella definizione dei compensi dei NED, individuando però i fattori che appaiono maggiormente influenti nel determinarne importo e struttura:

- La cultura locale di mercato, esplicitata nelle raccomandazioni contenute nei Codici di autodisciplina di riferimento;
- La struttura proprietaria, evidenziando come azionisti di controllo o con influenza notevole siano più attenti ai “costi della governance” e mirino a mitigare il compenso dei Consiglieri non esecutivi;
- Direttamente collegato al precedente, la maggiore presenza di Consiglieri indipendenti, più frequente in *public companies*, tende ad attribuire un ruolo più attivo del Board nella direzione e monitoraggio del management, attribuendo di conseguenza compensi maggiori.

Ciononostante, le analisi svolte finora non hanno consentito di verificare l’effettivo allineamento delle pratiche societarie ai principi internazionalmente riconosciuti nelle buone pratiche di governance, ovvero l’adeguatezza e la proporzionalità con dimensioni societarie, complessità dell’incarico e impegno richiesto.

Prima di passare all’analisi dei valori relativi, può essere interessante riportare i “valori anomali” riscontrati tra i compensi in termini assoluti, per poi verificare, mediante le analisi di confronto con le varie caratteristiche aziendali, se un compenso che può apparire “eccessivo” di per sé, possa invece essere giustificato proprio dal rispetto dei principi di proporzionalità e adeguatezza.

Mediante l’utilizzo del metodo dell’intervallo interquartile (“IQR-Tukey”), è stato possibile identificare 22 “valori anomali” in eccesso, che sono riportati nella tabella che segue.

Tabella 11: Società con compensi medi NED oltre la soglia dei “valori anomali”

Società	Paese	Settore	Compenso medio NED
UBS Group	Svizzera	Financials	1.133.305
Banco Santander	Spagna	Financials	854.477
Aercap Holdings	Paesi Bassi	Industrials	793.360
Nestlé	Svizzera	Consumer Staples	760.512
Novartis	Svizzera	Health Care	704.658
Iberdrola	Spagna	Utilities	556.250
HSBC Holdings	Regno Unito	Financials	545.849
Zurich Insurance Group	Svizzera	Financials	517.818
Richemont	Svizzera	Consumer Discretionary	491.990
Repsol	Spagna	Energy	467.000
ABB	Svizzera	Industrials	458.457
Sika	Svizzera	Materials	448.263
Barclays	Regno Unito	Financials	440.451
AON	Irlanda	Financials	426.101
Standard Chartered	Regno Unito	Financials	423.453
Givaudan	Svizzera	Materials	423.055
Linde	Irlanda	Materials	413.068
Rio Tinto	Regno Unito	Materials	411.583
Glencore	Regno Unito	Materials	393.697
BBVA	Spagna	Financials	392.043
Lloyds Banking Group	Regno Unito	Financials	391.643
Deutsche Bank	Germania	Financials	388.750

All'estremo opposto, si riportano di seguito 6 società in cui i compensi dei NED appaiono decisamente bassi, se confrontati con le pratiche europee, in quanto inferiori a un terzo della media riscontrata nel campione (ovvero, inferiori a € 81.300).

Tabella 12: Società con i compensi medi NED inferiori

Società	Paese	Settore	Compenso medio NED
Ferrari	Paesi Bassi	Consumer Discretionary	79.972
Campari Group	Paesi Bassi	Consumer Staples	71.483
Dassault Systemes	Francia	Information Technology	70.397
LVMH	Francia	Consumer Discretionary	64.060
Hermes International	Francia	Consumer Discretionary	54.883
Exor	Paesi Bassi	Financials	50.066

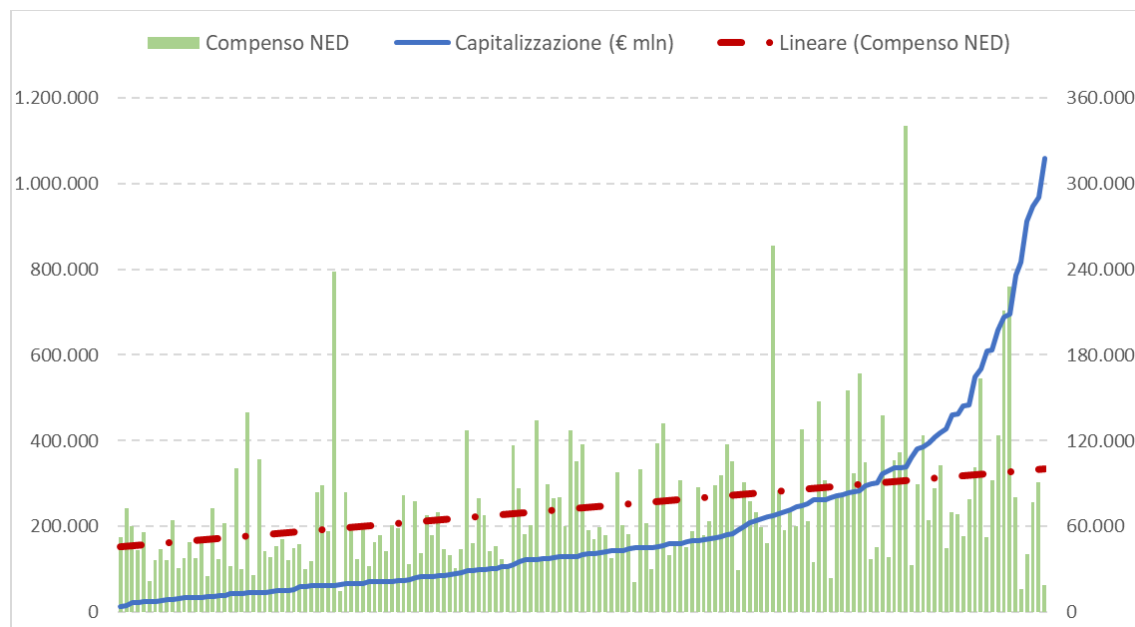
Questi primi dati confermano quanto già verificato nell'analisi delle politiche di remunerazione, ovvero una forte influenza della cultura di mercato: mentre la quasi totalità delle società con compensi "eccessivi" si trova in Svizzera (8 società), Regno Unito (6), Spagna (4) e Irlanda (2), solo due mercati sono rappresentati tra quelle con i valori inferiori, ovvero Francia (3) e Paesi Bassi (3). Occorre tuttavia evidenziare che tutte le società olandesi riportate sono in di fatto italiane (Ferrari, Campari ed Exor), in quanto le principali sedi operative e gli azionisti di controllo sono residenti in Italia.

Anche la distribuzione settoriale appare tuttavia alquanto concentrata, soprattutto riguardo ai "valori anomali" in eccesso, con oltre la metà delle società appartenenti a due soli settori: Financials (10 società su 22) e Materials (5).

Come più volte evidenziato, i dati assoluti non consentono di verificare l'adeguatezza e proporzionalità dei compensi. Nel prosieguo, si analizzerà quindi la correlazione tra compensi dei NED e tre variabili indipendenti, selezionate come indicatori di dimensioni, complessità e impegno: capitalizzazione di mercato alla chiusura dell'ultimo esercizio (in milioni di euro), salari medi dei dipendenti e numero medio di riunioni tenute da Board e principali Comitati. L'analisi consentirà anche di individuare le caratteristiche delle società che presentano "valori anomali", ovvero in contrasto con il terzo principio condiviso, ovvero quello dell'adeguatezza.

Il grafico che segue indica un certo grado di correlazione tra compensi medi dei NED e le dimensioni aziendali, espresse dalla **capitalizzazione di mercato**.

Figura 5: Compenso medio dei NED al crescere della capitalizzazione



Ciononostante, appare ancora evidente la forte volatilità nella definizione dell'importo. Prendendo in considerazione il rapporto tra compensi e capitalizzazione in milioni di euro,

si possono individuare 21 “valori anomali” in eccesso (pari al 13% del totale), ovvero che risultano sproporzionati rispetto alla capitalizzazione nel confronto con le altre società del campione, di cui si riporta di seguito l’elenco.

Tabella 13: Società con “valori anomali” in eccesso in rapporto alla capitalizzazione

Società	Paese	Settore	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)
Reckitt Benckiser Group	Regno Unito	Consumer Staples	56,3
Burberry Group	Regno Unito	Consumer Discretionary	42,9
Aercap Holdings	Paesi Bassi	Industrials	42,2
Repsol	Spagna	Energy	34,5
Kingfisher	Regno Unito	Consumer Discretionary	31,5
Logitech International	Svizzera	Information Technology	25,9
Sainsbury (J)	Regno Unito	Consumer Staples	25,5
Genmab	Danimarca	Health Care	25,4
Redeia Corporacion	Spagna	Utilities	24,0
Scout24	Germania	Communication Services	22,6
WPP	Regno Unito	Communication Services	22,2
United Utilities Group	Regno Unito	Utilities	17,7
Banco BPM	Italia	Financials	17,5
Smith & Nephew	Regno Unito	Health Care	16,3
SGS	Svizzera	Industrials	16,2
Stora Enso	Finlandia	Materials	15,9
FinecoBank	Italia	Financials	15,9
Aviva	Regno Unito	Financials	15,3
Standard Chartered	Regno Unito	Financials	14,6
Legal & General Group	Regno Unito	Financials	14,2
Zalando	Germania	Consumer Discretionary	14,2

Di contro, si evidenziano 6 società in cui il rapporto è pari o inferiore a 1 euro per milione di capitalizzazione, notevolmente inferiore a quanto riscontrato nel campione.

Tabella 14: Società con compenso medio dei NED inferiore a € 1 per milione di capitalizzazione

Società	Paese	Settore	Compenso NED / Capitalizzazione (€ mln)
Ferrari	Paesi Bassi	Consumer Discretionary	1,0
L'Oreal	Francia	Consumer Staples	1,0
Novo Nordisk	Danimarca	Health Care	0,9
ASML Holding	Paesi Bassi	Information Technology	0,5
Hermes International	Francia	Consumer Discretionary	0,2
LVMH	Francia	Consumer Discretionary	0,2

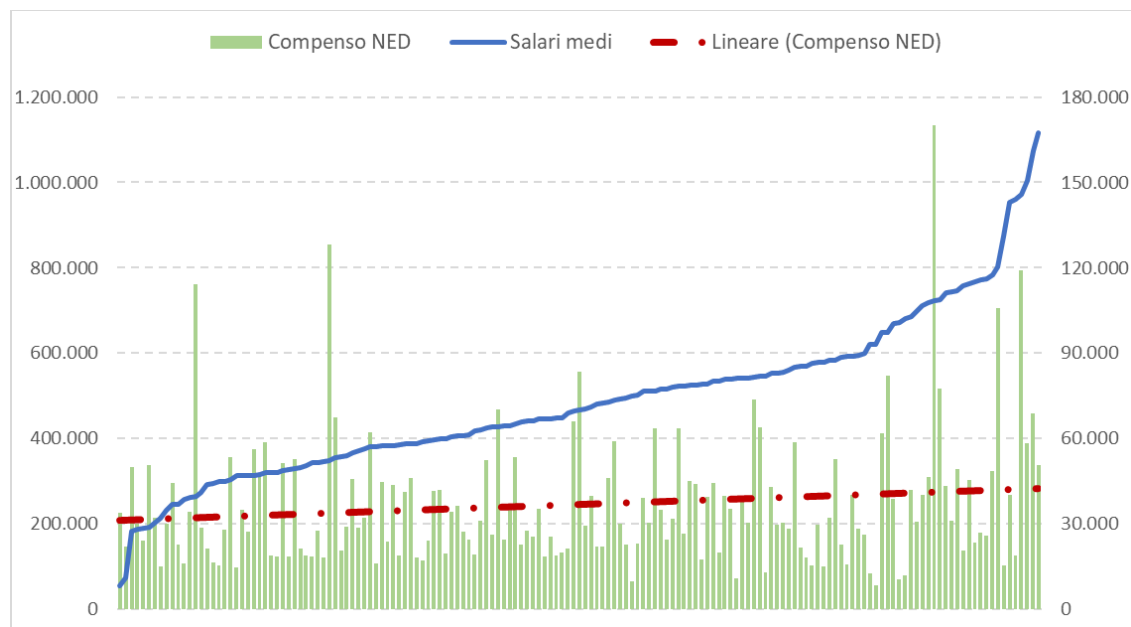
Nonostante la grande eterogeneità delle realtà che presentano “valori anomali”, le tabelle che precedono presentano dei dati che possono essere utili a delineare i profili più frequenti delle società disallineate al principio di proporzionalità rispetto alle dimensioni:

1. Come anche facilmente intuibile, compensi sproporzionati rispetto alle dimensioni si riscontrano più frequentemente nelle **società di dimensioni minori**: la media della capitalizzazione delle 21 società con valori anomali in eccesso è infatti di € 11,9 miliardi, contro i circa € 60 miliardi del totale del campione. Tale dato può indicare che, seppure esista un certo grado di proporzionalità, **i compensi dei NED tendono comunque ad allinearsi verso l'alto**, ovvero sono definiti almeno in linea con le medie del mercato, indipendentemente dalle dimensioni societarie.
2. Nonostante la grande diffusione geografica, l'incidenza di “valori anomali” sembra particolarmente **accentuata in determinati mercati**, come il **Regno Unito**, dove il 27% delle società presentano una sproporzione in eccesso, la **Spagna** (22%) e la **Svizzera** (17%), a dispetto di una capitalizzazione media delle società analizzate almeno pari al resto del campione. Un maggiore livello di concentrazione geografica si osserva anche per i valori inferiori: il 12% delle società residenti in **Francia** presenta un rapporto inferiore a € 1 di compenso per milione di capitalizzazione, percentuale che aumenta al 40% allargando l'analisi alle 20 società con il rapporto inferiore (< 1,7), confermando tale mercato come quello con i compensi più moderati per i NED.
3. Di contro, non si riscontra alcun possibile collegamento con il settore di riferimento, in quanto la diffusione dei “valori anomali” risulta assolutamente **omogenea tra tutti i settori analizzati**.

Come ulteriore parametro di riferimento per la verifica del principio di proporzionalità, è stato considerato il **rapporto con i salari medi** dei dipendenti, che possono essere considerati come indicatore della complessità: settori che necessitano di più elevate professionalità, o che comportano maggiori rischi e responsabilità, tendono naturalmente a corrispondere salari più elevati anche ai dipendenti. Il confronto con i salari medi può

inoltre essere utilizzato anche come indicatore dell'adeguatezza dei compensi in rapporto al costo della vita nei mercati di riferimento. Il grafico seguente mostra, infatti, una linea di tendenza sostanzialmente piatta ed una distribuzione quasi totalmente casuale nel rapporto tra compensi dei NED e salari medi dei dipendenti.

Figura 6: Compensi medi NED al crescere dei salari medi dei dipendenti



Anche in questo caso, tuttavia, è possibile individuare 19 “valori anomali” in eccesso, ovvero che superano il rapporto di 6,0 volte i salari medi dei dipendenti, come definito utilizzando il metodo dell'intervallo interquartile (“IQR-Tukey”).

Tabella 15: Società con “valori anomali” in eccesso in rapporto ai salari medi dei dipendenti

Società	Paese	Settore	Compenso NED / Salari medi
Nestlé	Svizzera	Consumer Staples	19,1
Banco Santander	Spagna	Financials	16,4
TE Connectivity	Svizzera	Information Technology	12,1
Inditex	Spagna	Consumer Discretionary	11,7
UBS Group	Svizzera	Financials	10,5
Sika	Svizzera	Materials	8,4
BBVA	Spagna	Financials	8,2
SGS	Svizzera	Industrials	8,1
Prosus	Paesi Bassi	Consumer Discretionary	8,0
Iberdrola	Spagna	Utilities	8,0
Logitech International	Svizzera	Information Technology	7,8
Repsol	Spagna	Energy	7,3
Linde	Irlanda	Materials	7,2
Kingfisher	Regno Unito	Consumer Discretionary	7,1
Natwest Group	Regno Unito	Financials	7,1
Eaton Corporation	Irlanda	Industrials	7,0
Compass Group	Regno Unito	Consumer Discretionary	7,0
Johnson Controls	Irlanda	Industrials	6,8
Barclays	Regno Unito	Financials	6,3

Appare interessante notare come, nelle 5 società con i valori maggiori, il rapporto rispetto ai dipendenti sia superiore all’idea, ormai utopistica, di un rapporto massimo di 10 a 1 tra gli stipendi dei top managers e salari dei dipendenti. Di fatto, in Nestlé, Banco Santander, TE Connectivity, Inditex e UBS Group, i Consiglieri non esecutivi sarebbero pagati almeno quanto normalmente dovrebbe essere corrisposto a un dirigente, sollevando perplessità riguardo il principio di adeguatezza, inteso come limite per evitare di compromettere l’indipendenza di giudizio del NED.

Nei seguenti 9 casi, al contrario, i Consiglieri non esecutivi ricevono mediamente un compenso inferiore ai salari medi dei dipendenti, indicando una chiara anomalia al ribasso.

Tabella 16: Società con compensi medi NED inferiori ai salari medi dei dipendenti

Società	Paese	Settore	Compenso NED / Salari medi
Recordati	Italia	Health Care	0,9
Campari Group	Paesi Bassi	Consumer Staples	0,9
Unibail-Rodamco-Westfield	Francia	Real Estate	0,9
LVMH	Francia	Consumer Discretionary	0,9
Ferrari	Paesi Bassi	Consumer Discretionary	0,8
Adyen	Paesi Bassi	Information Technology	0,8
Dassault Systemes	Francia	Information Technology	0,7
Hermes International	Francia	Consumer Discretionary	0,6
3i Group	Regno Unito	Financials	0,5

Il confronto con i salari medi evidenzia una sorta di **polarizzazione geografica** ancora più evidente, rispetto a quanto riscontrato nel disallineamento rispetto alle dimensioni: addirittura il 56% delle società residenti in **Spagna** (5 su 9 analizzate) ed il 50% di quelle in **Svizzera** (6 su 12) presentano i più elevati livelli di disparità di trattamento tra Consiglieri e dipendenti. Mentre in Spagna potrebbe parzialmente essere giustificato da salari medi inferiori al resto dei mercati analizzati (circa € 61.000, rispetto a una media complessiva di € 75.000), in Svizzera, dove i salari medi sono ai livelli più elevati (circa € 83.500) tale risultato è un chiaro indicatore di un'assenza di proporzionalità, almeno nel confronto con le pratiche europee.

Sul lato opposto, si colloca ancora una volta la **Francia**, dove il 16% delle società remunera i Consiglieri non esecutivi mediamente meno dei dipendenti. Occorre poi evidenziare che due delle società residenti nei Paesi Bassi che mostrano i rapporti inferiori hanno infatti le sedi operative principalmente, se non esclusivamente, in **Italia** (Campari e Ferrari). Prendendo come riferimento il principale Paese di residenza dei dipendenti, l'Italia si collocerebbe al primo posto in questa speciale classifica, con il 19% di società (3 su 16) che remunerano i NED mediamente meno che i dipendenti.

Anche in questo caso, i settori appaiono uniformemente distribuiti tra valori anomali in eccesso o in difetto, indicando come l'allineamento o meno ai principi generali non dipenda in alcun modo dal settore di attività.

L'ultima analisi effettuata mira a verificare l'allineamento all'ultimo principio generalmente riconosciuto: l'adeguatezza dei compensi in **rapporto all'impegno richiesto**. A tale scopo, i compensi dei NED sono stati rapportati al **numero di riunioni** tenute dal Board più la media di riunioni dei Comitati consiliari maggiormente diffusi presso le società quotate europee di grandi dimensioni: Comitato Controllo e Rischi, Comitato Nomine, Comitato Remunerazioni e Comitato Sostenibilità. La scelta di considerare la media delle riunioni dei principali Comitati, anziché il totale delle riunioni

tenute dai Comitati in ciascuna società, è dettata dalla necessità di stimare in maniera più precisa ed omogenea il compenso medio di ciascun Consigliere per riunione. Il numero di Comitati può infatti variare profondamente a seconda dei mercati e dei settori, nonché delle caratteristiche specifiche di ciascuna società. Focalizzare l'analisi solo sui Comitati raccomandati da pressoché tutti i Codici di autoregolamentazione, e prendere come riferimento il numero medio di riunioni, ha consentito di stimare il compenso medio di un ipotetico Consigliere che sia membro di un solo Comitato, casistica peraltro molto frequente.

Anche in questo caso, l'analisi evidenzia una spiccata **eterogeneità tra i vari sistemi di governance, non solo in termini di compensi medi ma anche di frequenza delle riunioni consiliari**: per quanto riguarda il Board, si va da un minimo di 4 riunioni (E.On, Ferrari, Glencore ed LVMH), fino a picchi di 30 in Deutsche Boerse e 32 in UBS; mentre i Comitati principali si sono mediamente riuniti meno di 3 volte in Assa Abloy, BASF, Ferrari e RWE, e oltre 20 in Banco BPM e Intesa Sanpaolo. In questo senso, si assiste ad una certa **caratterizzazione geografica**, con i mercati anglosassoni, come Regno Unito e Irlanda, e mitteleuropei, come Germania e Paesi Bassi, che tendono a riunirsi relativamente meno (circa 8 riunioni del Board e 5 per Comitato), contro mercati latini, come Italia e Spagna, dove le riunioni sono particolarmente frequenti (rispettivamente, 14 e 13 riunioni del Board, e 13 e 9 riunioni per Comitato). Una simile caratterizzazione si può riscontrare **anche a livello settoriale**, con i settori maggiormente regolamentati, come i Financials, che tendono a riunire gli organi societari con maggiore frequenza rispetto agli altri: circa 13 volte il Board e 8 volte ciascun Comitato.

L'analisi delle anomalie ha consentito di individuare 15 società in cui i NED appaiono remunerati in maniera eccessiva rispetto all'impegno richiesto, almeno nel confronto con le società europee di grande capitalizzazione.

Tabella 17: Società con “valori anomali” in eccesso in rapporto alle riunioni medie

Società	Paese	Settore	Compenso NED per riunione
Richemont	Svizzera	Consumer Discretionary	53.188
Glencore	Regno Unito	Materials	52.493
Aercap Holdings	Paesi Bassi	Industrials	48.573
Linde	Irlanda	Materials	43.481
Nestlé	Svizzera	Consumer Staples	42.846
Novartis	Svizzera	Health Care	42.280
Eaton Corporation	Irlanda	Industrials	36.681
Rio Tinto	Regno Unito	Materials	36.585
AON	Irlanda	Financials	36.523
ABB	Svizzera	Industrials	35.266
E.ON	Germania	Utilities	34.226
Givaudan	Svizzera	Materials	33.399
Prosus	Paesi Bassi	Consumer Discretionary	33.246
BASF	Germania	Materials	33.132
Zurich Insurance Group	Svizzera	Financials	32.364

All’opposto, sono state individuate 9 società dove il compenso medio per l’impegno richiesto risulta decisamente inferiore alle pratiche di mercato, ovvero meno di un terzo di quanto corrisposto ai colleghi europei per ciascuna riunione del Board e del Comitato.

Tabella 18: Società con i compensi medi per riunione inferiori

Società	Paese	Settore	Compenso NED per riunione
Banco BPM	Italia	Financials	5.050
Bureau Veritas	Francia	Industrials	4.918
Prysmian	Italia	Industrials	4.796
Campari Group	Paesi Bassi	Consumer Staples	4.766
Swedbank	Svezia	Financials	4.746
Dassault Systemes	Francia	Information Technology	4.542
Neste	Finlandia	Energy	4.455
Hermes International	Francia	Consumer Discretionary	4.222
Recordati	Italia	Health Care	3.990

Come già riscontrato nelle analisi svolte in precedenza, il fattore geografico appare essere quello maggiormente determinante. Se, però, la **Svizzera** si conferma essere la più rappresentata nei “valori anomali” in eccesso (ben 6 società su 15), scompare dall’elenco la Spagna, dove evidentemente i compensi notevolmente superiori alle medie europee

sono parzialmente giustificati dall'impegno richiesto ai Consiglieri. Dal punto di vista dei settori, invece, appare maggiormente marcata l'"anomalia" delle Materials, che contano ben 5 società (su 12 analizzate del settore) in cui i compensi non appaiono pienamente giustificati dall'impegno richiesto.

Al contrario, i mercati dove i Consiglieri appaiono non remunerati meno, rispetto all'impegno richiesto, si confermano l'**Italia** e la **Francia**, nonostante quest'ultimo mercato sia l'unico il cui Codice raccomanda di collegare i compensi prevalentemente alla presenza alle riunioni.

Conclusioni

L'analisi delle remunerazioni dei Consiglieri non esecutivi nelle principali società europee restituisce un quadro eterogeneo, dove prassi evolute di governance convivono con elementi ancora influenzati da tradizioni di mercato e struttura proprietaria. Sebbene i principi di proporzionalità, adeguatezza e tutela dell'indipendenza siano ormai ampiamente riconosciuti nelle *best practices* internazionali e nei codici di autodisciplina europei, la loro applicazione concreta è disomogenea.

Tre dinamiche emergono in modo particolarmente significativo:

1. **Il contesto di mercato rappresenta il driver principale dei livelli retributivi.**
Le differenze tra Paesi eccedono largamente quelle riscontrabili tra settori o modelli di governance. Mercati come Svizzera, Spagna e Regno Unito presentano compensi mediamente più elevati e modelli di Board più strutturati; Francia e Italia, invece, mantengono pratiche più conservative, spesso basate sui gettoni di presenza. Ciò riflette sia approcci culturali differenti, sia diverse aspettative in termini di ruolo e responsabilità dei NED.
2. **La struttura proprietaria influisce in maniera decisiva sulle scelte retributive.**
Nelle *public companies* – caratterizzate da maggiore dispersione proprietaria e più alto ricorso a profili indipendenti – i compensi tendono a essere più elevati e articolati. Nelle società controllate, invece, i livelli sono spesso inferiori, anche per la presenza di rappresentanti degli azionisti nel Board e per una maggiore attenzione al contenimento dei costi di governance. Questo fattore risulta più incisivo del settore e, in alcuni casi, perfino del mercato di appartenenza.
3. **Il principio di proporzionalità non trova un'applicazione pienamente coerente.**
La relazione tra compensi, dimensioni aziendali e complessità delle attività appare solo parzialmente confermata. Numerose società, soprattutto di medie dimensioni, presentano compensi non strettamente allineati alla loro capitalizzazione. Anche la coerenza con l'impegno richiesto è limitata: il numero di riunioni non risulta sistematicamente riflesso negli emolumenti. Il rapporto con i salari medi, infine, evidenzia forti polarizzazioni, più riconducibili ai diversi sistemi retributivi nazionali che a valutazioni strutturate della responsabilità del ruolo.

Nel complesso, il sistema europeo delle remunerazioni dei NED appare ancora in fase di consolidamento. Per investitori, Comitati Remunerazioni e *policy maker* ciò implica la necessità di un approccio più integrato, che combini:

- una valutazione qualitativa più approfondita del ruolo e dell'effettivo contributo dei NED;
- maggiore trasparenza nei criteri adottati per definire i compensi;

- un allineamento più stretto tra responsabilità, tempo dedicato e riconoscimento economico;
- una riflessione sulle implicazioni a lungo termine per la governance e la creazione di valore.

Solo un'evoluzione in questa direzione potrà garantire che la remunerazione dei Consiglieri non esecutivi sia non solo competitiva, ma coerente con la qualità del presidio di governance e con gli obiettivi di sostenibilità e valore nel lungo periodo.