

DB non solo diritto bancario

leggi l'articolo nel sito www.dirittobancario.it

ATTUALITÀ

La riforma del TUF e la liquidazione giudiziale dei fondi

Verso una netta separazione tra fondo e SGR

18 Novembre 2026

Agostino Papa, Partner, Deloitte Legal
Bianca Maccaferri, Associate, Deloitte Legal





Agostino Papa, Partner, Deloitte Legal

Bianca Maccaferri, Associate, Deloitte Legal

Agostino Papa

Agostino Papa è entrato in Deloitte Legal nel 2026. Con oltre 20 anni di esperienza nel settore della regolamentazione finanziaria, dell'investment management e del real estate, assiste banche, intermediari finanziari, imprese di investimento, fondazioni bancarie e società di gestione del risparmio, anche a partecipazione pubblica, sui diversi profili della disciplina del soggetto, delle attività tipiche, dei prodotti e dei rapporti con la clientela.

Studio Legale Associato

Deloitte Legal

Deloitte. Legal

1. Premessa: la riforma del Testo Unico della Finanza

Con l'adozione del Decreto Legislativo 27 marzo 2026, n. 47 (il "*Decreto*"), emanato in attuazione della delega di cui all'art. 19 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (la "*Legge Capitali*"), la riforma del Testo Unico della Finanza ha raggiunto la sua fase conclusiva. Il Decreto reca modifiche e integrazioni al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("*Testo Unico della Finanza*", o "*TUF*") ed incide in modo significativo sull'assetto complessivo della disciplina della gestione del risparmio e dei fondi di investimento.

La riforma si inserisce in un più ampio percorso di razionalizzazione e modernizzazione della normativa finanziaria nazionale, volto ad allineare il quadro domestico alle migliori prassi internazionali – di cui è esempio il D.Lgs. 28/2026 del 9 marzo 2026, che adegua il TUF alle normative europee in materia di infrastrutture di mercato e trasparenza – e a superare alcune ambiguità stratificatesi nel tempo, tanto sul piano sostanziale quanto su quello procedurale.

2. L'art. 57 TUF e la liquidazione giudiziale dei fondi di investimento

Tra gli interventi di rilievo figura l'introduzione di un nuovo articolo 57-*ter*, rubricato "*Crisi del fondo comune di investimento e del relativo comparto*", dedicato in modo espresso e autonomo alla liquidazione dei fondi comuni di investimento. Nel regime previgente, infatti, questa non era oggetto di una disciplina completamente autonoma. Essa trovava collocazione all'interno dell'art. 57 del TUF (comma 6-*bis*), rubricato "*Liquidazione coatta amministrativa*", disposizione dedicata alle SIM, alle SGR, alle SICAV e alle SICAF e volta a disciplinare un procedimento di natura marcatamente pubblicistica, caratterizzato dal coinvolgimento delle Autorità di vigilanza e, per taluni profili, dell'autorità giudiziaria, nonché dalla partecipazione del pubblico ministero.

Seppur sostanzialmente indipendente dalla liquidazione della SGR, la riconduzione della liquidazione giudiziale dei fondi all'interno di tale perimetro sembrava poter muovere dall'idea che il fondo non fosse titolare di una propria procedura di crisi e che, pertanto, le sue vicende patologiche dovessero essere trattate o almeno ricondotte nell'ambito delle procedure che riguardano il soggetto gestore. Tale impostazione, tuttavia, risultava sempre meno attuale alla luce dell'evoluzione del diritto dei mercati finanziari e della crescente complessità delle strutture di gestione collettiva del risparmio.

vedi l'articolo online

L'introduzione di un nuovo art. 57-*ter* rappresenta, quindi, una novità di sistema, che – nonostante mantenga il testo del previgente comma 6-*bis* sostanzialmente invariato (ad eccezione di alcune specifiche, ad esempio, in merito al gestore estero) – segna un punto di discontinuità rispetto all'impostazione previgente, apparendo tutt'altro che un mero ritocco tecnico. Esso sembra piuttosto collocarsi nel solco di una progressiva valorizzazione dell'autonomia (non solo economica) dei fondi, che nasce con l'articolo 36, comma 4, dello stesso TUF, nella parte in cui afferma che *"la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo delle obbligazioni contratte per conto del fondo"* e che si evolve sul piano sostanziale nelle aule di giustizia (*inter alia,* cfr. Cass. civ., Sez. V, Sent. n. 16285/2024 e Trib. Milano sent. n. 10867/2024) e nella prassi di vigilanza, ma non ancora pienamente riflessa sul piano delle procedure concorsuali e, più in generale, dei meccanismi di crisi e di scioglimento.

Sul piano dogmatico, il fondo comune di investimento continua a non essere qualificato, nel nostro ordinamento, come autonomo soggetto di diritto, difettando di personalità giuridica propria: esso rimane, nella ricostruzione tradizionale, un patrimonio separato e autonomo rispetto a quello della SGR che lo istituisce e lo gestisce, nonché rispetto ai patrimoni degli altri fondi gestiti dalla medesima società. Tale autonomia patrimoniale, tuttavia, si è progressivamente rafforzata, sul piano della disciplina positiva, sino ad assumere caratteri sempre più prossimi a quelli di una segregazione patrimoniale perfetta: l'art. 36, comma 3, TUF sancisce infatti che su ciascun fondo non sono ammesse azioni dei creditori della SGR o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi, mentre le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione. Il combinato disposto di tali previsioni con il comma 4, sopra richiamato, delinea un sistema nel quale il fondo costituisce, a tutti gli effetti sostanziali, un centro autonomo di imputazione di rapporti giuridici attivi e passivi, sebbene privo di soggettività in senso tecnico.

È proprio su tale premessa che si è sviluppato, in dottrina, un ampio dibattito circa la reale natura del fondo comune, oscillante tra la tesi, maggioritaria, della proprietà collettiva o del patrimonio separato privo di soggettività, e le tesi minoritarie che hanno talora prospettato una forma di soggettivizzazione sostanziale, specie alla luce della capacità del fondo di essere titolare di situazioni giuridiche attive e passive autonome rispetto a quelle della SGR e dei partecipanti. Se è vero che tale dibattito non ha mai trovato, sinora, un approdo normativo esplicito e definitivo sul piano della soggettività, è altrettanto vero che l'evoluzione della disciplina positiva ne ha progressivamente attenuato la rilevanza pratica, poiché gli effetti concreti dell'autonomia patrimoniale perfetta vengono comunque assicurati – sempre più anche nelle fattispecie patologiche - a prescindere dal riconoscimento formale di una soggettività giuridica. In questa prospettiva, l'introduzione di una procedura di crisi dedicata e autonoma rispetto a quella della SGR rappresenta il naturale completamento, sul piano procedurale, di un percorso di valorizzazione sostanziale già compiuto sul piano del diritto civile e commerciale.

Il raffronto con la disciplina generale delle procedure di crisi, di cui al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14), conferma la bontà di tale lettura sistematica. Il Codice della crisi, infatti, pur non occupandosi direttamente dei fondi comuni di investimento, riconosce da tempo, con riferimento ad altre fattispecie di patrimoni destinati o separati (si pensi, a titolo esemplificativo, ai patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447-*bis* c.c.), l'opportunità di un trattamento procedurale autonomo rispetto a quello riservato al patrimonio generale dell'imprenditore, proprio in ragione della segregazione patrimoniale che li caratterizza.

Non va, peraltro, sottaciuto come la scelta del legislatore delegato di mantenere, nella sostanza, l'impianto procedimentale già previsto per la liquidazione coatta amministrativa delle SGR – fondato sul ruolo centrale delle Autorità di vigilanza nella fase di apertura della procedura e sulla successiva devoluzione delle fasi esecutive all'autorità giudiziaria – lasci trasparire un approccio di cautela regolamentare, verosimilmente dettato dall'esigenza di non introdurre, in una materia già di per sé complessa, eccessivi elementi di discontinuità rispetto a un modello procedimentale collaudato. Ciò non toglie, tuttavia, che la collocazione sistematica in un autonomo articolo dedicato al fondo possa leggersi come una scelta di sistema di portata tutt'altro che neutra, suscettibile di riflettersi anche sull'evoluzione interpretativa e sul relativo coordinamento con le altre disposizioni del TUF e del Codice della crisi.

In tale prospettiva, la riforma offre l'occasione per interrogarsi sui riflessi che l'introduzione di una procedura di liquidazione dedicata ai fondi può produrre, non solo in termini di chiarezza organica, ma anche con riferimento a profili concreti e operativi, quali quelli attinenti al deposito telematico dei ricorsi e alla corretta iscrizione a ruolo dei procedimenti.

3. I riflessi pratici dell'assetto previgente e il contributo della giurisprudenza

L'assenza, nel quadro normativo previgente, di una disciplina autonoma e chiaramente identificabile per la liquidazione giudiziale dei fondi comuni di investimento ha prodotto, nel tempo, sul piano operativo, alcune difficoltà nell'individuare con immediatezza il corretto inquadramento del relativo procedimento, specificatamente e praticamente sul portale telematico che non prevede proprio un codice relativo alla liquidazione giudiziale dei Fondi, con conseguente rischio di iscrizione a ruolo in registri non coerenti con la natura dell'istanza proposta.

A tale criticità si aggiunge la rigidità strutturale del processo civile telematico che, una volta perfezionato il deposito, non consente interventi correttivi sul fascicolo, neppure laddove l'errore derivi da un difetto di coordinamento tra disciplina sostanziale e lo strumento stesso. A fronte di questa rigidità, un ruolo di supplenza è stato svolto dalla giurisprudenza, che ha progressivamente elaborato un orientamento volto a ridimensionare le conseguenze dell'erronea iscrizione a ruolo del ricorso: secondo tale indirizzo, l'errore di iscrizione a ruolo integra una mera irregolarità, che non incide sulla tempestività del deposito, qualora l'atto sia comunque pervenuto al corretto ufficio giudiziario.

La *ratio* di tale impostazione risiede nella natura e nelle modalità del deposito telematico. Ai sensi dell'art. 13, comma 2, del D.M. 21 febbraio 2011, i documenti informatici si intendono ricevuti dal dominio giustizia nel momento in cui viene generata la ricevuta di avvenuta consegna da parte del gestore di posta elettronica certificata del Ministero della Giustizia. Ciò comporta che il perfezionamento del deposito non può essere subordinato a elementi successivi e in parte estranei alla sfera di controllo del depositante, quali la corretta selezione del registro o del codice materia.

In questa prospettiva si collocano, tra le altre, Cass. n. 15243/2022 e Cass. n. 31371/2022, nonché la più recente Cass. n. 9545/2025, che hanno escluso la necessità di ricorrere alla rimessione in termini in presenza di un deposito tempestivo, seppure affetto da un errore di classificazione.

Tali pronunce contribuiscono a mitigare gli effetti distorsivi di un sistema informatico non perfettamente allineato alle peculiarità delle procedure finanziarie, ponendosi in linea di continuità con i principi generali elaborati dalla giurisprudenza di legittimità in materia di deposito telematico degli atti processuali; secondo tale linea il principio della strumentalità delle forme impone di distinguere tra i vizi che incidono sulla idoneità dell'atto a raggiungere il proprio scopo e le mere irregolarità formali, queste ultime insuscettibili di produrre effetti preclusivi o decadenziali a carico della parte diligente. L'applicazione di tale principio alla materia della liquidazione giudiziale dei fondi assume un rilievo particolare, trattandosi di procedure nelle quali – come tutte quelle di crisi - il fattore tempo incide direttamente sulla individuazione del momento rilevante ai fini della qualificazione dei crediti e della legittimazione degli organi della procedura, con conseguenze dirette sulla posizione sostanziale dei creditori e della stessa SGR.

Va peraltro osservato come il descritto approccio pretorio, per quanto opportuno e in linea con un'interpretazione costituzionalmente orientata dell'accesso alla tutela giurisdizionale, non possa sostituirsi integralmente a un intervento regolamentare organico sul punto. Il correttivo giurisprudenziale, infatti, opera necessariamente *ex post*, a fronte di un contenzioso già insorto, e lascia l'operatore privo di certezza *ex ante* circa il corretto inquadramento procedurale dell'istanza, con conseguente aggravio di costi e di rischi operativi, specie per le SGR di maggiori dimensioni e per gli operatori esteri meno avvezzi alle peculiarità del processo civile telematico italiano.

L'auspicabile adeguamento del portale telematico, mediante l'introduzione di un codice oggetto dedicato alla liquidazione giudiziale dei fondi comuni di investimento, consentirebbe di superare in radice tale criticità, allineando lo strumento informatico alla nuova disciplina sostanziale introdotta dall'art. 57-*ter* TUF.

4. Le conseguenze sui rapporti creditori e sulla responsabilità del gestore

Il problema non si esaurisce, tuttavia, nella mera scelta di un codice o di un registro, ma investe profili più ampi di gestione del credito e sulla delimitazione temporale delle responsabilità gestorie della SGR.

Sotto il primo profilo, assume rilievo il possibile disallineamento tra il momento del deposito del ricorso e quello in cui la procedura di liquidazione giudiziale del fondo può dirsi effettivamente instaurata o, comunque, opponibile ai terzi. In un sistema in cui il deposito telematico può risultare affetto da errori di classificazione o iscrizione a ruolo, si pone il rischio che, pur a fronte di un ricorso tempestivamente proposto, la "visibilità" giuridica della procedura venga ritardata.

Tale disallineamento temporale potrebbe produrre conseguenze rilevanti sul piano dei rapporti obbligatori. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui un debito del fondo giunga a scadenza in un momento intermedio: il ricorso per la liquidazione è stato già depositato, ma la procedura non risulta ancora formalmente incardinata o conoscibile. In tali casi, si apre un margine di incertezza circa la qualificazione del credito (anteriore o posteriore alla procedura), l'eventuale decorrenza di interessi o penali, la possibilità per il creditore di intraprendere o proseguire azioni esecutive individuali o l'individuazione del corretto regime di soddisfazione del credito.

Il rischio potrebbe essere quello di una frammentazione del ceto creditorio, con trattamenti differenziati fondati su elementi meramente accidentali, quali i tempi tecnici di lavorazione del fascicolo o la correttezza dell'inquadramento informatico del deposito. Ne potrebbe, dunque, derivare un *vulnus* ai principi di *par condicio creditorum* e di certezza delle situazioni giuridiche.

Specularmente, tali incertezze si potrebbero riflettere anche sul piano della posizione della SGR, in particolare con riguardo all'individuazione del momento a partire dal quale essa può considerarsi sollevata dai propri obblighi gestori sul fondo.

Nel modello attuale, infatti, la SGR continua a operare quale soggetto gestore fino a quando non intervenga un atto formale che segni l'apertura della procedura e il conseguente subentro degli organi della liquidazione. Tuttavia, laddove il deposito del ricorso sia tempestivo ma la sua efficace instaurazione risulti ritardata per ragioni tecnico-procedurali, si determina una zona grigia in cui la SGR potrebbe trovarsi esposta al rischio di compiere atti gestori in un contesto già patologico, con possibili profili di responsabilità. Al contempo, un'astensione anticipata dall'attività gestoria potrebbe essere parimenti censurabile, in assenza di un formale avvio della procedura, ponendo, di conseguenza, il dubbio circa la legittimità di operazioni effettuate in tale fase intermedia (pagamenti, disinvestimenti, atti di ordinaria o straordinaria amministrazione). Il rilievo non è meramente teorico: anche con riferimento alla fase di liquidazione ordinaria dei fondi, la dottrina ha già osservato che l'eventuale responsabilità della SGR, pur dovendo fare i conti con il principio di cui all'art. 36 TUF per cui la SGR risponde delle obbligazioni del fondo esclusivamente con il patrimonio di quest'ultimo, può comunque profilarsi laddove alla SGR, nel suo agire da liquidatore, sia imputabile colpa per negligenza, imperizia o imprudenza nella gestione della procedura. Lo stesso ordine di considerazioni appare estensibile, a fortiori, all'ipotesi in cui la SGR continui a compiere atti gestori durante la zona grigia temporale che precede l'effettiva instaurazione della procedura di liquidazione giudiziale.

Sul piano generale, il regime di responsabilità applicabile alla SGR nella gestione della fase patologica del fondo non può che muoversi lungo le coordinate tracciate dai principi comuni in materia di responsabilità degli organi di gestione e liquidazione, sia pure opportunamente calati nella peculiare struttura della gestione collettiva del risparmio. In questa prospettiva, il parametro di diligenza cui la SGR è tenuta ad attenersi non è quello generico di cui all'art. 1176, comma 1, c.c., bensì quello qualificato e rafforzato previsto dal comma 2 della medesima disposizione, trattandosi di un soggetto professionale che opera nell'esercizio di un'attività di impresa e che è sottoposto, in ragione della riserva di attività e della vigilanza prudenziale cui è soggetto, a un livello di diligenza superiore rispetto al buon padre di famiglia. Tale parametro, peraltro, risulta coerente con quello generalmente applicato dalla giurisprudenza agli amministratori e ai liquidatori di società, che devono rispondere, nei confronti dei creditori sociali, per i danni derivanti dall'inosservanza degli obblighi di corretta gestione del patrimonio, trovando applicazione analogica anche alle fattispecie, come quella in esame, non compiutamente disciplinate sul piano positivo.

Un ulteriore profilo di rilievo attiene al regime di opponibilità ai terzi della procedura di liquidazione giudiziale nella fase antecedente alla sua formale instaurazione. Il tema si interseca, infatti, con la disciplina generale della pubblicità delle procedure concorsuali, la cui funzione tipica consiste proprio nel rendere conoscibile ai terzi, e in particolare ai creditori, il mutamento dello stato giuridico del patrimonio assoggettato alla procedura, con i conseguenti effetti in termini di cristallizzazione del passivo e di sospensione delle azioni esecutive individuali. Nella misura in cui tale conoscibilità risulti ritardata per ragioni esclusivamente riconducibili a un difetto di coordinamento tra disciplina sostanziale e strumenti telematici, si determina un disallineamento tra il piano sostanziale (il credito è sorto o scaduto in un dato momento) e il piano procedurale (la procedura non risultava ancora conoscibile), che la sola soluzione giurisprudenziale sul perfezionamento del deposito non è di per sé idonea a colmare integralmente, quantomeno con riferimento ai rapporti con i terzi che non siano parte del procedimento.

Sotto questo profilo, appare utile il raffronto con la disciplina generale della liquidazione giudiziale delle imprese di cui al Codice della crisi, ove il principio di pubblicità della sentenza di apertura della

procedura, mediante iscrizione nel registro delle imprese, assolve proprio alla funzione di rendere opponibile ai terzi, con effetto pressoché immediato, l'assoggettamento del patrimonio alla procedura concorsuale. Forse un analogo meccanismo di pubblicità, opportunamente calibrato sulle peculiarità dei fondi comuni di investimento – i quali, a differenza delle imprese, non sono iscritti nel registro delle imprese – potrebbe costituire un utile completamento della nuova disciplina dell'art. 57-*ter* TUF, risolvendo in radice le incertezze segnalate in ordine al momento di opponibilità della procedura ai creditori e ai terzi in buona fede.

Da ultimo, l'incertezza applicativa assume rilievo particolare per quei fondi che investono in attivi illiquidi o di non agevole valorizzazione, quali i fondi immobiliari o i fondi di *private debt*, ove le operazioni di gestione ordinaria (incasso di canoni, pagamento di oneri, rimborso di finanziamenti) proseguono tipicamente anche a ridosso dell'insorgere della crisi, con la conseguenza che la corretta individuazione del momento rilevante ai fini della cesura tra gestione ordinaria e gestione liquidatoria assume un'importanza pratica di assoluto rilievo, sia per la tutela dei creditori, sia per la stessa SGR, interessata a circoscrivere con certezza l'ambito della propria responsabilità gestoria.

Le rigidità del sistema telematico e l'assenza di una disciplina autonoma e chiaramente coordinata per la liquidazione dei fondi non sono solo meri inconvenienti pratici, ma possono in fatto incidere, anche solo rallentandoli, su snodi essenziali della tutela dei creditori e della responsabilità del gestore. In questa prospettiva, l'introduzione di una disposizione *ad hoc* – quale il nuovo art. 57-*ter* – potrebbe contribuire non solo a una maggiore chiarezza sistematica, suscettibile di riflettersi anche in un coerente adeguamento degli strumenti telematici, ma altresì a una più netta individuazione dei momenti rilevanti della crisi, riducendo le possibili aree di incertezza applicativa.

5. Considerazioni di sintesi

Se è indubitabile che l'introduzione dell'art. 57-*ter* TUF non comporta, sul piano del diritto positivo, una rivoluzione dei contenuti sostanziali della liquidazione giudiziale dei fondi comuni di investimento, è altrettanto vero che la relativa autonomizzazione sistematica rappresenta un intervento di portata tutt'altro che marginale, suscettibile di riflettersi sia sul piano interpretativo, sia su quello applicativo e operativo.

Sotto il profilo sistematico, la scelta legislativa conferma e consolida il percorso di progressiva valorizzazione dell'autonomia patrimoniale ed economica del fondo rispetto alla SGR che lo gestisce, completando, sul piano procedurale, un'evoluzione già ampiamente maturata sul piano sostanziale e nella prassi di vigilanza. Tale consolidamento, a sua volta, offre argomenti ulteriori a sostegno di una lettura evolutiva dei rapporti tra fondo e SGR, nella quale la segregazione patrimoniale, pur in assenza di un riconoscimento esplicito della soggettività giuridica del fondo, produce effetti sempre più assimilabili a quelli di un autonomo centro di imputazione di diritti e obblighi.

Sotto il profilo applicativo, permangono, come si è cercato di illustrare, alcune necessità di coordinamento tra la nuova disciplina sostanziale e gli strumenti telematici di accesso alla giustizia, la cui soluzione, allo stato, è affidata prevalentemente alla giurisprudenza, facendo salvi gli effetti del deposito del ricorso a partire dal momento del deposito effettivo, e non da quello della correzione del registro, offrendo così all'operatore un criterio interpretativo chiaro cui ancorare la tutela delle proprie posizioni sostanziali e processuali. In attesa di un auspicabile intervento di adeguamento del portale telematico e, eventualmente, di un meccanismo di pubblicità della procedura calibrato sulle peculiarità dei fondi comuni di investimento, le discrasie di cui si è detto, lungi dal rappresentare questioni di solo dettaglio tecnico-procedurale, incidono comunque nei fatti sulla migliore tutela del ceto creditorio, sul rispetto della *par condicio creditorum* e sulla corretta delimitazione temporale della responsabilità gestoria della SGR.

In questa prospettiva, l'auspicio è che il legislatore e le Autorità di vigilanza competenti possano cogliere l'occasione offerta dalla riforma per completare l'opera di modernizzazione intrapresa, intervenendo sia sul piano degli strumenti informatici di accesso alla giustizia, sia, eventualmente, su quello della disciplina della pubblicità e dell'opponibilità ai terzi della procedura, in modo da assicurare, in uno con la maggiore chiarezza sistematica già conseguita, anche una piena certezza applicativa a vantaggio di tutti gli operatori del mercato della gestione collettiva del risparmio.



DB non solo diritto bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

dirittobancario.it