L'annullamento delle azioni proprie: disciplina, problemi interpretativi e il caso Piaggio

Il contributo esamina l'annullamento delle azioni proprie nelle società per azioni, muovendo dalla disciplina codicistica dell'acquisto e della detenzione e dalla normativa di settore per le società quotate. L'indagine distingue i modelli dell'annullamento con e senza riduzione del capitale e ne ricostruisce il procedimento e gli effetti contabili. Particolare attenzione è dedicata alla tutela dei creditori, ai limiti della delega agli amministratori e alla prassi notarile. L'analisi si conclude con l'esame del caso Piaggio & C. S.p.A. e dei riflessi dell'operazione sugli equilibri tra maggioranza e minoranza.

Indice

Introduzione 3

1. Le azioni proprie nel sistema del Codice civile 4

2. L'annullamento delle azioni proprie: modelli e procedimento 7

3. Il dibattito dottrinale e gli orientamenti giurisprudenziali 10

4. Il caso Piaggio & C. S.p.A. 12

Conclusioni 16

Introduzione

Nel volgere di pochi decenni l'acquisto di azioni proprie è passato dall'essere un'operazione guardata con diffidenza, in quanto potenzialmente lesiva dell'integrità del capitale sociale e degli equilibri tra i soci, a ordinario strumento di gestione finanziaria, specie nelle società con azioni quotate. I programmi di riacquisto rispondono oggi a finalità eterogenee: la restituzione agli azionisti della liquidità eccedente, in alternativa ai dividendi, il sostegno della liquidità del titolo, la provvista di azioni al servizio di piani di incentivazione, la costituzione di un "magazzino" di titoli per operazioni straordinarie e, non sempre dichiaratamente, il consolidamento della posizione dell'azionista di riferimento.

La vicenda non si esaurisce, tuttavia, nell'acquisto. La detenzione dei titoli pone la società dinanzi all'alternativa tra conservarli, rimetterli in circolazione o annullarli, estinguendo definitivamente le partecipazioni corrispondenti. È a quest'ultima ipotesi che il presente scritto è dedicato. L'annullamento spiega effetti che trascendono la dimensione contabile, incidendo sulla distribuzione dei diritti amministrativi e patrimoniali tra i soci superstiti, la cui partecipazione si accresce in via proporzionale e automatica; nelle società con azioni prive di valore nominale, inoltre, esso si realizza con frequenza crescente senza alcuna riduzione del capitale.

L'indagine muove dal quadro normativo delle azioni proprie nel Codice civile e nella disciplina delle società quotate; esamina quindi i modelli e il procedimento dell'annullamento; dà conto del dibattito dottrinale, della prassi notarile e degli orientamenti giurisprudenziali; si conclude con il caso Piaggio & C. S.p.A., assunto a paradigma applicativo delle questioni affrontate.

1. Le azioni proprie nel sistema del Codice civile

1.1. La ratio della disciplina

La società che acquista i propri titoli corrisponde ai soci alienanti un prezzo tratto dal patrimonio sociale, ricevendo in cambio un bene che di quel patrimonio rappresenta soltanto una frazione: l'operazione si risolve, sotto il profilo economico, in una restituzione dei conferimenti o in una distribuzione di utili a beneficio di taluni soci soltanto.[1] Tre sono, di conseguenza, le esigenze di tutela: l'integrità del capitale, posta a garanzia dei creditori; la parità di trattamento dei soci, compromessa ove la società acquistasse solo da alcuni e a condizioni di favore; la corretta formazione della volontà assembleare, sì da evitare che le azioni in portafoglio divengano uno strumento con cui amministratori o maggioranza condizionino le deliberazioni.

Il vigente assetto è in larga misura di derivazione europea e trova la propria fonte nella direttiva (UE) 2017/1132.[2] La sua evoluzione documenta un progressivo allentamento dei limiti quantitativi e uno spostamento del baricentro della tutela verso il vincolo delle riserve disponibili e gli obblighi di trasparenza.

1.2. I presupposti dell'acquisto

L'art. 2357 c.c. consente l'acquisto soltanto nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato e per azioni interamente liberate. L'operazione deve essere autorizzata dall'assemblea, che indica il numero massimo delle azioni, la durata, non superiore a diciotto mesi, e il corrispettivo minimo e massimo; nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il valore nominale delle azioni acquistate non può eccedere la quinta parte del capitale, computando anche quelle possedute dalle controllate.

Il vincolo patrimoniale è il cardine del sistema: ancorando l'acquisto agli utili e alle riserve disponibili, il legislatore lo assimila a una distribuzione ai soci, consentendo di impiegarvi solo risorse distribuibili senza intaccare capitale e riserve indisponibili.[3] Le azioni acquistate in difformità devono essere alienate entro un anno; in mancanza, occorre procedere al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale, eventualmente disposta dal tribunale ai sensi dell'art. 2446, comma 2, c.c. Già in questa sede l'annullamento si affaccia nel sistema, sia pure quale esito sanzionatorio della detenzione irregolare.

1.3. Gli acquisti in deroga

L'art. 2357-bis c.c. sottrae ai limiti ordinari l'acquisto in esecuzione di una delibera di riduzione del capitale mediante riscatto e annullamento di azioni, l'acquisto a titolo gratuito di azioni liberate, quello per successione universale, fusione o scissione e quello in sede di esecuzione forzata. La prima ipotesi assume rilievo centrale: acquisto e annullamento sono momenti di un'unica riduzione del capitale, e la tutela dei creditori è affidata all'art. 2445 c.c. anziché ai limiti dell'art. 2357 c.c. Per le altre ipotesi, l'eccedenza sulla quinta parte del capitale deve essere alienata entro tre anni.

1.4. Il regime delle azioni in portafoglio

Gli amministratori non possono disporre delle azioni proprie senza autorizzazione assembleare (art. 2357-ter, comma 1, c.c.). Fino all'alienazione o all'annullamento i relativi diritti restano neutralizzati: utili e opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni, il voto è sospeso, ma le azioni sono computate nel capitale ai fini dei quorum. Ciò anticipa l'effetto economico dell'annullamento, che lo rende definitivo, con riflessi anche sul computo delle soglie rilevanti ai fini dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.[4] Completano il quadro il divieto di sottoscrivere azioni proprie (art. 2357-quater c.c.), la disciplina dell'assistenza finanziaria (art. 2358 c.c.) e quella degli acquisti di azioni della controllante (artt. 2359-bis ss.

c.c.).

1.5. Il trattamento contabile

Il d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139 ha profondamente innovato la materia. In luogo dell'iscrizione all'attivo con riserva indisponibile di pari importo, l'art. 2357-ter, comma 3, c.c. prevede ora che l'acquisto riduca il patrimonio netto tramite una voce negativa del passivo.[5] La scelta riflette l'impostazione dei principi internazionali, e in particolare dello IAS 32, per cui l'acquisto non integra l'acquisizione di un'attività, bensì una restituzione di patrimonio ai soci.[6] Ne deriva che l'annullamento non modifica l'ammontare del netto, ma si risolve in una riclassificazione tra le sue poste.

1.6. Le società quotate

Per le società quotate l'art. 132 TUF impone che gli acquisti assicurino la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob.[7] L'art. 5 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) esenta inoltre dai divieti di abuso di mercato i programmi di riacquisto il cui unico scopo sia, tra l'altro, la riduzione del capitale, purché siano rispettate condizioni di trasparenza, prezzo e volume:[8] è significativo che proprio l'annullamento figuri tra le finalità tipiche dell'esenzione. Rilevano infine gli obblighi informativi, dalla relazione illustrativa ex art. 73 del Regolamento Emittenti alle comunicazioni sulle operazioni eseguite.

[1] Cfr. F. Carbonetti, L'acquisto di azioni proprie, Milano, Giuffrè, 1988, *passim*, ove l'acquisto è ricostruito, sul piano funzionale, quale forma di restituzione del patrimonio ai soci; nella manualistica, G.F. Campobasso, Diritto commerciale, 2, Diritto delle società, a cura di M. Campobasso, Torino, UTET Giuridica, nel capitolo dedicato alle azioni proprie. Ne discende la coerenza sistematica della sottoposizione dell'acquisto ai medesimi vincoli patrimoniali che presidiano le distribuzioni ai soci (artt. 2357, comma 1, e 2433 c.c.).

[2] Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario, artt. 60 ss. La disciplina riproduce quella originariamente dettata dalla direttiva 77/91/CEE del Consiglio, del 13 dicembre 1976, successivamente rifusa nella direttiva 2012/30/UE. L'attenuazione dei limiti quantitativi si deve alla direttiva 2006/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 settembre 2006, che ha consentito agli Stati membri di superare il limite fisso del dieci per cento del capitale sottoscritto, ferma restando la regola per cui l'acquisto non può avere l'effetto di ridurre l'attivo netto al di sotto del capitale sottoscritto aumentato delle riserve indisponibili.

[3] Il riferimento al bilancio «regolarmente approvato» esclude che possa tenersi conto di utili maturati nel corso dell'esercizio e risultanti soltanto da situazioni infrannuali. Ai fini della determinazione degli utili distribuibili e delle riserve disponibili soccorrono i criteri generali, e in particolare l'obbligo di accantonamento alla riserva legale (art. 2430 c.c.), il divieto di distribuzione di dividendi in presenza di costi di impianto, di ampliamento e di sviluppo non ammortizzati, salvo che residuino riserve disponibili sufficienti a coprirli (art. 2426, comma 1, n. 5, c.c.), e il divieto di ripartire utili non realmente conseguiti (art. 2433, comma 2, c.c.).

[4] Ai sensi dell'art. 44-bis, comma 1, del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti), le azioni proprie detenute dalla società, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'art. 106 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Il comma 2 della medesima disposizione esclude l'applicazione di tale regola quando il superamento delle soglie consegua ad acquisti di azioni proprie effettuati in esecuzione di una delibera approvata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci, presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento (c.d. whitewash).

[5] Si tratta della voce A.X «Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio» dello schema di stato patrimoniale di cui all'art. 2424 c.c., introdotta dal d.lgs. n. 139 del 2015, le cui disposizioni si applicano, ai sensi dell'art. 12, comma 1, del medesimo decreto, ai bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2016. Per la rilevazione dell'acquisto, dell'alienazione e dell'annullamento delle azioni proprie, cfr. il principio contabile OIC 28, «Patrimonio netto», emanato dall'Organismo Italiano di Contabilità.

[6] IAS 32, Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio, par. 33, omologato nell'ordinamento dell'Unione con il Regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione, del 3 novembre 2008, e successive modificazioni.

[7] Le modalità attuative sono dettate dall'art. 144-bis del Regolamento Emittenti, che contempla, tra l'altro, l'offerta pubblica di acquisto o di scambio e gli acquisti effettuati sui mercati regolamentati secondo modalità operative che non consentano l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita.

[8] Art. 5, parr. 1 e 2, del Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014. Le condizioni tecniche sono specificate dal Regolamento delegato (UE) 2016/1052 della Commissione, dell'8 marzo 2016, che disciplina gli obblighi di comunicazione e di segnalazione (art. 2), le condizioni di negoziazione, tra cui il divieto di acquistare in ciascun giorno di negoziazione un volume superiore al 25 per cento del volume medio giornaliero delle azioni (art. 3, par. 3), e le restrizioni alla negoziazione (art. 4).

2. L'annullamento delle azioni proprie: modelli e procedimento

2.1. Le alternative a disposizione della società

La società può conservare le azioni proprie, alienarle previa autorizzazione assembleare oppure annullarle. A differenza dell'alienazione, l'annullamento è irreversibile e modifica la struttura del capitale: riducendosi il numero delle azioni in circolazione, cresce la partecipazione di ciascun socio superstite, sia sul piano patrimoniale sia su quello del voto. Per questo esso si presta a fungere da strumento di remunerazione alternativo al dividendo e, talora, da mezzo per rafforzare senza esborso la posizione del socio di controllo. Il codice non ne detta una disciplina organica: la figura affiora quale esito sanzionatorio (art. 2357, comma 4, c.c.), quale momento conclusivo del riscatto (art. 2357-bis, comma 1, n. 1, c.c.) e quale possibile destinazione dei titoli. I modelli ricostruibili sono due: con e senza riduzione del capitale.

2.2. L'annullamento con riduzione del capitale sociale

Il modello tradizionale, l'unico concepibile con azioni munite di valore nominale, comporta una riduzione del capitale pari al valore nominale complessivo delle azioni annullate. Ove l'operazione liberi risorse a favore dei soci o allenti il vincolo di indisponibilità, essa è assimilabile alla riduzione reale e soggiace all'art. 2445 c.c., che consente l'esecuzione solo dopo novanta giorni dall'iscrizione, in assenza di opposizione dei creditori.[9] È il caso del riscatto, nel quale il corrispettivo intacca il capitale.

Diversa è l'ipotesi delle azioni acquistate nei limiti dell'art. 2357 c.c.: il patrimonio si è già ridotto all'atto dell'acquisto senza intaccare il capitale, e la successiva riduzione sottrae al vincolo un corrispondente ammontare, rendendolo distribuibile. Anche qui deve osservarsi l'art. 2445 c.c., salvo che l'importo sia appostato a una riserva indisponibile, soluzione che trova riscontro nella disciplina europea.[10] Nella riduzione per perdite (artt. 2446 e 2447 c.c.), invece, l'annullamento concorre all'assorbimento della perdita senza dar luogo a opposizione.

2.3. L'annullamento senza riduzione del capitale

La riforma del 2003 ha consentito di emettere azioni prive di valore nominale (art. 2346, comma 3, c.c.).[11] Il capitale diviene allora una cifra autonoma: l'annullamento riduce il numero delle azioni e accresce la parità contabile implicita di ciascuna, lasciando invariato il capitale. Si pensi a una società con capitale di cento milioni di euro suddiviso in cento milioni di azioni: annullandone dieci milioni, il capitale resta invariato, la parità sale a circa 1,11 euro e il socio con nove milioni di azioni passa dal nove al dieci per cento senza alcun acquisto.

L'operazione non pregiudica i creditori: le risorse sono già uscite entro i limiti delle riserve disponibili e non diminuiscono né il capitale né le riserve indisponibili. La prassi la ritiene perciò estranea all'art. 2445 c.c. e immediatamente eseguibile. È il modello oggi prevalente tra le quotate italiane, ed è quello seguito nel caso Piaggio.

2.4. Il procedimento

Incidendo sul numero delle azioni indicato nello statuto (art. 2328, comma 2, n. 5, c.c.), l'annullamento è di competenza dell'assemblea straordinaria, che delibera con le maggioranze degli artt. 2368 e 2369 c.c. La delibera può essere puntuale, attribuire agli amministratori la facoltà di annullare entro un termine le azioni acquistate in esecuzione di un programma, oppure essere abbinata all'autorizzazione all'acquisto; le ultime due soluzioni sollevano il problema dei limiti della delega. L'annullamento si perfeziona con l'iscrizione della delibera e il deposito dello statuto aggiornato (art. 2436 c.c.), oltre agli obblighi di comunicazione per le quotate.[12]

2.5. Gli effetti contabili

Nel modello con riduzione la riserva negativa è eliminata in contropartita del capitale per il valore nominale, con imputazione della differenza alle riserve disponibili; in quello senza riduzione è integralmente compensata con le riserve disponibili.[13] L'annullamento non realizza dunque alcun trasferimento di ricchezza ai soci, già compiuto con l'acquisto, ma modifica la qualificazione delle poste del netto: è attorno a questo profilo che si concentra il dibattito.

[9] Art. 2445, commi 2 e 3, c.c. Ai sensi del comma 4, il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione. La riduzione non può comunque condurre il capitale al di sotto del minimo legale stabilito dall'art. 2327 c.c.

[10] Cfr. la direttiva (UE) 2017/1132, che, nella disciplina della riduzione del capitale sottoscritto mediante ritiro di azioni, consente agli Stati membri di derogare alle garanzie a tutela dei creditori quando un importo pari al valore nominale delle azioni ritirate sia iscritto in una riserva non distribuibile se non in caso di riduzione del capitale sottoscritto.

[11] Disposizione introdotta dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Le azioni prive di valore nominale esprimono una parità contabile implicita, pari al rapporto tra l'ammontare del capitale sociale e il numero delle azioni emesse, che assolve le funzioni del valore nominale, ad esempio ai fini del divieto di emissione per somma inferiore al loro valore nominale o, in mancanza, alla parità contabile (art. 2346, comma 5, c.c.).

[12] Art. 85-bis del Regolamento Emittenti.

[13] Cfr. OIC 28, «Patrimonio netto», nella parte relativa all'annullamento delle azioni proprie. Nei bilanci redatti secondo i principi IAS/IFRS la differenza tra il corrispettivo pagato e il valore delle azioni annullate è parimenti rilevata direttamente nel patrimonio netto (IAS 32, par. 33).

3. Il dibattito dottrinale e gli orientamenti giurisprudenziali

3.1. La natura dell'annullamento

Secondo una prima impostazione, l'annullamento integrerebbe sempre una riduzione del capitale, anche quando la cifra resti invariata. Secondo l'orientamento oggi prevalente, si tratta invece di un'operazione sulle azioni, che non incide necessariamente sul capitale. L'alternativa ha ricadute applicative: nel primo caso si applicherebbe l'intera disciplina della riduzione, compresa l'opposizione dei creditori; nel secondo occorre verificare caso per caso se il vincolo sul patrimonio si attenui.

3.2. La tutela dei creditori e il diritto di opposizione

L'opinione dominante, cui aderisce la prassi notarile, esclude l'opposizione nell'annullamento senza riduzione, poiché capitale e riserve indisponibili restano invariati. La conclusione presuppone però che le azioni siano state acquistate nel rispetto dell'art. 2357 c.c. Se esse sono pervenute in forza di un acquisto in deroga, ad esempio per fusione, la riserva negativa potrebbe non trovare capienza nelle riserve disponibili, con elusione delle regole sul capitale: in tal caso l'annullamento dovrebbe accompagnarsi a una riduzione soggetta all'art. 2445 c.c., ovvero presupporre riserve sufficienti. Per l'annullamento con riduzione di azioni acquistate con riserve, la questione è rovesciata: l'art. 2445 c.c. si impone, poiché è proprio la liberazione del vincolo a determinare il pericolo che l'opposizione intende fronteggiare.

3.3. La competenza e i limiti della delega agli amministratori

Pacifica la competenza dell'assemblea straordinaria, è discusso se essa possa rimettere agli amministratori l'an, il quando e il quantum dell'annullamento, dato che il codice disciplina la delega solo per l'aumento di capitale (art. 2443 c.c.). La tesi rigorosa ammette solo una delega esecutiva; quella aperta, corrispondente alla prassi delle quotate, consente di autorizzare l'annullamento entro un limite massimo e un termine prefissato, osservando che i creditori non

sono pregiudicati e che la sostanza economica è già stata valutata in sede di autorizzazione all'acquisto. La soluzione è condivisibile se la delibera fissa con precisione tali limiti.

3.4. La prassi notarile

Un ruolo determinante è stato svolto dalle massime della Commissione società del Consiglio notarile di Milano, che hanno riconosciuto la legittimità dell'annullamento senza riduzione del capitale e l'immediata eseguibilità della delibera, estranea all'art. 2445 c.c.[14] Pur non vincolanti, esse orientano il controllo di legalità notarile e hanno definito lo standard operativo delle quotate.

3.5. La giurisprudenza

La giurisprudenza specifica è esigua. Un primo filone riguarda gli acquisti in violazione dell'art. 2357 c.c.: prevale la tesi della validità, fondata sul comma 4 e sulla tutela dell'affidamento dell'alienante.[15] Un secondo filone concerne l'abuso della maggioranza: l'annullamento accresce automaticamente la quota del socio di controllo, e la Cassazione ammette il sindacato sulle delibere preordinate a interessi extrasociali della maggioranza in danno della minoranza.[16] Ne consegue la censurabilità dell'annullamento privo di apprezzabile ragione economica e diretto solo ad alterare gli equilibri di controllo; nelle quotate opera inoltre l'art. 44-bis del Regolamento Emittenti.

3.6. Cenni comparatistici

L'Aktiengesetz disciplina espressamente il ritiro di azioni (§ 237) e, per le azioni senza valore nominale, ammette il ritiro senza riduzione del capitale, con aumento della quota rappresentata dalle azioni residue.[17] In Italia la medesima soluzione è frutto di una costruzione interpretativa fondata sull'art. 2346, comma 3, c.c. e consolidata dalla prassi notarile.

3.7. Valutazione critica

Emerge un istituto in larga parte di elaborazione pratica. L'annullamento senza riduzione è semplice e non pregiudica i creditori, purché le azioni siano state acquistate con riserve disponibili. Restano due zone d'ombra: le azioni pervenute con acquisti in deroga e gli effetti sugli equilibri di controllo, rimessi a rimedi generali di non agevole applicazione. Una disciplina espressa, sul modello del § 237 AktG, gioverebbe alla certezza del diritto; il caso Piaggio consente intanto di verificarne in concreto l'applicazione.

[14] Consiglio notarile di Milano, Commissione società, massima n. 37 del 19 novembre 2004, «Annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale sociale (artt. 2357 ss. e 2445 c.c.)», secondo cui «la deliberazione di annullamento delle azioni proprie non è soggetta alla disciplina dell'art. 2445 c.c. quando sia configurata in modo tale da fare sì che all'esito dell'annullamento non si verifichi alcuna riduzione del capitale sociale, bensì – unicamente – la riduzione del numero delle azioni (se prive del valore nominale) ovvero la riduzione del numero e l'aumento del valore nominale delle stesse». La massima è richiamata nella successiva massima n. 169 della medesima Commissione, in tema di emissione di azioni senza aumento del capitale.

[15] In questo senso F. Carbonetti, L'acquisto di azioni proprie, cit., che ricostruisce l'art. 2357, comma 4, c.c. come rimedio esclusivo rispetto alla sanzione della nullità.

[16] Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, che ha ricondotto l'abuso della maggioranza alla violazione degli artt. 1175 e 1375 c.c. nell'esecuzione del contratto di società.

[17] § 237, comma 3, n. 3, Aktiengesetz del 6 settembre 1965. La disposizione richiede che la deliberazione indichi l'aumento della quota proporzionale delle restanti azioni nel capitale e consente che il consiglio di gestione (Vorstand) sia autorizzato ad adeguare l'indicazione del numero delle azioni contenuta nello statuto.

4. Il caso Piaggio & C. S.p.A.

4.1. La società e l'assetto proprietario

Piaggio & C. S.p.A., capogruppo di uno dei principali produttori europei di veicoli a due ruote e commerciali leggeri, è quotata su Euronext Milan ed è controllata da Immsi S.p.A., holding della famiglia Colaninno. Le sue azioni sono prive di valore nominale.[18] In una società con un azionista di controllo, ogni acquisto e annullamento accresce automaticamente il peso della maggioranza: Immsi ha infatti ricondotto la variazione della propria quota nel primo semestre 2025 all'acquisto, da parte della controllata, di 1.082.500 azioni proprie.[19]

4.2. Il precedente del 2013

Già l'assemblea straordinaria del 15 aprile 2013 aveva deliberato l'annullamento di 11.049.021 azioni proprie «senza riduzione dell'importo numerico del capitale sociale», rimasto pari a euro 205.941.272,16 e suddiviso in 360.744.880 azioni.[20] La società ha dunque adottato stabilmente il modello del paragrafo 2.3, coerente con la massima n. 37 del 2004.

4.3. Le autorizzazioni all'acquisto del 2025 e del 2026

Il 15 aprile 2025 l'assemblea ha rilasciato una nuova autorizzazione ai sensi degli artt. 2357 e 2357-ter c.c. e dell'art. 132 TUF; il consiglio ha avviato un programma, eseguibile entro il 14 ottobre 2026 e affidato a Banca Akros, per tutte le finalità consentite, incluso l'annullamento. La società deteneva allora 1.969.161 azioni proprie.[21]

L'assemblea del 15 aprile 2026, con il 60,552 per cento del capitale presente, ha rinnovato l'autorizzazione per diciotto mesi, a un prezzo compreso tra il 20 per cento in meno e il 10 per cento in più della media dei dieci giorni precedenti.[22] Il nuovo programma riguarda fino a 27.000.000 di azioni, per un controvalore massimo di euro 41.500.000, eseguibile entro il 14 ottobre 2027 sul mercato regolamentato, nel rispetto del Regolamento delegato (UE) 2016/1052 e nei limiti delle riserve disponibili; la società deteneva 2.422.008 azioni proprie.[23] L'assemblea non ha distribuito alcun saldo del dividendo 2025, destinando euro 14.100.515,52 alla sola copertura dell'acconto: il riacquisto si è posto come strumento sostitutivo della distribuzione di utili.[24]

4.4. La delibera di annullamento del 15 aprile 2026

In sede straordinaria l'assemblea ha annullato 2.334.007 azioni proprie, mantenendo invariato il capitale e modificando l'art. 5.1 dello statuto.[25] La delibera presenta tutti i tratti del modello esaminato: è stata adottata dall'assemblea straordinaria; ha avuto ad oggetto un numero determinato di azioni, senza delega agli amministratori; ha riguardato azioni acquistate ai sensi

dell'art. 2357 c.c., sicché è rimasta estranea all'art. 2445 c.c. Il confronto tra le azioni detenute nel 2025, quelle annullate e quelle residue mostra una gestione ciclica di acquisto e annullamento, che riduce progressivamente le azioni in circolazione.

4.5. L'andamento in Borsa e le ripercussioni del buyback

L'analisi richiede cautela, poiché le quotazioni riflettono molti fattori. All'avvio del programma 2025 il titolo quotava circa 1,82 euro;[26] nel 2025 il fatturato si è attestato a 1.501,9 milioni di euro, l'utile netto a 34 milioni e l'indebitamento finanziario netto a 577,6 milioni.[27] Il 23 marzo 2026 il titolo ha toccato il minimo di 1,436 euro;[28] il giorno dell'assemblea è salito del 2,7 per cento a 1,61 euro[29] e il 27 agosto 2026 ha raggiunto il massimo di 2,096 euro, pur restando al 24 settembre in calo del 6,18 per cento su base annua.[30]

Il rialzo di circa il 46 per cento dal minimo e del 30 per cento dal giorno dell'assemblea non può essere attribuito al solo riacquisto: nei primi nove mesi del 2026 l'utile netto è cresciuto del 17,7 per cento, a 37,3 milioni, e l'indebitamento è sceso a 469,7 milioni.[31] Il buyback ha piuttosto operato come segnale di fiducia e sostegno della domanda. Il consenso non è stato unanime: l'autorizzazione è stata approvata con il 92,2 per cento dei votanti, ma con il voto contrario del 7,7 per cento, tra cui numerosi investitori istituzionali.[32]

4.6. Il caso alla luce del dibattito dottrinale

Sul versante dei creditori, il caso conferma la funzionalità del modello: le azioni sono state acquistate con riserve disponibili e il loro annullamento non ha intaccato capitale né riserve indisponibili. Più complesso è il giudizio sugli equilibri di controllo, poiché l'acquisto e l'annullamento ciclici rafforzano gradualmente l'azionista di maggioranza. Nulla autorizza a ipotizzare un abuso, data la ragione economica e la dimensione contenuta dell'operazione; il voto contrario di parte della minoranza istituzionale conferma tuttavia l'opportunità di un'informazione specifica ai soci sull'incidenza dell'annullamento.

[18] Cfr. il comunicato stampa di Piaggio & C. S.p.A. del 16 aprile 2026, «Gruppo Piaggio: avvio del nuovo programma di acquisto azioni proprie», che qualifica le azioni oggetto del programma come «azioni ordinarie Piaggio prive di valore nominale espresso».

[19] Immsi S.p.A., Relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2025, ove si legge che la variazione della quota di partecipazione «risulta conseguente all'acquisto da parte della stessa controllata Piaggio & C. S.p.A. di n. 1.082.500 azioni proprie nel corso del primo semestre 2025».

[20] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 15 aprile 2013, «Assemblea degli azionisti». Nella medesima adunanza l'assemblea ordinaria aveva rinnovato l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, indicando espressamente, tra le finalità, l'acquisto «in funzione del loro successivo annullamento».

[21] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 15 aprile 2025, «Gruppo Piaggio: avvio del nuovo programma di acquisto azioni proprie».

[22] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 15 aprile 2026, «Gruppo Piaggio: riunita l'Assemblea degli Azionisti».

[23] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 16 aprile 2026, cit. Il comunicato richiama espressamente il limite legale del 20 per cento del capitale sociale di cui all'art. 2357, comma 3, c.c.

[24] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 15 aprile 2026, cit.

[25] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 15 aprile 2026, cit.

[26] Alliance News, «Piaggio avvia buyback da quasi EUR42 milioni con scadenza ottobre 2026», 15 aprile 2025, pubblicato su it.marketscreener.com, che riporta una quotazione di 1,824 euro per azione.

[27] Piaggio & C. S.p.A., comunicato stampa del 15 aprile 2026, cit.

[28] Il Sole 24 Ore, scheda del titolo Piaggio (PIA.MI), dati al 24 settembre 2026, disponibile su mercati.ilsole24ore.com.

[29] BorsaInside, «Per le azioni Piaggio niente saldo dividendo 2026 ma parte nuovo buyback. Titolo su», 15 aprile 2026.

[30] Il Sole 24 Ore, scheda del titolo Piaggio (PIA.MI), cit.

[31] Teleborsa, «Piaggio, ricavi e margini in crescita nei 9 mesi. Migliora la PFN», 6 novembre 2026.

[32] A. Giacobino, «Piaggio, i grandi fondi non gradiscono il buyback: contestato il piano d'acquisto di azioni», in Affaritaliani.it, 14 maggio 2026, che riporta i dati del verbale dell'assemblea del 15 aprile 2026 e indica tra i contrari, tra gli altri, Allianz, Amundi, Anima, Azimut e UBS.

Conclusioni

L'annullamento delle azioni proprie, pur privo di una disciplina organica, ha trovato nelle azioni senza valore nominale e nella prassi notarile un assetto sufficientemente stabile. Il modello senza riduzione del capitale tutela adeguatamente i creditori, purché le azioni siano state acquistate nei limiti delle riserve disponibili, e consente alle quotate di utilizzare il riacquisto come strumento flessibile di remunerazione.

Il caso Piaggio ne illustra pregi e limiti. La sequenza di autorizzazioni e annullamenti si è svolta nel rispetto del quadro normativo e il mercato ha accolto con favore la scelta di privilegiare il riacquisto, pur in un contesto in cui la ripresa appare dovuta anche, e forse soprattutto, ai risultati. Il dissenso di parte degli investitori istituzionali richiama però l'attenzione sull'incidenza dell'istituto sugli equilibri tra maggioranza e minoranza: è su questo terreno, più che su quello dei creditori, che un intervento legislativo sul modello del § 237 AktG potrebbe rafforzare certezza del diritto e fiducia del mercato.