

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

Dipartimento di Diritto Privato e Critica del Diritto, Dipartimento di Diritto  
Pubblico, Internazionale e Comunitario

Dipartimento di Economia

Corso di Laurea Magistrale in Giurisprudenza

Anno accademico: 2022-2023

CONTRATTI FINANZIARI MULTILIVELLO E SCHEMA PONZI:  
UTILIZZO LEGITTIMO ED ILLEGITTIMO DEL SISTEMA  
PIRAMIDALE

RELATORE: Chia.mo Prof. Stefano Solari

Laureanda: Elena Presot

Matricola: 1169936



## Sommario:

1. Abstract
2. Introduzione: la piramide come struttura di base di fenomeni diversi, dagli schemi Ponzi, alle vendite lecite, passando per le bolle finanziarie
3. Lo schema Ponzi, un modello decettivo di struttura piramidale
  - 3.1. Morfologia dello schema Ponzi: la configurazione come sistema piramidale illecito e le fasi di attuazione della truffa
    - 3.1.1. Il passaparola come meccanismo fondamentale di creazione della fiducia negli investitori
    - 3.1.2. Il crollo dello schema Ponzi: l'impossibilità di allargare la piramide e la crisi di liquidità
  - 3.2. L'origine dello schema Ponzi: Carlo Ponzi e lo schema del 1920
    - 3.2.1. I buoni di risposta internazionale: strategia di copertura della truffa Ponzi, definizione e arbitraggio
    - 3.2.2. Le tipologie di Schema Ponzi
  - 3.3.: Le bolle storiche: la Tulipanomania e il caso John Law
    - 3.3.1. La Tulipanomania: la rapida crescita del valore dei tulipani e il seguente crollo del mercato
    - 3.3.2. Il sistema di John Law: la moneta cartacea e la conversione di titoli di Stato in azioni della Compagnia del Mississippi
4. Casi recenti di realizzazione pratica dello schema Ponzi: B. Madoff e R. A. Stanford
  - 4.1. Il caso Madoff: la vita, l'attività illecita di consulenza e le palesi anomalie del sistema
    - 4.1.1. Le ragioni della popolarità di Madoff: la personalità di Madoff, l'affidamento delle vittime e i controlli superficiali
  - 4.2. Contratti e strategie di copertura della truffa Madoff: preliminare distinzione tra i concetti di *broker*, *dealer* e *market maker*

- 4.2.1. Le Penny Stocks: la prima strategia di Madoff che consente la speculazione sui titoli a basso prezzo
- 4.2.2. L'arbitraggio: la strategia adottata da Madoff in funzione di *market maker* permette un basso rischio di mercato ma guadagni poco elevati
- 4.2.3. La Split-Strike Conversion Strategy: la principale strategia di copertura utilizzata da Madoff e la promessa di guadagni eccessivamente elevati rispetto alla media
- 4.2.4. I documenti falsi: la retrodatazione e la vicenda *Picower*
- 4.2.5. La JP Morgan Chase Bank: l'apertura di un conto bancario con funzione di deposito dei capitali investiti dai clienti di Madoff
- 4.2.6. I fondi: i *feeder fund* di Madoff e la *Fairfield Sentry Ltd*
- 4.3. Il caso Stanford: i certificati di deposito della SIB per dissimulare lo schema Ponzi
- 4.4. Gli schemi decettivi a confronto: Madoff *contro* Ponzi *contro* Stanford
  
- 5. Il momento Minsky: la fragilità finanziaria è parte integrante dell'economia moderna
  - 5.1. L'incertezza di Keynes e l'Ipotesi di instabilità finanziaria di Minsky
  - 5.2. Momento Minsky e schema Ponzi: elementi di influenza reciproca
  
- 6. I sistemi piramidali leciti: i vantaggi aziendali del *multilevel marketing*
  - 6.1. Contratti atipici di vendita piramidale come espressione di libertà negoziale: definizioni e regolamentazione
    - 6.1.1. Il ruolo delle Autorità garanti del mercato: l'AGCM e la FTC
  - 6.2. Il confine labile tra lecito e illecito: a confronto gli elementi di conformità al modello legale e i tratti di pericolosità
  
- 7. L'inquadramento giuridico: i casi italiano e statunitense
  - 7.1. La fattispecie a livello nazionale
    - 7.1.1. Codice del consumo e legge numero 173 del 2005: i requisiti di legalità e le sanzioni in caso di violazione delle norme
    - 7.1.2. Il reato di truffa: l'articolo 640 del Codice Penale
    - 7.1.3. Il reato di appropriazione indebita: articolo 646 del Codice Penale

- 7.1.4. Il Testo Unico della Finanza: abusivismo del mercato e confusione dei patrimoni
- 7.2. La normativa statunitense: il ruolo della SEC, la liquidazione della SIPC e la regolamentazione prettamente statale del *multilevel marketing*
- 8. Conclusioni: vantaggi aziendali e libertà negoziale, i risvolti positivi nell'utilizzo lecito dei sistemi piramidali
- 9. Bibliografia
- 10. Sitografia



## 1. Abstract

Lo schema Ponzi consiste nell'utilizzo dello schema piramidale a scopi illeciti. Tra i diversi casi esistenti, prendiamo in considerazione, per la misura del danno provocato, i casi Bernard Madoff e Allen Stanford.

Non necessariamente i sistemi piramidali sono illeciti: possono essere accostati al fenomeno *Minsky moment* e possono essere utilizzati nell'ambito dei contratti multilivello, i quali infatti non configurano reato, né ai sensi del codice penale, né ai sensi della legislazione speciale in materia di schemi piramidali.





## **2. Introduzione: la piramide come struttura di base di fenomeni diversi, dagli schemi Ponzi, alle vendite lecite, passando per le bolle finanziarie**

Il mercato globalizzato porta con sé numerose conseguenze, tra le quali lo sviluppo di una maggiore attenzione anche a livello nazionale rispetto a nuove forme di contrattazione e schemi di vendita. Tra le innovazioni che, nel corso del '900, sono state soggette a maggiore progresso sono da inserire gli schemi di vendita piramidale.

Sebbene nel contesto del linguaggio quotidiano le strutture di vendita piramidali vengano spesso considerate come espressione di intenti truffaldini, ciò non corrisponde a verità. Infatti, svolgendo un'analisi delle fonti normative esistenti in materia, emerge chiaramente la possibilità di usufruire delle strutture suddette rimanendo all'interno dei confini della legalità. Ripercorrendo la storia dei sistemi di vendita piramidale, tuttavia, non passa inosservato che spesso essi siano stati utilizzati al fine di porre in essere fatti di reato inquadrabili come truffa, sia nell'ambito dei contratti di vendita di beni materiali che in quello degli strumenti finanziari.

L'intento della tesi è quello di mostrare come i sistemi piramidali siano in grado di assumere, a seconda dei casi, la configurazione di uno schema lecito, conveniente e vantaggioso per l'azienda che lo adotti, oppure quella di uno schema ingannevole, dando origine a forme di vendita illegali, come gli schemi Ponzi. La tesi mostra poi che lo schema di tipo piramidale è variamente diffuso nel contesto finanziario, essendo anche accostabile a fenomeni come le bolle speculative.

Verrà successivamente presentato lo stato attuale della normativa in materia, operando un confronto tra quella esistente in Italia e negli Stati Uniti, scelti come termine di paragone per la maggior espansione del fenomeno in tale contesto culturale.

Pertanto, l'argomentazione svolta ha ad oggetto la dimostrazione della vastità del fenomeno delle strutture di tipo piramidale, del loro essere un fenomeno naturalmente presente nella realtà del mercato finanziario, nonché della loro conformità alle norme di legge. Inoltre, attraverso una disamina dei lati vantaggiosi e non di tali sistemi, si

dimostrerà come possano rendersi convenienti per chi scegliesse di adottarli e di come, nonostante la loro potenziale utilità, la normativa e l'interpretazione giurisprudenziale in materia siano oggi poco precise e sviluppate, tanto più se confrontate con il modello statunitense.

Il ragionamento prende le mosse dalla presentazione di un fenomeno piramidale illecito, ovvero lo schema Ponzi. L'espressione fa riferimento ad una tipologia di truffa che insorge sul mercato finanziario, nella quale un soggetto-gestore si prepone all'avvio di un organismo ad anelli per mezzo del quale un numero crescente di investitori si inserisce nello schema, in modo tale che la base della piramide risulti progressivamente allargata. Il graduale e continuo accrescimento della base della piramide è funzionale all'esistenza dello schema Ponzi, essendo ad esso vitale la presenza di costanti flussi di liquidità.

L'essenza di questa truffa si concretizza in una dichiarazione falsa proveniente dal gestore, il quale promette ai propri clienti di realizzare, per mezzo del denaro da questi versato, investimenti particolarmente remunerativi ma a basso rischio, salvo poi lasciarli irrealizzati. Di norma, la promessa appare così vantaggiosa da essere utile ad attirare un numero rilevante di potenziali clienti che potranno introdurre la liquidità idonea al sostentamento dello schema. Tuttavia, l'esigenza di mantenere costante l'ingresso di denaro liquido rende lo schema intrinsecamente fragile, infatti, poiché gli investimenti promessi non vengono realizzati, nel momento in cui risulta eccessivamente difficile o impossibile provvedere all'ulteriore allargamento della base della piramide, la struttura crolla in balia di una crisi di liquidità.

La morfologia dello schema Ponzi lo fa apparire strutturalmente avvicicabile alle bolle speculative, tant'è che Shiller definisce queste ultime come degli "schemi Ponzi di tipo spontaneo" (Shiller, 2009), infatti, è presente in entrambi i casi un processo di creazione di fiducia all'interno di un, prima ristretto poi sempre più grande, gruppo di investitori.

Nello schema Ponzi, grazie al passaparola, si diffonde l'idea che l'investimento con il soggetto-gestore sia realmente vantaggioso, prendendo vita così una fase di psicosi collettiva che porterà un numero progressivamente maggiore di soggetti ad entrare nello schema. La psicosi può raggiungere livelli tali per cui gli investitori saranno portati a non effettuare controlli approfonditi circa il gestore né a chiedersi quale sia l'origine dei

rendimenti ottenuti, né come possa essere il loro investimento così slegato rispetto all'andamento del mercato.

Allo stesso modo, in una bolla speculativa, il rialzo dei prezzi fa nascere il senso di fiducia già visto in precedenza e porta gli investitori a fare ingresso nel mercato azionario, salvo poi, in forza del medesimo *effetto gregge*, provvedere al rapido ritiro dei propri capitali non appena un anche piccolo shock sembri dare origine ad una instabilità del mercato. A questo punto, si verificherà un calo dei prezzi tanto rapido quanto era stata rapida la loro ascesa, rendendo impossibile, non solo il pagamento degli interessi ma anche il rimborso dei capitali investiti.

Dimostrazione di ciò è riscontrabile in due storici casi di bolla speculativa: il caso Tulipanomania e il caso John Law, nei quali il rialzo del mercato aveva ad oggetto, rispettivamente, i tulipani e le azioni sulla Compagnia delle Indie. In entrambi i casi, si assiste ad una celere crescita delle aspettative degli individui nel costante rialzo dei prezzi fino al raggiungimento di un apice, in seguito al quale, si assiste alla rapida diffusione del panico, al ritiro dei capitali, allo scoppio della bolla e alla crisi di liquidità.

Lo schema Ponzi prende il nome da Carlo Ponzi per effetto della truffa da questo realizzata negli anni 20 del '900, tuttavia, si tratta di modello poi spesso ricreato soprattutto nel contesto americano. Tra i casi che hanno raggiunto maggiore popolarità spiccano, per l'ingente quantità di denaro e di investitori truffati, i nomi di Bernard Madoff e Robert Allen Stanford.

Si tratta di tre casi in cui lo schema si ripete passo per passo: il gestore dello schema – Ponzi, Madoff, Stanford – si presentava sul mercato finanziario con investimenti redditizi e sicuri, scollegati rispetto al rischio del mercato, non investiva i capitali collezionati e ripagava i clienti con i nuovi fondi versati da successivi investitori. I tre casi sono stati oggetto di indagini da parte delle autorità americane che hanno condotto gli schemi al termine.

La configurazione della condotta descritta in termini di truffa si rende necessaria poiché il comportamento del gestore è decettivo, essendo diretto a creare una possibilità di guadagno per quest'ultimo a scapito dei clienti, i quali, tutti o parte di essi, subiranno perdite più o meno ingenti. Infatti, lo schema Ponzi, in seguito all'analisi dei tre casi prospettati, può senz'altro essere definito come una truffa diretta quasi per necessità all'approdo presso un punto di esaurimento da riscontrarsi nel momento in cui la base

della piramide non ha più possibilità di espandersi, comportando, come diretta conseguenza, ciò che prenderà la forma di una crisi di liquidità, la quale impedirà al gestore di rimborsare tutti i clienti.

I concetti di sistema piramidale e di schema Ponzi sono stati utilizzati anche da Hyman Minsky nella sua teorizzazione dell'Ipotesi di instabilità finanziaria. In questo contesto lo schema Ponzi ricorre sotto due diverse forme: infatti, la teoria di Minsky constata che i momenti di crisi sono connaturati al ciclo economico, che si sviluppano in seguito al passaggio da uno stato di tranquillità e stabilità finanziaria ad uno stato di disequilibrio, denominato "finanza Ponzi"; inoltre, nei casi pratici di schema Ponzi è visibile la sequenza di eventi rappresentato dall'economista e culminante nel *Minsky moment*.

Nello specifico, Minsky connette il funzionamento di microeconomia e di macroeconomia, spiegando come l'instabilità finanziaria sia l'esito di un percorso naturale che si avvia con l'instaurazione a livello aziendale di una "finanza di copertura", che permette la creazione di un sistema certo e stabile per mezzo del quale l'azienda ha un flusso di denaro in entrata che è sempre superiore rispetto a quello in uscita, non avendo così difficoltà nel ripagare i debiti assunti e non subendo particolarmente gli effetti delle fluttuazioni dei tassi di interesse che deve pagare sui propri prestiti. Questo tipo di finanza così stabile rende gli operatori del mercato sicuri e li spinge e li incentiva verso la realizzazione di investimenti, dapprima in sicurezza, poi con l'assunzione di rischi sempre maggiori. Il passaggio si concluderà arrivando ad un tipo di finanza differente, la "finanza speculativa", caratterizzata per un flusso in entrata non sempre superiore a quello in uscita. La finanza speculativa richiede che l'azienda ampli i debiti già contratti per poter sostenere le proprie passività. Il ciclo termina con il passaggio alla "finanza Ponzi" o ultra-speculativa, nella quale per poter ripagare i debiti, l'azienda è costretta a contrarne di nuovi. Più grande è il numero di aziende che, nell'ambito di un determinato mercato, adotta una finanza di copertura, maggiormente stabile risulta essere il mercato di riferimento; quanto più ampio è il numero di aziende che si basano su un modello speculativo o Ponzi, maggiore è il rischio che si verifichino crisi finanziarie.

Le strutture di tipo piramidale si adattano però anche ad utilizzi leciti, come avviene nel caso delle vendite espressione del *multilevel marketing*; infatti, esse possono essere considerate sintomo di un fenomeno di globalizzazione e, più nel particolare, di un

principio di libertà di iniziativa economica e contrattuale sancito sia a livello costituzionale che nel Codice civile.

Le vendite piramidali, infatti, si sostanziano in forme di vendita diretta, regolate dalla legge numero 173 del 2005, legittime sotto condizione che si sostanzino in contratti meritevoli di tutela e, pertanto, stipulati in ossequio ai requisiti del contratto stabiliti dal Codice civile e aventi ad oggetto la vendita effettiva di prodotti reali. Il principio di fondo che stabilisce il confine tra lecito e illecito, secondo l'insegnamento del legislatore europeo, si ritrova in un principio di prevalenza: quando i profitti dell'azienda dipendono prevalentemente dalle vendite, il sistema è lecito, mentre si configurerebbero tratti di illiceità nel momento in cui la maggior parte dei profitti si realizzassero per effetto del reclutamento di nuovi membri da aggiungere alla piramide.

La problematicità del principio appena riassunto si riscontra maggiormente nella sua applicazione pratica a livello nazionale che in quella effettuata in ambito statunitense. In effetti, nato in territorio americano, il principio di prevalenza ha avuto modo, in tale contesto, di svilupparsi in modo più compiuto, di ammorbidirsi e di rendersi più aderente alla realtà. Il sistema italiano sembra, invece, non essere ancora giunto ad una interpretazione altrettanto matura né del sistema di vendita né dei principi di regolamentazione in materia, risultando spesso troppo rigida l'applicazione del principio ai casi concreti. Per la vastità del fenomeno, per la sua complessità e per le possibili implicazioni che ne derivano, le strutture piramidali richiederebbero la presenza di una legislazione chiara e di un'interpretazione costante e matura da parte della giurisprudenza.

Le vendite piramidali sono utili alla puntualizzazione anche di problematiche di calibro più generale. Infatti, oltre a porre l'accento sulla odierna apertura ai contratti innominati, essi ben rappresentano anche una diversa questione: quella della, a volta scarsa, adattabilità alle nuove morfologie contrattuali di quei concetti che tradizionalmente risultano conformi alla descrizione dei rapporti tra gli operatori del mercato. Emblema di ciò si trova nell'inquadramento della figura dell'incaricato alle vendite nei sistemi piramidali. Si tratta di figura al confine tra il consumatore e il professionista, in grado di godere di diritti tipici del consumatore, diritto di recesso e di rimborso, ma sottostante agli obblighi, anche fiscali, del professionista.

Attualmente, per lo studio della normativa in materia è necessario prendere in considerazione molteplici ambiti del diritto, partendo dalla legge speciale, l. n. 173 del

2005, che identifica le vendite illecite come reati contravvenzionali, punibili, ai sensi delle proprie norme solo sussidiariamente. Infatti, l'articolo 7 della legge menzionata stabilisce che, se il fatto di reato fosse inquadrabile in una fattispecie più grave, la norma da applicare sarebbe quest'ultima e non più quella contenuta nella legge speciale. Così, i reati che più spesso vengono presi in considerazione sono la truffa, l'appropriazione indebita, l'abuso di mercato e la confusione di patrimoni.

### **3. Lo schema Ponzi, un modello decettivo di struttura piramidale**

#### **3.1. Morfologia dello schema Ponzi: la configurazione come sistema piramidale illecito e le fasi di attuazione della truffa**

Lo schema piramidale è una struttura di vendita avente al vertice un gruppo ristretto di soggetti con poteri decisionali e gestionali; la piramide poi si allarga progressivamente verso il basso, creandosi una forza operativa strutturata su più livelli. Su tali livelli sono posizionati gli incaricati alle vendite, i quali hanno la duplice funzione di vendere i prodotti o i servizi dell'azienda a monte e di reclutare nuovi addetti.

Tendenzialmente, tanto più in alto si trova il soggetto nella piramide, tanto maggiore è la percezione stipendiaria ricevuta da quest'ultimo, infatti, egli guadagna non solo dalle proprie vendite ma anche da quelle effettuate dai venditori che compongono la sua *downline*, ovvero quelli da esso reclutati.

Lo sviluppo degli schemi piramidali deriva dalla tendenza degli operatori del mercato di utilizzare la propria autonomia negoziale al fine di creare nuove tipologie di contratti che siano in grado di adattarsi nel modo migliore alle esigenze che di volta in volta vengono espresse in fase di negoziazione. Infatti, i contratti innominati sono leciti ai sensi dell'articolo 1322 del Codice civile, a condizione che l'interesse su cui si fondano sia meritevole di tutela. In forza di questa tendenza innovatrice e sull'esempio dell'esperienza americana, anche nel nostro ordinamento sono emersi i contratti di vendita piramidale.

Il termine "piramidale" va a definire un attributo specifico di tali sistemi, in quanto i soggetti, dopo esservi entrati, cercano di farvi aderire nuovi partecipanti, allargando sempre di più la base. A seconda delle diverse implicazioni che si manifestano nel singolo caso, uno schema piramidale può dirsi o meno legale. In funzione della legittimità o meno del sistema, l'allargamento della base della piramide risponderà essenzialmente a due scopi differenti: pubblicitario e di espansione della quantità di vendite effettuate nel tipo

lecito e di mantenimento di un flusso di liquidità tale da riuscire a tenere in vita lo schema, nel tipo illecito.

Lo schema Ponzi è una truffa che si identifica come una particolare figura patologica di schema piramidale operante nel campo degli investimenti finanziari, il cui funzionamento rivela una insostenibilità della struttura dovuta alla presenza di contratti privi di un effettivo oggetto. In effetti, in questo tipo di schemi, come nel più ampio genere degli schemi piramidali illeciti, l'obiettivo non è la vendita di un bene o la realizzazione dell'investimento promesso ma il reclutamento di nuovi membri, così da tenere sempre in circolo una liquidità nel sistema. Nel caso degli schemi Ponzi, il gestore recluta i primi soggetti, promettendo investimenti redditizi. Il gestore poi effettivamente renderà a questi soggetti il profitto garantito, infatti, ciò è necessario affinché essi divulghino una voce positiva sull'investimento. Tuttavia, la catena che prende forma implica che questi rendimenti avvengano utilizzando denaro investito dai nuovi membri, infatti, il capitale conferito al gestore dello schema non è lucrativo poiché non viene reinvestito.

La Securities Exchange Commission<sup>1</sup>, organo federale americano, conferma tale definizione dello schema Ponzi, descrivendolo in questo modo: *“A Ponzi scheme is an investment fraud that pays existing investors with funds collected from new investors. Ponzi scheme organizers often promise to invest your money and generate high returns with little or no risk. But in many Ponzi schemes, the fraudsters do not invest the money. Instead, they use it to pay those who invested earlier and may keep some for themselves.”*<sup>2</sup>

Si tratta di un reato che si realizza generalmente in ambienti societari, invero, il fatto può aver luogo in aziende, società, hedge fund, oppure nell'ambito di altre attività societarie e in società di brokeraggio. Ad ogni modo, il truffatore tenta di fornirsi di uno scudo che nasconda l'illegalità dei propri affari attraverso la costituzione di attività che si presentano come legittime e che possono anche concretamente svolgere una legittima

---

<sup>1</sup> La SEC è un organo federale statunitense preposto alla vigilanza della regolarità delle operazioni effettuate sul mercato quotato regolamentato, in funzione di protezione degli investitori.

<sup>2</sup> SEC, *“Ponzi Scheme”*, <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/ponzi-scheme>.



attività di brokeraggio ma che sono utilizzate al fine di spostare l'attenzione e coprire lo schema illecito<sup>3</sup>.

Uno schema Ponzi può poi assumere diversi tratti di illegittimità, e, a seconda dei casi, possono configurarsi reati di truffa, di appropriazione indebita, di abuso del mercato, di confusione di patrimoni e altri reati ancora.

Il cuore della truffa però è rintracciabile nello stesso funzionamento dello schema. Infatti, per la realizzazione dello stesso il gestore renderà promesse di investimenti con specifiche qualità, ovvero in grado di portare elevati guadagni in breve termine. Tali investimenti vanno però definiti come falsi poiché il gestore riuscirà a sfuggire alla promessa effettuata e non li realizzerà, provvedendo al pagamento degli investitori successivi con i fondi dei precedenti.

Se tali azioni non sono presenti, allora non si tratta di uno schema Ponzi ma di un semplice schema piramidale, che può essere, per una diversa ragione, illegale oppure può prendere forma lecita.

Infatti, non sempre gli schemi piramidali possono essere riportati all'interno dei confini illeciti della truffa, esistendo anche possibilità di un loro impiego per fini conformi alle norme di legge, come accade per i contratti di vendita multilivello (*Multi-Level Marketing*).

Anticipiamo che i *Multi-Level Marketing Contracts* sono legali solo a condizione che abbiano ad oggetto la vendita effettiva di un bene concretamente esistente e che da essa possa essere tratto un effettivo profitto<sup>4</sup>. La loro conformità alla legge è la più importante caratteristica distintiva rispetto ad uno schema Ponzi puro, il quale mai può essere definito legale.

Al fine di meglio chiarire la struttura dello schema, è possibile suddividere la sua attuazione in tre fasi. La prima fase consiste in una proposta persuasiva: il gestore propone al potenziale cliente un investimento sicuro, addirittura con tassi di rendimento superiori

---

<sup>3</sup> Nel caso in cui esista una effettiva attività di gestione degli investimenti posta a copertura di uno schema Ponzi, potrebbe trattarsi di attività da cui il gestore riesce a trarre solo trascurabili profitti e dunque potrebbe essere l'attività illegale a produrre i maggiori guadagni.

<sup>4</sup> Legge 17 agosto 2005 numero 173, articolo 5.

alla media e realizzabili nel breve periodo. In questa fase, la proposta deve risultare suggestiva e convincente e, a tal fine, spesso viene concretata con l'utilizzo di un linguaggio poco chiaro e vago ma con l'impiego di termini ed espressioni molto tecniche, in modo tale da conseguire due obiettivi specifici, ovvero far apparire il proponente come un esperto del settore e confondere il potenziale cliente.

Sempre nell'ottica della persuasione dell'eventuale futuro cliente, il proponente potrebbe sfruttare anche alcuni propri collaboratori, presentandoli come clienti anziani e come testimoni in carne ed ossa dell'efficienza e della sicurezza dell'investimento proposto. L'utilizzo di testimoni falsi sarà molto utile ad aumentare l'apparente affidabilità dell'investimento poiché, grazie alle loro dichiarazioni, i neo-affiliati toccano con mano un esempio di investimento andato a buon termine e questo può far scatenare un'emozione di rammarico che, secondo lo studio di Shiller, *“fornisce una notevole spinta alla motivazione ad agire”* (Shiller, 2000)<sup>5</sup>.

La seconda fase è fondata sul passaparola: i primi clienti, soddisfatti dei ritorni ottenuti, diffondono la voce circa la convenienza dell'investimento e in questo modo si crea una rete in grado di espandersi, coinvolgendo un sempre maggiore numero di persone, i cui versamenti permetteranno la circolazione di denaro liquido.

La presenza di liquidità è condizione di esistenza dello schema, infatti, è ciò che permette di realizzare il pagamento degli investitori, dato che, come già sottolineato, il gestore non avrà investito, come invece aveva promesso, i capitali.

La terza fase è quella terminale: si tratta di una fase necessaria e coincidente con il momento in cui la base della piramide non riesce più ad espandersi, non ci sono più nuovi investitori da coinvolgere nello schema e ciò determina il verificarsi di una crisi di liquidità che rende prima difficile e poi impossibile il rimborso di tutti gli investitori.

---

<sup>5</sup> Robert J. SHILLER (2009), *“Euforia irrazionale. Alti e bassi di borsa.”*, Bologna, Il Mulino; pp. 88-89: *“Se si è rimasti fuori dal mercato, e non si sono condivisi i profitti che altri hanno recentemente ricavato, si potrebbe avvertire un acuto senso di rammarico. Il rammarico è un'emozione che, secondo le scoperte degli psicologi, fornisce una notevole spinta alla motivazione ad agire. Invidiare gli altri che potrebbero aver guadagnato quanto non si sia guadagnato in un anno di lavoro è una sensazione dolorosa, soprattutto per il fatto che sembra far diminuire la stima di sé.”*.

Lo schema Ponzi fa dunque parte della più ampia categoria degli schemi di tipo piramidale ma conserva alcune peculiari caratteristiche, riassumibili nei seguenti punti: la illegalità e la configurazione come truffa; la promessa di inesistenti investimenti; la presenza di meccanismi di passaparola e di creazione di fiducia e senso di affidamento negli investitori; il pagamento dei primi investitori con i fondi dei successivi; l'avvento di una crisi di liquidità che porta alla cessazione dello schema.

Nei prossimi paragrafi procederemo ad un'analisi degli aspetti sopra riportati.

### *3.1.1. Il passaparola come meccanismo fondamentale di creazione della fiducia negli investitori*

La fiducia degli investitori nel buon andamento degli investimenti è elemento essenziale al rialzo dei prezzi nel mercato azionario. Allo stesso modo, per effetto della falsa garanzia di investimenti ad alto rendimento e grazie alla corresponsione effettiva dei profitti ai primi investitori, si può verificare anche in uno schema Ponzi la diffusione di un senso di fiducia. Tale affidamento degli investitori scaturisce spesso da un meccanismo di passaparola e dalla presenza di una iniziale storia plausibile circa la possibilità di guadagni elevati.

Il passaparola funziona perché gli investitori iniziali raccontano la loro storia di successo, invogliando nuovi investitori ad intraprendere lo stesso percorso; mentre, la convincente storia inizialmente riferita gioca un ruolo essenziale proprio per lo sviluppo della fiducia nel fatto che i rendimenti promessi sono possibili e concreti.

Ad esempio, lo schema Ponzi da cui deriva la denominazione della truffa è quello posto in essere da Carlo Ponzi nel 1920 e, in tale contesto, la storia che era stata raccontata si incentrava sulla possibilità di sfruttare il guadagno derivante dall'arbitraggio con i buoni di risposta internazionali. La vicenda raccontata da Ponzi era falsa e la possibilità di guadagno prospettata non aveva riscontro pratico, tuttavia, risultava plausibile ed è servita a convincere i primi investitori.

Il passaparola e la credibilità della storia raccontata dal truffatore sono dunque alla base della fiducia che i soggetti ripongono nella bontà dell'investimento che stanno effettuando. Tale meccanismo sembra sufficiente a coinvolgere investitori per nulla o poco esperti, tuttavia, è possibile notare come anche investitori professionali spesso si siano trovati incastrati in schemi di questo tipo e allora è utile cercare di comprendere quali sono le motivazioni alla base della mancata rilevazione dei campanelli d'allarme che avrebbero portato al riconoscimento della truffa<sup>6</sup>.

La causa del coinvolgimento di investitori professionisti in truffe come quelle basate su schemi Ponzi è stata a volte ricondotta alla asimmetria informativa (Pressman, 1998), la quale non permetterebbe ad un investitore che si sta rapportando con la persona o l'istituzione deputata a ricevere i fondi del cliente, di assumere quelle notizie e informazioni che gli consentirebbero di scovare l'esistenza della truffa.

Si tratta di una teoria soggetta ad un'obiezione, infatti, l'asimmetria informativa non dovrebbe essere d'ostacolo quando i campanelli d'allarme sono evidenti, situazione verificatasi in più di un'ipotesi, e nemmeno quando l'investitore è un professionista del settore. In tali casi, più che di asimmetria informativa, si potrebbe parlare di vera e propria mancanza di informazioni. Infatti, la fiducia malriposta in un investimento descritto come ottimale dal gestore dello schema e dai precedenti investitori<sup>7</sup> può portare il cliente a non raccogliere le informazioni necessarie o a raccoglierle con superficialità, spesso delegando i controlli ad altri enti.

La fiducia dell'investitore è elemento particolarmente importante quando si parla di andamento del mercato e ciò si riscontra anche nelle due testimonianze sotto riportate, le quali tendono a dimostrare come il mercato azionario e l'azione dei suoi operatori non siano governati da una razionalità stabile e siano invece influenzati e correlati a fattori sociali, politici, culturali e psicologici, oltre che all'andamento dell'economia reale.

---

<sup>6</sup> Kaushik BASU (2014), "The Ponzi Economy.", in *Scientific American. Nature America*. Vol. 310, No. 6, pp. 70-75.

<sup>7</sup> Così nel caso Madoff, nel caso Stanford, nel caso New Era Philantropy, nello stesso caso Ponzi.

José de la Vega in *Confusion de confusiones*<sup>8</sup> rende – sotto forma di un dialogo tra un azionista, un commerciante e un filosofo – la prima descrizione del funzionamento della psicologia speculativa che governa i mercati. Si tratta di un volume scritto sul finire del 1600 e contenente quattro dialoghi, nel primo dei quali, il mercato azionario è descritto come un'attività misteriosa, la quale, pur essendo la più onesta e nobile d'Europa, è al contempo la più falsa e vile al mondo (De la Vega, 1688).

Nel secondo dialogo, l'azionista spiega l'esistenza di tre fattori che condizionano l'andamento dei prezzi: le condizioni presenti in India, la situazione politica europea e l'opinione degli operatori del mercato sullo scambio di azioni.

Quest'ultimo fattore, l'opinione degli investitori sull'andamento del mercato, è fattore preso in considerazione anche da R. J. Shiller, il quale sostiene che l'aumento del valore nel mercato azionario non sia dovuto solamente alla crescita economica ma anche ad altri presupposti che ne condizionano l'andamento, tra i quali spicca proprio la fiducia dell'investitore nell'incremento stesso del mercato (Shiller, 2009).

In Shiller è possibile trovare anche la esplicazione della teoria della retroazione (*feedback loop*), chiamata spesso anche con il nome di bolla speculativa. In particolare, quello di bolla speculativa è un concetto ampio che assume diversi significati nei discorsi comuni e che può essere usato anche in questo contesto.

La retroazione, oltre che come bolla, è spesso descritta anche come uno schema Ponzi di tipo spontaneo<sup>9</sup> e, in effetti, è definita in un susseguirsi di eventi a catena che portano ad un aumento dei prezzi, la cui conseguenza è la realizzazione di guadagni per gli

---

<sup>8</sup> Joseph PENSO DE LA VEGA (2013), *“Confusion de confusiones [1688]. Portions Descriptive of the Amsterdam Stock Exchange”*, Martino Fine Books, Ristampa del 1957, traduzione di Hermann Kellenbenz.

<sup>9</sup> Robert J. SHILLER (2009), *“Euforia Razionale. Alti e bassi di Borsa”*, Bologna, Il Mulino, p.98: *“[...] l'esempio degli schemi Ponzi, o schemi a catena, con cui i truffatori creano una retroazione positiva che parte da presunti realizzi di investimenti correnti per ricadere su rendimenti da investimenti futuri. [...] Sono particolarmente interessanti perché costituiscono, in qualche modo, esperimenti controllati (controllati dal truffatore!) che dimostrano caratteristiche della retroazione altrimenti non nettamente visibili, né nei normali mercati azionari né in laboratori di psicologia sperimentale [...]”*.

investitori; tali guadagni agiscono retroattivamente sul secondo aumento dei prezzi causato dall'interesse dei nuovi investitori; il secondo aumento del prezzo agisce poi sul terzo e via dicendo (Shiller, 2009).

In altre parole, gli investitori, in forza dell'aumento dei prezzi, si sentono più fiduciosi e offrono prezzi più alti, attirando così nuovi individui, i quali faranno la medesima cosa, alimentando il ciclo.

La retroazione è definita come uno schema Ponzi naturale poiché è presente il medesimo meccanismo concatenato di attrazione di nuovi investitori ma manca un soggetto che assuma il ruolo di gestore dello schema, ergo di truffatore. Invece, in questo caso, quando i prezzi del mercato salgono, gli investitori sono ricompensati dall'andamento dei prezzi e sono testimonianza vivente per i futuri partecipanti alla piramide. Nel caso della retroazione, lo schema Ponzi avrà un percorso meno lineare ma anche meno drammatico, a causa dell'assenza di una diretta manipolazione.

### *3.1.2. Il crollo dello schema Ponzi: l'impossibilità di allargare la piramide e la crisi di liquidità*

Una crisi di liquidità si definisce come un turbamento dello stato finanziario di un'azienda o di un soggetto, che implica l'incapacità di far fronte ai debiti. Nel caso dello schema Ponzi, la crisi di liquidità comporta la caduta del sistema.

Infatti, lo schema Ponzi puro è un fenomeno quasi biologico come sequenza di eventi e quando si esaurisce il terreno di coltura lo schema si sgonfia per la scarsità di nuovi individui disposti a rischiare il proprio denaro entrando a far parte di un gioco ormai diretto al termine.

Questo momento conclusivo dello schema può realizzarsi con diverse modalità: l'autore, consapevole del fatto che l'allargamento della piramide sta giungendo al limite

massimo, può cercare di sfuggire alla legge, uscendo dallo schema senza liquidare l'ultimo gruppo di investitori entrati; l'autore può rimanere all'interno dello schema fino al punto di non ritorno, cioè fino al momento in cui i fondi a sua disposizione non saranno più sufficienti al rimborso di tutti gli investitori; diversa soluzione consiste nella scoperta dello schema da parte delle autorità<sup>10</sup>. Esiste anche un'ultima soluzione che permetterebbe di salvare lo schema dal fallimento e si realizza nel caso in cui il gestore dello schema, essendosi ravveduto e volendo rimediare alla truffa messa in atto, riesca a trovare una possibilità di investimento così favorevole e remunerativa da permettergli di pagare tutti gli investitori.

---

<sup>10</sup> Marie SPRINGER (2020), *“The Politics of Ponzi Schemes. History, Theory, and Policy.”*, New York, Routledge.





### **3.2. L'origine dello schema Ponzi: Carlo Ponzi e lo schema del 1920**

La denominazione dello schema Ponzi fa riferimento a Carlo Ponzi, nonostante si tratti di un modello economico che storicamente era già stato realizzato.

La biografia di C. Ponzi mostra come egli sia riuscito a convincere migliaia di persone ad effettuare presso di lui investimenti che venivano descritti come molto vantaggiosi ma che erano in realtà inesistenti.

Carlo Ponzi nacque nel 1882 in Emilia-Romagna e nel corso della sua vita svolse diversi lavori, tra i quali spicca un impiego presso un ufficio postale a Parma.

In un momento successivo si trasferì a Roma per studiare all'università, essendosi iscritto alla Sapienza di Roma, tuttavia non terminò mai gli studi, poiché, trovandosi a corto di soldi, nel 1903 decise di lasciare l'università e di trasferirsi negli Stati Uniti.

Ponzi partì dall'Italia con duecento dollari ma, lungo il tragitto verso gli Stati Uniti, perse tutti i propri risparmi giocando d'azzardo e, quando approdò in America, gli rimanevano solamente due dollari e cinquanta.

Nei primi anni in America, Ponzi visse in povertà, svolgendo lavori umili e, tuttavia, già nello svolgimento di questi primi lavori era facilmente riscontrabile in questo personaggio una predisposizione alla truffa che è ben rappresentata da un episodio che lo ha riguardato. Infatti, mentre stava svolgendo uno dei suoi primi lavori in America, ovvero il cameriere in un ristorante, Ponzi fu licenziato per aver falsificato i conti di alcuni clienti.

Le condizioni di povertà in cui visse Ponzi trovarono un punto di arresto nel 1907, quando si trasferì a Montreal, in Canada, dove trovò lavoro come consulente presso il Banco Zarossi. Il Banco Zarossi era la banca fondata da Luigi Zarossi e gestiva i risparmi di gran parte degli emigrati italiani negli Stati Uniti. Proprio presso detta banca, Ponzi fu testimone della realizzazione pratica di ciò che sarà denominato schema Ponzi; infatti, la banca remunerava i depositi di denaro effettuati dai clienti con un tasso doppio rispetto

alla media offerta da altre banche statunitensi: il tasso di mercato all'epoca era del 3% ma Zarossi e la sua banca garantivano il 6%.

Il tasso di interessi promesso così elevato ha portato molti degli italiani trapiantatisi negli Stati Uniti a scegliere questa banca per il deposito dei propri risparmi, nella inconsapevolezza circa la provenienza delle remunerazioni che ricevevano. Infatti, in seguito emerse che Zarossi stava effettivamente mettendo in atto un esempio di schema Ponzi, pagando gli interessi dei clienti della banca per mezzo dei depositi dei nuovi correntisti<sup>11</sup>.

La banca Zarossi, in esito ad una serie di investimenti sul mercato immobiliare – si trattava di prestiti concessi a costruttori edili poi rivelatisi insolventi – che non avevano portato ai risultati sperati, era entrata gravi difficoltà finanziarie e questo la aveva portata a non essere più in grado di rimborsare i depositi. Per tale motivo fu attuato un antecedente della strategia di Ponzi, che in ogni caso non resse e infatti la banca fallì ugualmente e Zarossi scappò in Messico con parte del denaro della banca.

Successivamente al fallimento, Ponzi rimase per un periodo presso la banca medesima, dove riuscì ad appropriarsi di un cospicuo assegno di un cliente della banca, e tuttavia, mentre cercava di incassare l'assegno, Ponzi fu scoperto e condannato al carcere canadese, dal quale uscì nel 1911. Nel periodo successivo Ponzi ebbe altre disavventure giudiziarie – traffico di immigrati clandestini italiani – per poi intraprendere una nuova attività ma anch'essa era destinata a fallire.

La nuova attività in cui Ponzi tentò di concentrare le proprie abilità consisteva in una *Guida del commerciante*, ovvero un volume contenente gli annunci pubblicitari di diversi commercianti, per mezzo del quale gli individui che accettavano di esservi inseriti, potevano promuovere i propri rapporti commerciali attraverso l'inserimento di annunci all'interno del volume.

L'impresa di Ponzi con la *Guida del commerciante* fallì presto ma, ciononostante, una società spagnola chiese informazioni circa tale catalogo e dentro la busta inserì un buono di risposta internazionale.

---

<sup>11</sup> Eugenio BENETAZZO (2018), “*Lo schema Zarossi*”, <https://eugeniobenetazzo.com/la-storia-dello-schema-ponzi-agli-inizi-del-novecento/>.

In questo modo, Ponzi venne a conoscenza dell'esistenza di detti interi postali ed elaborò un sistema operativo che gli consentiva di lucrare sulla differenza di valore esistente tra i buoni di risposta e i francobolli con cui essi potevano essere scambiati. Per meglio realizzare la propria strategia, Ponzi fondò anche una società, la *Securities Exchange Company* ma presto, essendosi reso conto del fatto che le spese di gestione non gli permettevano di avere profitti rilevanti, iniziò ad applicare segretamente una diversa strategia, quella di tipo piramidale.

Lo schema resse fino al 1920, quando iniziarono a circolare alcune pubblicazioni dubbiose circa le operazioni poste in essere da Ponzi. Venne allora alla luce che, al fine di permettere la realizzazione delle operazioni dichiarate dalla *Securities Exchange Company*, sarebbe stata necessaria la circolazione di circa 160milioni di buoni postali, quando risultava che le poste ne avessero emessi solamente 27mila<sup>12</sup>.

Quando ciò fu portato alla luce, si scatenò il panico tra gli investitori e Ponzi fu costretto a rimborsare due milioni di dollari ai propri clienti nel giro di pochi giorni.

Ponzi cercò di far procedere la propria attività ma un suo collaboratore, James McMasters, confessò la truffa alla stampa e, in seguito a ciò, le autorità americane costrinsero Ponzi a chiudere la società e lo arrestarono. Ponzi fu infine condannato per truffa, infatti, risulta che siano stati circa 40mila i soggetti che investirono nella sua società per un ammontare di circa 15milioni di dollari al valore di allora (circa 230 milioni di dollari al valore attuale<sup>13</sup>).

---

<sup>12</sup> INTERNATIONAL BANKER, “Charles Ponzi (1920)”, <https://internationalbanker.com/history-of-financial-crises/charles-ponzi-1920/>

<sup>13</sup> Conversione nel valore attuale in dollari calcolato attraverso un calcolatore digitale, <https://www.officialdata.org/us/inflation/1920?amount=15000000>

### 3.2.1. *I buoni di risposta internazionale: strategia di copertura della truffa Ponzi, definizione e arbitraggio*

Un buono di risposta internazionale, oggi chiamato International Reply Coupon (IRC), è un intero postale – ovvero un oggetto postale diverso dal francobollo ma che contiene già l'affrancatura e perciò è già pagato ed è pronto per essere utilizzato e spedito – proposto nel congresso di Roma del 1906 ed entrato in uso nel 1907 nei Paesi aventi partecipato al Congresso<sup>14</sup>.

L'essenza dello schema di Ponzi era costituita dalla seguente procedura: veniva inviato denaro in Italia affinché un mandatario acquistasse i buoni di risposta internazionale e li inviasse in America a Ponzi; i buoni venivano scambiati con francobolli americani; i francobolli ottenuti venivano poi venduti, ottenendo un profitto grazie ad un costo della vita maggiore in Italia rispetto agli Stati Uniti.

Dunque, il punto di partenza del sistema costruito da Ponzi consisteva nell'investimento di una determinata somma di denaro attraverso l'acquisto di buoni di risposta internazionali. Con la somma versata dal cliente, Ponzi poteva comprare buoni postali italiani e scambiarli con i francobolli americani per poi vendere questi ultimi, guadagnando sulla differenza tra il valore dei buoni italiani e quello dei francobolli.

Infatti, un buono di risposta veniva venduto nel Paese di emissione al prezzo che in quel Paese medesimo aveva un francobollo. Dunque, se nel Paese di destinazione il prezzo di un francobollo era inferiore rispetto al prezzo esercitato nel Paese di emissione, con un unico buono di risposta era possibile acquistare più di un francobollo. La differenza tra i due valori permetteva la realizzazione di un guadagno fondamentalmente privo di rischio.

Normalmente, la differenza di valore tra i buoni e i francobolli sarebbe stata utilizzata per ripagare gli investitori, invece Ponzi tratteneva i ricavi e li utilizzava per la

---

<sup>14</sup> FSFI (2016), *“I buoni di risposta internazionale”*, <http://expo.fsfi.it/cadetti2016/exhibits/empoli/04Nardone.pdf>.

soddisfazione di personali spese, mentre gli investitori venivano ripagati con il capitale più recentemente introdotto da nuovi investitori.

L'operazione che Ponzi effettuava, soprattutto dopo la costituzione della sua società, consisteva, dunque, in un'attività di arbitraggio, la quale non configurava un'attività illegale. Con questa strategia alle spalle, Ponzi prometteva ai propri investitori un tasso di rendimento del 50% in tre mesi. In un primo momento, i rendimenti effettivamente venivano corrisposti ai clienti e questo aveva scatenato il passaparola che caratterizza gli schemi piramidali. Tuttavia, nonostante Ponzi proclamasse la redditività dell'investimento che proponeva, nella realtà dei fatti tale potenzialità era inesistente poiché dai risultati dichiarati non venivano detratte le spese di acquisto, trasporto e conversione dei buoni, le quali annullavano la convenienza dell'operazione.

Malgrado la mancanza di un profitto materiale, Ponzi riuscì a continuare a raccogliere capitali grazie al passaparola proveniente dai primi clienti che si erano visti soddisfatti. Tuttavia, questi nuovi capitali non producevano nessun reddito, andando solamente a formare la remunerazione degli investitori. Appare chiaro già da qui il rapporto di diretta proporzionalità tra la presenza di sempre nuova e maggiore liquidità e la permanenza di uno schema piramidale vitale.

Nonostante tale fosse la situazione finanziaria di Ponzi, egli aprì anche un conto presso una banca e nel luglio del 1920 rilevò il 38% delle sue azioni e ne assunse il controllo, in modo tale da avere più libertà nella realizzazione delle attività finanziarie necessarie alla sopravvivenza della sua attività senza dover subire controlli esterni.

Le operazioni poste in essere da Ponzi, nonostante siano state utili in un primo momento a fargli ottenere un utile, non sono state sufficienti a prevenire la sua definitiva caduta.

Per maggior precisione, un buono di risposta internazionale consente a chi intenda spedire una lettera in un diverso Paese di pagare in anticipo la tariffa postale, detta anche affrancatura, per la risposta. Lo scopo dello strumento in questione è quello di permettere ad un corrispondente estero di rispondere al mittente senza versare denaro per la risposta. In parole diverse, il buono viene acquistato presso un ufficio postale di un primo Paese, il Paese di emissione; il destinatario estero, senza necessità di affrancare la risposta, può recarsi presso un ufficio postale di un secondo e diverso Paese, il Paese di destinazione, e qui consegnare la lettera di risposta da spedire congiuntamente al buono di risposta

ricevuto nella lettera del mittente; l'ufficio postale ritirando il buono, lo invalida e in cambio consegna i francobolli di corrispondente valore, il soggetto può quindi spedire la risposta senza versare denaro proprio <sup>15</sup>.

L'arbitraggio avente ad oggetto i buoni fa leva sul fatto che, mentre questi ultimi hanno valore differente in ciascun Paese, il loro controvalore in francobolli è uguale ovunque.

Dunque, possiamo esemplificare come segue: poniamo che Tizio nel tempo storico X abbia acquistato un buono di risposta in Italia con valore corrispondente ad un solo francobollo italiano; Tizio poi dovrebbe aver spedito il buono a Caio che si trova in America; a questo punto, poniamo che il costo della vita in America nel tempo storico X sia inferiore rispetto a quello italiano e che con il buono di risposta invece che un francobollo sia possibile acquistare due francobolli; a questo punto, Caio avrebbe ottenuto non solo il francobollo necessario all'invio della risposta ma anche un francobollo in più. Se poi, successivamente allo scambio, i francobolli acquisiti nel Paese di destinazione vengono venduti, si realizza un profitto.

### *3.2.2. Le tipologie di Schema Ponzi*

Nell'attuale panorama delle operazioni economiche e finanziarie, è possibile riscontrare la presenza di varie tipologie di schema Ponzi. Infatti, è si può notare come tale categoria di schema si sia evoluta, portandone alla luce diverse specie aventi caratteristiche diversificate. Nondimeno, alcuni elementi risultano costanti, ovvero: l'attività di speculazione sui titoli finanziari attuata dall'autore della truffa; la creazione di una fiducia in capo agli investitori; la poca informazione o la mancanza di informazione idonea rispetto ai prodotti finanziari in cui i soggetti investono; la ricerca di clienti che

---

<sup>15</sup> Attualmente, tutti i Paesi membri dell'Unione Postale Universale sono autorizzati a vendere IRC, pur on essendo a ciò obbligati. Contrariamente, i Paesi membri dell'UPU sono obbligati allo scambio dell'IRC con i relativi valori postali.

siano ingenui e non a conoscenza delle nozioni alla base degli investimenti che stanno effettuando<sup>16</sup>; la prospettazione operazioni prive di rischio o a rischio bassissimo, incongruenti con gli alti profitti promessi; la presenza di una catena di investimenti di capitale che forniscono la base monetaria necessaria per corrispondere agli investitori i rendimenti; la truffa, che comprende documentazione falsa, relazioni di revisione falsificate e operazioni illegali compiute anche nella ricerca di nuovi investitori, ad esempio, attraverso la pubblicità ingannevole o attraverso una trasmissione parziale delle informazioni, oppure ancora, attraverso l'assunzione di investitori fasulli (collaboratori o conoscenti del promotore dello schema che si fingevano tali) allo scopo di attirare nuovi clienti; l'esistenza di un contesto economico in cui le rate di rendimento pagate agli investitori da banche e società di investimento sono tendenzialmente basse (infatti, ciò funge spesso da incentivo per l'investimento con un soggetto che propone invece tassi di rendimento molto elevati<sup>17</sup>); il pagamento dei rendimenti dei clienti arrivati per primi attraverso il capitale investito dai clienti successivi; la necessità costante e sempre maggiore di liquidità e conseguentemente l'esigenza di allargare sempre di più la base della piramide.

La presenza di fattori di tipicità consente di pervenire alla configurazione di alcuni fatti di reato in termini di schema Ponzi invece che in termini di altro genere di truffa; tuttavia, è il caso di osservare come sia possibile tracciare alcune distinzioni all'interno della categoria di schema Ponzi, la quale potrebbe ad ogni modo risultare piuttosto generica.

Una prima ripartizione che può essere proposta distingue tra *Fixed-income Ponzi Scheme* ed *Equity-type Ponzi scheme*<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Questa caratteristica non può dirsi presente sempre, infatti, nel caso della truffa realizzata da Bernard Madoff, la massa di investitori comprendeva anche grossi investitori della borsa di Wall Street (sicuramente non a digiuno di informazioni quanto a mercato azionario) ed enti di beneficenza (i quali sicuramente potevano svolgere un'adeguata indagine sugli investimenti che stavano effettuando).

<sup>17</sup> L'incentivo funziona soprattutto perché è correlato alla contemporanea prospettazione di un rischio basso o nullo.

<sup>18</sup> Spencer WINTER (2012), "*The law of Ponzi Payouts*", in *Michigan Law Review*, Vol. 111, No. 1, University of Michigan Law School.

Lo schema Ponzi del tipo *Fixed-income* fa riferimento ai casi in cui il gestore dello schema emette titoli a rendimento fisso per finanziarlo, ovvero titoli di debito il cui tasso di interessi è statico (ad esempio, il 10% annuo) oppure legato ad un *benchmark* (ad esempio, il 2% sulla prima rata); a tale categoria apparteneva lo schema perpetrato da Ponzi nel 1920.

Diversamente, lo schema del tipo *Equity-type* non prevede l'offerta di rate fisse di interessi o rendimenti del capitale ma comporta solamente che il gestore offra all'investitore quel rendimento che il suo investimento sarà in grado di produrre grazie al reinvestimento del denaro depositato, tenendo però presente che poi l'investimento, ai fini della perpetrazione della truffa, non sarà effettuato. Dunque, in questo caso, il ritorno che viene garantito agli investitori non è fisso ma soggiace all'andamento del mercato (Winter, 2012).

Ancora, gli schemi Ponzi possono essere differenziati anche in forza di un fattore di intenzionalità, infatti, sebbene la maggior parte degli schemi nasca con un intento fraudolento, tale caratteristica non è sempre presente. Invece, alcune attività originano come attività legittime e poi, nel corso del loro sviluppo e della loro crescita, acquisiscono elementi di illegalità e prendono configurazione di truffa.

La truffa è da considerare non intenzionale quando siamo in presenza di una società o comunque un'attività di brokeraggio che si svolge legittimamente e con successo. Spesso risulta che attività nate lecite acquisiscano tali elementi di illegittimità a causa del verificarsi di condizioni economiche e finanziarie avverse e idonee a comportare il fallimento dell'attività lecita intrapresa. In casi di questo tipo, lo schema Ponzi può avere lo scopo di impedire che l'attività fallisca, pertanto, l'ideatore non mira a portare avanti lo schema per un periodo illimitato nel tempo ma ad utilizzarlo al fine di recuperare le perdite subite; si tratta dunque di scelta avente carattere momentaneo, effettuata cioè con l'intento di ripristinare in un secondo momento la legalità degli affari (Springer, 2020).

L'intenzione di utilizzare lo schema in via momentanea per aggiustare una situazione economica negativa non è in ogni caso elemento di giustificazione per la violazione della legge, in particolare per il rilascio di dichiarazioni false ai clienti e alle autorità, per la predisposizione dei documenti falsi eventualmente prodotti e per le altre eventuali azioni illecite poste in essere in ottemperanza alla volontà di realizzazione dello schema Ponzi.



Anche gli schemi Ponzi intenzionalmente costituiti possono presentarsi come legittime attività di brokeraggio, come attività di consulenza per gli investimenti o come legittime attività commerciali; tuttavia, in detti casi, fin dal principio lo scopo del gestore dello schema è quello di realizzare una truffa, ovvero di trarre un profitto indebito attraverso artifici e raggiri. Dunque, quella a carattere legittimo è solo attività di facciata, utile a dissimulare le illegalità perpetrate e a spostare da esse l'attenzione.

A titolo di esempio, sono presenti schemi Ponzi di natura intenzionale anche in casi aventi ad oggetto le criptovalute. Invece, con riferimento all'utilizzo di *hedge fund* e *feeder fund* sono presenti sia casi di schemi Ponzi intenzionali che non intenzionali.

Ulteriore distinzione che è possibile tracciare è quella che individua un confine tra due tipologie di schema denominati dalle forze dell'ordine americane come “*Classic Ponzi*” e “*Ponzi-like*”<sup>19</sup>. Quest'ultima definizione, *Ponzi-like Scheme*, fa riferimento a schemi piramidali, simili al Ponzi, ma con alcuni aspetti di diversità, a partire dal fatto che può essere riferita a sistemi leciti, infatti, non necessariamente uno schema piramidale è illegale – basta pensare ai *MLM Contracts* – mentre uno schema Ponzi è illegale sempre, essendo sempre truffaldino.

Il principale tratto di identificazione di uno schema Ponzi illegale è l'esistenza di un meccanismo di pagamento dei rendimenti che prevede la corresponsione agli investitori di denaro depositato da altri investitori invece che di denaro realizzato tramite l'investimento dei depositi. Questa peculiarità è uno degli elementi essenziali alla distinzione degli schemi illegali dagli schemi piramidali *Ponzi-like*.

Nello schema piramidale legale, il partecipante paga del denaro per un prodotto o per un servizio, entrando così nella piramide; successivamente, ciascun partecipante coinvolge nella rete nuovi soggetti con l'intento di massimizzare i profitti. La legalità degli schemi piramidali *Ponzi-like* deriva dal fatto che si tratta di contratti di vendita validi e aventi ad oggetto dei beni materiali esistenti, attraverso i quali è possibile realizzare un profitto reale. Prendiamo a titolo di esempio, i contratti *Multilevel marketing* (MLM). In detti casi, l'operato è legittimo, infatti, si tratta di una tipologia di attività che utilizza la struttura piramidale costituita da vari livelli di partecipanti al fine di incentivare i membri

---

<sup>19</sup> Marie SPRINGER (2020), “*The Politics of Ponzi Schemes. History, Theory, and Policy.*”, New York, Routledge.

a realizzare la maggior quantità possibile di vendite. Infatti, lo scopo della strategia MLM è quella di incrementare la vendita dei prodotti attraverso l'estensione del numero dei membri e, per questo, di norma, si può riscontrare la presenza di vari livelli a cui i membri possono accedere in virtù del numero di soggetti che riescono a coinvolgere nello schema: i promotori, ovvero coloro che vendono i prodotti e cercano di coinvolgere altri soggetti, percepiscono una commissione sulle vendite e possono ricevere anche una commissione sul numero di nuovi membri che riescono a convincere, a condizione che quest'ultima risulti marginale rispetto alla prima.

Gli schemi piramidali illegali, ovvero quelli definiti *Classic Ponzi*, invece, fanno riferimento ai casi in cui i membri dello schema coinvolgono sempre nuovi membri allo scopo di allargare la base della piramide e mantenere un flusso cospicuo di denaro liquido ma senza che ci sia un effettivo prodotto da vendere né alcuna attività realmente redditizia. Dunque, con uno schema piramidale illegale non vengono venduti prodotti e non ci sono effettive entrate monetarie per mezzo delle quali offrire ai membri il risultato del loro investimento.

Anche nei *Classic Ponzi* i membri spesso sono tenuti a pagare una quota per entrare a far parte dello schema ma qui tali quote sono ciò che va a formare il guadagno dei soggetti al vertice della piramide. Infatti, man mano che nuovi membri entrano a far parte della rete, i soggetti che già ne facevano parte possono salire di livello e ricevono pagamenti che non si basano sui ricavi provenienti dalla vendita di prodotti (i quali non esistono perché qui le vendite sono finte) ma sulle quote dei nuovi membri. Quando non è più possibile reclutare nuovi membri, lo schema fallisce.

Ultima distinzione fa riferimento alla possibilità di un investitore di uscire da uno schema Ponzi in un momento antecedente rispetto a quello in cui avverrà la crisi di liquidità che ne determinerà il fallimento<sup>20</sup>.

Infatti, quando si parla di schema Ponzi, è possibile anche fare una distinzione con riferimento ai vantaggi che dallo stesso possono trarre gli investitori, potendo esso riportare un risultato positivo nella particolare situazione in cui il cliente ottenga dall'investimento un guadagno immediato e, di conseguenza, poiché soddisfatto o poiché

---

<sup>20</sup> Marie SPRINGER (2020), *"The Politics of Ponzi Schemes. History, Theory, and Policy."*, New York, Routledge.

ha intuito la presenza di anomalie o irregolarità nelle operazioni, dopo aver incassato il primo rendimento, chieda subito il rimborso del capitale inizialmente investito.

Uguualmente, il cliente potrà avere un effetto non interamente negativo se, dopo essere venuto a conoscenza della truffa, riesce a chiedere ed ottenere il rimborso prima che lo schema arrivi alla crisi di liquidità, anche in assenza della corresponsione di alcun rendimento.

Lo schema può provocare un risultato negativo in capo agli investitori quando, essi, soddisfatti e rassicurati dall'esito positivo del primo investimento o dei primi investimenti, persistano nell'investimento di nuovo denaro nella piramide, non riuscendo a trarsi fuori da essa prima della sua implosione.



### 3.3. Le bolle storiche: la Tulipanomania e il caso John Law

Il caso della Tulipanomania e il caso John Law sono utili alla comprensione del funzionamento degli schemi piramidali per il fatto che danno esemplificazione chiara della nascita e del funzionamento di una bolla finanziaria. La bolla finanziaria viene in considerazione in quanto esempio di uno schema Ponzi naturale, come affermato da Shiller (2000). Infatti, risulta simile l'elemento psicologico presente nelle bolle e quello presente negli schemi Ponzi e si può riassumere come segue: l'aspettativa della crescita dei prezzi rende vivo il ciclo che porta nuovi investitori nel sistema.

Un altro esempio più recente del meccanismo è riscontrabile con riferimento al prezzo dell'oro, il quale tra il 2009 e il 2011 è cresciuto molto in forza della convinzione degli investitori che le banche, per contrastare la crisi finanziaria, avrebbero continuato a far fluire liquidità sul mercato causando un aumento costante dei prezzi. Nell'aprile del 2013, il prezzo dell'oro è però crollato improvvisamente<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Kaushik Basu; *The Ponzi Economy*; in *Scientific American. Nature America*. Vol. 310, No. 6, pp. 70-75; Giugno 2014: “*The price of an ounce of gold rose from around \$900 to \$1800 during these two years. In April 2013 a minor correction occurred, which fueled a panic to sell the metal that led to a major crash. Over two days prices collapsed more than they had in 30 years, baffling speculators and analysts.*”



Figura 1, Source: <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/prezzo-oro-in-caduta-libera-ecco-cosa-fare/>

Il grafico (figura 1) mostra chiaramente il funzionamento della bolla speculativa, facendo riferimento nello specifico alla bolla dell'oro. Come si vede, dal 2009 al 2013 i prezzi sono stati in pressoché costante aumento ma nel 2013 il crollo è stato verticale.

### 3.3.1. La Tulipanomania: la rapida crescita del valore dei tulipani e il seguente crollo del mercato

Negli anni Trenta del 1600 in Olanda si sviluppò una bolla finanziaria e l'oggetto della speculazione erano i tulipani, per questo motivo il fenomeno è stato denominato Tulipanomania. Infatti, in seguito ad un rapido e consistente aumento dei prezzi di tali fiori, che ha raggiunto il culmine nel 1637, scoppiò la bolla e si ebbe un altrettanto rapido crollo del mercato.

Nel corso dei primi decenni del '600, tra i cittadini olandesi, e non solo, si era avviata una moda nell'acquisto dei tulipani che, grazie alle loro varietà spesso rare, venivano

venduti a prezzi sempre più alti. Inizialmente, la compravendita implicava l'acquisto di tulipani verso il pagamento di un prezzo ma, successivamente, negli anni Trenta, non veniva più solamente utilizzato il denaro per l'acquisto dei fiori, invece, erano questi ultimi che venivano direttamente utilizzati come mezzo per acquistare beni, come merce di scambio.

Un esempio di ciò si ha in uno storico contratto risalente al 1633, che prevedeva, in cambio di tre rari tulipani, la vendita di una casa, il cui valore si aggirava probabilmente intorno ai 500 fiorini, quando 250 fiorini nello stesso periodo corrispondevano al salario medio di un falegname<sup>22</sup>.

Man mano che il numero di persone interessate al commercio di tulipani cresceva saliva anche il prezzo dei fiori, tanto che nel 1636 il valore di un bulbo poteva raddoppiarsi in poco più di una settimana. Tra il dicembre del 1636 e il gennaio del 1637, la mania raggiunse l'apice e i prezzi divennero esorbitanti: un *Admiraal de Man*, acquistato per 15 fiorini, fu rivenduto a 175, un *Bizarden* passò da 45 fiorini a 550, un *Generalissimo* da 95 a 900.

La prospettiva di guadagno e la fiducia in una crescita costante dei prezzi continuavano a portare sempre più soggetti ad investire nei tulipani, i quali erano diventati anche simbolo di distinzione sociale e di ricchezza. Ecco, dunque, che si presentavano i caratteri di una psicosi collettiva che ha portato i cittadini olandesi ad indebitarsi pur di acquistare un tulipano. In un primo momento l'obiettivo era quello di piantare il tulipano e dimostrare la propria posizione sociale attraverso la sua esposizione, in un secondo momento, il proposito diventò quello di rivenderlo ed ottenere un guadagno.

Alla base dell'ansia di acquistare i tulipani c'era anche un fattore socio-economico, infatti, all'epoca l'Olanda era in guerra con la Spagna, contemporaneamente stava uscendo da una depressione a cui aveva fatto seguito un'espansione economica, e, infine, era stata attraversata da un'epidemia di peste bubbonica.

La peste ha avuto un forte impatto sulla vicenda, infatti, avendo causato diverse vittime, aveva determinato una carenza di manodopera che, conseguentemente, aveva portato ad un aumento dei salari. Inoltre, la peste aveva portato anche allo sviluppo di un

---

<sup>22</sup> Mike Dash; *La febbre dei tulipani.*; Milano; Bur Rizzoli; 2023.

senso di fatalismo che potrebbe aver accentuato lo slancio verso l'investimento in tulipani.

In un primo momento, i fiori disponibili erano pochi e ciò ne aveva fatto salire i prezzi. I tulipani inizialmente venivano venduti al bulbo, tuttavia, con l'aumento del numero di individui interessati all'acquisto, alcuni esemplari meno pregiati venivano venduti *all'aiuola*<sup>23</sup>.

Nella fase successiva, con l'aumento della mole di compratori interessati, la vendita di tulipani non aveva più ad oggetto solamente il fiore ma si configurava spesso come un contratto di vendita a termine: il venditore si impegnava a consegnare un determinato bulbo nella primavera successiva e il compratore aveva il diritto alla consegna del medesimo, previo pagamento della somma stabilita nel contratto.

In questo modo si favoriva la speculazione: venditore e compratore potevano scommettere sull'andamento del prezzo dei tulipani rispettivamente venduti o acquistati, prevedendo l'aumento o la diminuzione di prezzo per la specie oggetto di vendita.

Altro esempio di speculazione si sviluppò in un momento ancora successivo, quando il calcolo dei prezzi dei tulipani prese diversa forma, andando a basarsi sul peso del bulbo. Infatti, non essendo possibile prevedere come è destinato a nascere o crescere un tulipano in futuro, risultava difficile stabilirne il valore a priori nei contratti a termine. Per questo motivo, nei contratti veniva indicato il peso del bulbo di tulipano al momento della piantatura e in base a questo veniva calcolato il suo valore. Il sistema aveva come conseguenza il fatto che, necessariamente, il valore del tulipano al momento del dissotterramento sarebbe stato più elevato, dato che, mentre si trovano nel terreno, i tulipani subiscono un aumento delle dimensioni.

Quindi, se un tulipano fosse stato piantato a settembre e venduto in quel momento in base al suo peso attuale, a giugno, una volta tolto dal terreno, avrebbe avuto un valore sicuramente superiore perché superiori sarebbero state le sue dimensioni.

---

<sup>23</sup> La vendita all'aiuola concerne un'unità di scambio che all'epoca non era definita con precisione. Come riportato in *M. Dash* (2023), gli archivi legali di Haarlem (Olanda settentrionale) contengono un atto di vendita risalente al 1611 e riguardante quattro aiuole di tulipani pagate la somma di 200 fiorini.



Mentre, con riferimento alle tipologie di compravendita di tulipani, esisteva anche un'ulteriore possibilità, consistente nell'acquisto di quote azionarie dei tulipani più costosi.

Nel 1637 la bolla scoppiò e il mercato improvvisamente crollò in tutto il Paese. In base alla ricostruzione di alcuni economisti, la crisi era definibile come un *Hog cycle*: la scarsità che inizialmente aveva portato i prezzi a salire era ora diventata abbondanza e il valore cominciava a scendere. Nel giro di pochi giorni, la vendita di tulipani era diventata impossibile e ciò che fino a pochi giorni prima aveva un valore di migliaia di fiorini ora non ne aveva più alcuno (Galimberti, 2002).

All'epoca ancora i quotidiani non venivano stampati e per questo motivo non si conosce con precisione la sequenza degli eventi ma, presumibilmente, dopo le prime difficoltà nella vendita di alcuni tulipani, si doveva essere sviluppato un panico collettivo, una psicosi uguale a contraria a quella che aveva dato avvio alla Tulipanomania. Ora, per la paura di acquistare tulipani senza valore e di non poterne più trarre profitto, le vendite erano crollate insieme ai prezzi, tanto che, secondo una testimonianza, un tulipano che prima della crisi valeva 5mila fiorini, nel 1637 ne valeva 50. In seguito alla crisi, i contratti non furono saldati e chi aveva ipotecato o scambiato i propri beni con la speranza di un rapido guadagno, andò incontro al fallimento, subendo una irrimediabile perdita.

Possiamo considerare la vicenda come un esempio di evento economico in cui a dominare è l'irrazionalità, la stessa che potrebbe essere osservata negli episodi recenti di crisi e di bolle del mercato, dove finché la maggior parte compra, tutti sono indotti a comprare, ma quando molti iniziano a vendere, il panico dilaga e la bolla scoppia.

### 3.3.2. *Il caso John Law: la moneta cartacea e la conversione di titoli di Stato in azioni della compagnia del Mississippi*

Il sistema di John Law ha avuto inizio nel 1700 in Francia, dopo la morte di re Luigi XIV nel 1715. Infatti, dopo la guerra di secessione con la Spagna, la Francia si trovava in una situazione finanziaria estremamente negativa, con un debito pubblico molto alto che si ripercuoteva sulla stabilità della moneta e sulla disponibilità di capitali.

In questo contesto economico, John Law progettò un sistema, basato sulla sua stessa teoria monetaria, ovvero una teorizzazione critica nei confronti della moneta metallica e favorevole alla moneta cartacea, fondato su due capisaldi: l'apertura di una banca di emissione di moneta fiduciaria, cioè di una moneta il cui valore non è intrinseco (come accadeva per le monete metalliche, il cui valore era legato alla preziosità del materiale) ma dipende dal fatto che uno Stato le attribuisca valore, e la costituzione di una compagnia commerciale che emettesse azioni in grado di sostenere la colonizzazione allora in corso<sup>24</sup>.

Nel 1705, Law scrisse "*Money and Trade Considered with a Proposal for supplying the Nation with Money.*", un volume in cui suggerì l'istituzione di una banca centrale nazionale che stampasse moneta cartacea garantita da terreni coltivabili, rimpiazzando così la moneta metallica in circolazione<sup>25</sup>.

Sotto la reggenza del duca Filippo d'Orléans, Law nel maggio del 1716 ottenne l'autorizzazione per l'apertura di una banca privata a Parigi, che inizialmente aveva la forma di una società per azioni, ovvero la *Banque Générale*, che aveva la prerogativa di emettere moneta cartacea.

---

<sup>24</sup> Lawrence LANDE, Tim CONGDON (1991), "*John Law and the invention of paper money*", in *RSA Journal*, Vol. 139, No. 5414, pp. 916-928, Royal Society for the Encouragement of Arts, Manufactures and Commerce.

<sup>25</sup> Giuseppe DE LUCA (2015), "*Le crisi finanziarie dalla Tulipanomania alla bolla del 1978: lezioni dalla storia.*", in *Italiano LinguaDue*, No. 2, Università degli Studi di Milano.

Nell'agosto del 1717, Law ottenne l'autorizzazione per la costituzione di una compagnia commerciale, la compagnia d'Occidente (o compagnia del Mississippi). Nel gennaio 1719, la Compagnia d'Occidente assorbì le compagnie che negoziavano con l'Asia, assumendo il nome di Compagnia delle Indie e il monopolio del commercio estero francese.

Nel 1718, la *Banque Général* fu trasformata in *Banque Royale*, divenendo un istituto pubblico e attuando così l'originario progetto di Law. A questo punto, la banca emetteva la moneta cartacea non più su garanzia dei depositi effettuati dai privati presso la propria banca ma su garanzia statale.

Il sistema di Law può essere descritto in tre punti fondamentali. Il primo punto consiste nell'assunzione di una politica monetaria in grado di regolare i flussi di moneta circolanti. Infatti, se l'aumento della moneta disponibile è suscettibile di incrementare la crescita economica poiché permette di soddisfare una domanda di moneta latente, tuttavia, una quantità eccessiva di moneta messa in circolazione ha un effetto negativo per l'economia, ovvero porta all'inflazione. Dunque, una politica economica deve assicurare che la quantità di moneta in circolazione sia sufficiente ma anche che non sia eccessiva, deve cioè essere assicurato un pieno impiego non inflazionistico della moneta.

Il secondo punto prevede una critica alla moneta metallica allora circolante. La critica si basava sul fatto che il valore dell'oro e dell'argento che venivano utilizzati per le monete era variabile e, pertanto, era corrispondentemente variabile il valore della moneta. Ciò risulta poco funzionale all'andamento dell'economia, infatti, lo scopo della detenzione di una determinata quantità di moneta è legato alla possibilità di utilizzare la stessa per l'acquisto di beni e non al valore intrinseco dell'oro o dell'argento di cui è costituita.

La variabilità del valore del metallo e della quantità di metallo disponibile intralciava gli scambi e l'economia e, per questo, Law riteneva la moneta metallica poco efficiente.

Dunque, il terzo pilastro della teoria di Law risulta essere la moneta cartacea, la quale non ha valore intrinseco e per questo non è soggetta alle variazioni di quantità e valore del materiale di cui è costituita. Tuttavia, proprio l'assenza di un valore intrinseco richiede che tale moneta abbia una garanzia esterna che sia adeguata ad attribuirle un valore. Tale garanzia, secondo Law, sarebbe data dalla terra o da altre attività produttive.

Per quanto riguarda invece la bolla speculativa, è necessario partire dalla Compagnia d'Occidente (o Compagnia del Mississippi). Essa, infatti, fu coinvolta nella gestione del debito pubblico, attraverso l'attuazione di una strategia oggi nota con il nome di *debt/equity swap*: la compagnia deteneva il monopolio, ovvero il diritto esclusivo, di sfruttare le risorse della colonia francese della Louisiana per venticinque anni e in cambio il suo capitale sarebbe stato costituito da titoli di stato che i proprietari avrebbero potuto scambiare con azioni della compagnia (De Luca, 2015).

In altre parole, i detentori di titoli di Stato potevano convertirli in azioni della Compagnia. Furono dunque messe in vendita tali azioni e, nonostante un avvio tiepido, in poco tempo apparve evidente come il loro acquisto fosse particolarmente fruttuoso. Infatti, tali azioni erano vendute in cambio di titoli di Stato al loro valore nominale ma il valore dei titoli sul mercato era di molto inferiore rispetto a quello delle azioni: Law prometteva un dividendo di 200 lire su azioni vendute a 500 lire ma pagate con un titolo che aveva valore di 100. Pertanto, le azioni della Compagnia risultavano molto convenienti, anche per il fatto che erano accessibili anche ai piccoli risparmiatori, infatti, le azioni potevano essere pagate anche a rate<sup>26</sup>.

Il sovrano francese fece stampare sempre più banconote e i cittadini, convinti che il prezzo delle azioni sarebbe salito ancora, continuarono a comprarne un numero sempre maggiore, fino a che nel dicembre del 1719 le azioni emesse al valore di mille venivano vendute a diecimila. Tuttavia, in seguito, iniziò una fase di ribasso dei prezzi delle azioni, scatenato dall'annuncio da parte della Compagnia delle Indie di un dividendo di basso valore nominale. Law cercò di porre un freno alla crisi fondendo la Banque Royale con la Compagnia delle Indie ma la bolla scoppiò ugualmente. Il valore delle azioni crollò e i cittadini chiesero la conversione delle banconote cartacee in moneta metallica ma la quantità di monete esistente non era più sufficiente a coprire la domanda. Vennero adottate alcune misure per contenere i danni, come il divieto di circolazione della moneta metallica, tuttavia, la banca fallì ugualmente.

La bolla assunse dimensioni internazionali, infatti, quando la notizia del crollo della Compagnia delle Indie arrivò a Londra, salì velocemente il prezzo delle azioni della

---

<sup>26</sup> François R. VELDE, (2007) "*John Law's System*", in *The American Economic Review*, Vol. 97, No. 2, pp. 276-279, American Economic Association.

Compagnia dei Mari del Sud, fondata in Inghilterra con il medesimo scopo per il quale fu fondata la Compagnia d'Occidente in Francia (risolvere il debito pubblico). Tuttavia, con la promulgazione del *Bubble Act*, finalizzato a limitare l'acquisto di azioni della Compagnia con titoli di debito pubblico, si generò il panico, il valore delle azioni crollò e la bolla scoppiò.



## **4. Casi di realizzazione pratica dello schema Ponzi: B. Madoff e R. A. Stanford**

### **4.1. Il caso Madoff**

Uno degli schemi Ponzi più famosi e dal valore più considerevole mai posti in essere è quello realizzato da Bernard Madoff, il quale, invero, è stato arrestato nel 2008 con l'accusa di aver posto in essere una truffa finanziaria da 60 miliardi di dollari.

L'attività illegale posta in essere da Madoff ha attraversato cinque decenni, ciò anche grazie alla sua abilità di creare attorno alla propria attività sui mercati finanziari un senso di fiducia e di esclusività, e infatti il periodo di attività illecita ha una data di inizio nel 1960<sup>27</sup> e ha un data di fine nell'undici dicembre 2008, la data dell'arresto.

Per più di cinquant'anni Madoff con la sua società ha comprato e venduto azioni e titoli, per conto proprio e dei suoi clienti, essendo infatti, coinvolto in tre tipologie di attività: l'attività di market maker, nell'ambito della quale operava come intermediario, comprando e vendendo azioni per i suoi clienti; la negoziazione di titoli per conto proprio; l'attività di consulenza finanziaria non registrata e dunque illegalmente esercitata.

Per meglio comprendere la portata della vicenda nata per opera di Madoff e il contesto socio-economico in cui si è sviluppato, è necessario ripercorrere brevemente la sua vita e gli anni della costituzione della compagnia che è stata contemporaneamente protagonista e scudo della truffa perpetrata.

Madoff nacque nel 1938 a New York nel contesto di una famiglia di emigrati ebraici, nella quale la madre era una casalinga, mentre il padre aveva cercato varie volte di avviare diverse attività, portandole però sempre al fallimento.

---

<sup>27</sup> Secondo l'opinione della maggior parte, mentre secondo altri l'inizio sarebbe da spostare nei primi anni '70 (Lewis 2010).

Il contesto storico-sociale nel quale Madoff si è formato e ha vissuto l'età giovanile è quello della rinascita della classe media statunitense; infatti, Madoff è cresciuto negli anni '50, nel periodo seguente alla depressione economica degli anni '30 e alla Seconda guerra mondiale, pertanto, ha vissuto in un clima di generale rinascita e di desiderio di pace e normalità.

Nel corso delle scuole superiori ha svolto alcuni lavori, prima come bagnino e poi, part-time, come venditore di irrigatori da giardino; dopo le scuole superiori, essendosi laureato in scienze politiche, si è iscritto a legge ma dopo il primo anno ha abbandonato il progetto.

Un dato importante della biografia di Madoff consiste nel fatto che la moglie proveniva da una famiglia benestante e il padre, Saul Alpern, aveva uno studio contabile. Tale informazione è fondamentale, non solo perché è proprio presso tale studio contabile che Madoff ha avviato la propria attività ma anche per il fatto che, negli esordi, provenivano dalla cerchia di clienti di Alpern i primi soggetti che si sono interessati agli investimenti di Madoff, così come derivava da Alpern l'iniziale investimento di 50mila dollari.

Nel 1960, Madoff fondò la propria società, la Bernard Madoff Investment Securities (BMIS)<sup>28</sup>, società di brokeraggio che realizzava una lecita attività di investimenti sul mercato Over The Counter, per mezzo di *penny stock*, ovvero titoli aventi un prezzo per azione molto basso. L'attività svolta sul mercato OTC, sebbene lecita, era molto rischiosa, infatti, comprendeva in modo particolare aziende troppo piccole per poter comparire sul mercato di Wall Street o aventi una reputazione non ottimale<sup>29</sup>.

Tuttavia, contemporaneamente e con l'obiettivo di perseguire maggiori guadagni, Madoff, dietro la facciata dell'attività di brokeraggio legittimamente esercitata, aveva avviato un'attività di consulenza finanziaria – chiamata dai dipendenti “*The 17th floor*” poiché si svolgeva nel medesimo palazzo in cui era svolta l'attività principale di brokeraggio solo che, mentre quest'ultima occupava i piani numero diciotto e diciannove, la consulenza era rilegata al piano numero diciassette, al quale la maggior parte dei

---

<sup>28</sup> Si trova nominata anche come *Bernard L. Madoff Investment Securities*.

<sup>29</sup> Md. Uzzal HOSSAIN (2022), “*An Analysis of Madoff Investment Securities: How the Biggest Financial Scam Took Place and The Failure of Assurance Service*”, <https://ssrn.com/abstract=4365065>.



dipendenti non era ammessa – esercitata illegittimamente e di nascosto, essendo priva della registrazione richiesta dalla *Securities Exchange Commission* per le attività di consulenza (Lewis, 2010).

Nonostante le sue attività siano state presumibilmente avviate contemporaneamente, Madoff, lungo tutto il periodo di attività, ha usato sempre molta premura nel tenerle separate, così come teneva separati i libri e i registri contabili; la separazione formale delle due attività non ha comunque impedito a Madoff di utilizzare i proventi dell'attività illecita per rimediare alle perdite provocate nell'attività di brokeraggio.

Un primo esempio di come l'attività di brokeraggio venisse spesso salvata per mezzo di una copertura delle perdite che in essa si creavano risale al 1962, anno in cui il mercato azionario americano subì un crollo e i primi titoli azionari che iniziarono a perdere valore furono quelli molto rischiosi che Madoff gestiva per conto dei propri clienti della BMIS. Tuttavia, in seguito a tale crollo, i clienti di Madoff non ebbero alcuna perdita, come contrariamente ci si sarebbe aspettati. Ciò fu possibile grazie al fatto che Madoff, invece che informare i propri clienti delle perdite subite, preferì prendere a prestito da Alpern il denaro necessario alla copertura delle stesse, per un ammontare di 30mila dollari.

Negli anni '70, Madoff mise mano alla propria attività di brokeraggio, apportando una modifica e trasformando ciò che era nato come mero scambio di *penny stock* in un'attività di *market maker*; così Madoff assunse la forma di un intermediario finanziario che acquistava titoli sul mercato, formando una scorta, e poi li rivendeva e guadagnava una commissione sulle vendite.

Altro passaggio importante nel corso della storia dell'attività della BMIS si è avuto nel momento in cui, insieme al fratello, Madoff ha deciso di investire sul *trading via computer*; erano gli anni '70 per cui si trattava di una novità che ha permesso alla società di competere con concorrenti più grossi. Infatti, rispetto all'iniziale metodologia di compra-vendita di azioni via telefono, l'utilizzo del computer permise un'accelerazione e un'amplificazione del processo.

Nel 1974, dopo il ritiro di Alpern per la pensione, il suo posto venne riempito da Avellino e Bienes, due contabili che diventarono titolari dello studio, da un lato, e dall'altro, così come Alpern, continuarono a indirizzare i propri clienti verso la realizzazione di investimenti con Madoff. In tale modo, Avellino e Bienes formarono il

più grande *feeder fund*<sup>30</sup> di Madoff, infatti raccoglievano denaro da investitori di vario tipo e li inviavano all'attività di consulenza di Madoff; successivamente, per aver raccolto tali somme, ricevevano una commissione.

Anche nel caso di Avellino e Bienes, l'attività svolta era illegale: tali due soggetti erano due contabili ma svolgevano attività di consulenza e raccolta di fondi senza essere registrati presso la SEC.

Negli anni '80, la società di Madoff era in crescita, finché negli anni '90, quando l'attività di consulenza era passata all'attuazione della *Split-Strike Conversion Strategy*, iniziarono a sorgere i primi sospetti circa la liceità delle operazioni svolte.

Infatti, nel 1992 la SEC iniziò ad indagare su Avellino e Bienes, i quali, interrogati dagli agenti, rivelarono di aver raccolto 440 milioni di dollari con la loro attività ma ammisero che tutte le decisioni circa gli investimenti erano state prese da un gestore segreto, la cui identità era da ricondurre a Madoff. La SEC, sospettando la perpetrazione di una frode, aveva chiesto dunque a Madoff la documentazione comprovante la liceità delle proprie operazioni, documentazione che non poteva esistere poiché Madoff non aveva realmente investito il denaro dei propri clienti; tutte le transazioni che Madoff dichiarava di effettuare erano in realtà artificialmente formulate per mezzo del meccanismo della retrodatazione: manualmente, a computer venivano inseriti per ogni cliente i rendimenti, solo che i profitti riferiti ad un certo periodo venivano segnati in un periodo successivo, quando erano già conosciuti i valori azionari del momento cui il rendimento era riferito. In tale modo le informazioni fornite ai clienti venivano manipolate affinché risultasse esserci sempre un guadagno all'altezza dell'aspettativa del singolo soggetto.

Al fine di dimostrare alla SEC l'esistenza di tali (fasulli) investimenti, Madoff lavorò con F. Di Pascali, suo collaboratore che creò la documentazione falsa – costituita da

---

<sup>30</sup> Un *feeder fund* è un fondo che raccoglie sottoscrizioni ma che deve investire almeno l'85% delle sue attività in quote di un altro fondo, il *master fund*.

documenti contabili, registri contabili, estratti conto – poi sottoposta al controllore americano<sup>31</sup>.

La falsità della documentazione, pur se unita alla inverosimiglianza dei rendimenti che i clienti della BMIS ottenevano, non fu sufficiente a fondare un'azione legale contro Madoff, infatti, la SEC chiuse la pratica nei suoi confronti senza ulteriori indagini.

La pratica non fu invece archiviata nei confronti di Avellino e Bienes, i quali furono costretti a chiudere la propria attività, in quanto non registrata, e a restituire agli investitori il denaro che era stato raccolto nell'ambito della medesima; dunque, poiché i soldi erano stati gestiti da Madoff, era lui a dover restituire i 440milioni di dollari ai propri clienti. Dal momento che Madoff non aveva a disposizione il denaro necessario ad assolvere al compito impartito dalla SEC, egli si ricorse a tre dei suoi più grossi investitori e li persuase a prestargli il denaro necessario (Lewis, 2016).

Successivamente furono svolti ulteriori controlli nei confronti di Madoff ma per la superficialità degli stessi, solo nel 2008 Madoff venne arrestato con l'accusa di aver posto in essere una truffa basata sulla realizzazione di uno schema Ponzi.

Sulla base della storia del caso Madoff e della BMIS, è possibile vedere più di un'incongruenza, a partire dal fatto che l'attività di brokeraggio, così come quella di consulenza si svolgono sul mercato finanziario e tale fatto, anche autonomamente considerato, rende, per definizione, le operazioni svolte impregnate di un intrinseco rischio. Infatti, le operazioni che si svolgono sul mercato finanziario, su quello regolamentato e ancora di più su quello Over The Counter, sono volatili e soggette alle variazioni del mercato, essendo destinate a subire crolli quando questo scende e a raggiungere picchi quando sale.

La rischiosità intimamente esistente nel mercato finanziario rende oggi agevole l'individuazione di un fattore di anomalia nella proposta che Madoff presentava ai propri clienti: gli investimenti proposti dovevano essere sicuri al cento per cento e, benché nella realtà materiale questa proposta sembrasse avere concreto riscontro, si trattava nella realtà dei fatti di promesse inconsistenti; ciò si dimostra facilmente osservando come i

---

<sup>31</sup> CARROLL Michael P., MORVILLO Richard J. (2010), “*Auditor Liability in the Current Environment: how to protect yourself.*”, New York, *Practising Law Institute*.

rendimenti che egli dichiarava periodicamente ai propri clienti, i quali effettivamente risultavano sempre positivi (se non in un esiguo e poco rilevante numero di casi), erano artificialmente fabbricati.

Anche nei momenti di crisi del mercato, Madoff sempre riusciva a salvare gli investimenti dei propri clienti e nei periodi in cui il corso del mercato era stabile, in ogni caso, i profitti assegnati erano superiori rispetto alla media.

Altrettanto facilmente è possibile notare una seconda e conseguente anomalia, considerando che, di norma, un investimento rischioso ha un potenziale rendimento elevato mentre un investimento sicuro ha un rendimento basso. Tale affermazione risulta contrastante con le vicende storicamente attribuibili alla BMIS, la quale, nonostante promettesse investimenti sicuri, garantiva anche rendimenti elevati. Questi ultimi (i rendimenti elevati), in contraddizione con il normale funzionamento del rapporto rischio/rendimento, apparivano effettivamente nei conti dei clienti.

L'assenza di perdite, gli investimenti che sempre andavano a buon fine, i rendimenti alti e il basso rischio erano elementi che, considerati congiuntamente, rendevano poco complesso rilevare l'esistenza di campanelli d'allarme e infatti, dietro a questa apparenza, si nascondevano operazioni che volevano di dissimulare perdite, nel tentativo di evitare che l'ammissione dell'esistenza di deficit finanziari portasse alcuni clienti a ritirare i propri capitali, portando la società di Madoff al fallimento già nella fase iniziale della vita della BMIS.

Possiamo dunque dire che, il presunto successo di Madoff, così come l'immagine di impeccabile uomo d'affari che lo accompagnava sono stati possibili, non in forza di una sua speciale abilità di gestire i portafogli di titoli altrui – sulla quale, tuttavia, molti investitori credevano e sulla quale si adagiavano senza farsi eccessive domande circa le eventuali anomali riscontrate – bensì per effetto della realizzazione di uno schema Ponzi, il quale, iniziato nel 1960, nel 2008 aveva raggiunto dimensioni ingenti.

Le autorità americane hanno arrestato Madoff nel 2008 con l'accusa di aver realizzato uno schema Ponzi e, nel 2009, gli sono stati posti a carico undici capi d'accusa, tra cui frode nella negoziazione di titoli, frode nella consulenza sugli investimenti, frode

telefonica, frode postale, riciclaggio di denaro, documentazione falsa, falsa testimonianza, sottoposizione di documentazione falsa alla SEC<sup>32</sup>.

Madoff si è dichiarato colpevole ed è stato condannato a 150 anni di carcere, nel 2021 è deceduto.

#### *4.1.1. Le ragioni della popolarità di Madoff: la personalità di Madoff, l'affidamento delle vittime e i controlli superficiali*

La rilevanza assunta dal caso Madoff è riferibile non solo alla portata economica della truffa ma anche alla personalità e alle caratteristiche di Madoff stesso e al comportamento superficiale delle vittime e delle autorità deputate al controllo.

Pertanto, vanno presi in considerazione ed analizzati tre fattori, la cui presenza congiunta ha portato lo schema a persistere e rimanere attivo nonostante gli evidenti campanelli d'allarme: si tratta delle caratteristiche della personalità e del modo di agire di Madoff; del comportamento delle vittime; del fallimento dei controlli posti in essere dalla SEC.

Il primo punto da considerare sono le caratteristiche di Madoff, partendo dalle motivazioni che lo hanno spinto ad attuare uno schema Ponzi invece che agire legalmente. Queste ultime risiedono presumibilmente nella facilità e nella celerità del successo che era convinto di riuscire ad ottenere.

Malgrado Madoff avesse la convinzione di riuscire ad ottenere la ricchezza sperata in modo così semplice e veloce, egli era in ogni caso anche a conoscenza del fatto che l'attività sui mercati finanziari è, com'è ovvio, soggetta alle oscillazioni dei mercati, ma proprio in forza di tale consapevolezza, egli ha dovuto trovare un modo – appunto la realizzazione di uno schema Ponzi – , non solo per avere dei rapidi guadagni, ma anche e

---

<sup>32</sup> FBI (2009), “*Bernard L. Madoff Charged in 11-Count Criminal Information*”, <https://archives.fbi.gov/archives/newyork/press-releases/2009/nyfo031009.htm>.

soprattutto per evitare di dover subire le perdite connesse al rischio proprio degli investimenti ad alto rendimento.

Passando ai tratti di personalità di Madoff rilevanti ai fini di quest'analisi, il primo punto da sottolineare consiste nel fatto che Madoff godeva di una reputazione particolarmente positiva, essendo conosciuto negli ambienti di Wall Street come persona rispettabile, professionalmente di successo e degna di stima e fiducia, infatti, come riportato in Grattagliano et al. le caratteristiche “*che ha saputo ben utilizzare a fini criminosi erano date da una capacità fuori dal comune di presentazione strategica del sé, unita ad una illusione di rispettabilità*”<sup>33</sup>.

L'attuazione di una frode richiede che il truffatore sia in grado di convincere le vittime circa la propria attendibilità e Madoff tendeva ad adempiere a questo onere attraverso la enunciazione ai propri clienti del solo meccanismo su cui gli investimenti si basavano, senza specificare ulteriori elementi e facendo intendere che l'argomento fosse troppo complesso per l'ascoltatore, creando un alone di mistero. In effetti, anche durante la testimonianza data al processo che lo vedeva protagonista, Madoff ha descritto la truffa posta in essere in modo generico, ammettendo la realizzazione dello schema Ponzi ma senza spiegare le modalità di attuazione del medesimo<sup>34</sup>.

In questo modo è riuscito a coinvolgere, in un primo momento, soprattutto soggetti non esperti in materia ma in un secondo momento anche istituzioni finanziarie di rilievo internazionale, come la Royal Bank of Scotland Group Plc, Unicredit Spa, Banco Bilbao Vizcaya Argentina (Grattagliano et al, 2019).

Il secondo elemento che ha concorso al consolidamento del successo di Madoff è riconducibile all'atteggiamento fiducioso delle vittime.

---

<sup>33</sup> Ignazio GRATTAGLIANO, Roberto CATANESI, Fulvia CARUCCI, Michele DI MARCANTONIO (2019), “*Criminalità economica: il caso Madoff.*”; in *Rassegna Italiana di Criminologia*”, Anno XIII, No. 2, Pensa MultiMedia Editore, p. 105.

<sup>34</sup> Pierre CLAUSS, Thierry RONCALLI, Guillaume WEISANG (2009), “*Risk Management Lessons from Madoff Fraud.*”, in *International Finance Review*, Vol. 10, pp. 505-543, Emerald Group Publishing Limited.

Come ricordato, le prime vittime di Madoff sono stati soggetti non qualificabili come esperti del settore finanziari e tra i soggetti coinvolti erano presenti anche membri della comunità ebraica cui Madoff apparteneva, permettendo di qualificare la vicenda come una “*affinity fraud*” secondo la definizione fornita dalla SEC con la quale si fa riferimento ad una truffa che colpisce membri di comunità circoscritte, come può essere un gruppo religioso o un gruppo professionale<sup>35</sup>.

Il senso di appartenenza scaturito nei membri della comunità ebraica non è l’unico elemento da tenere in considerazione quando si parla di aspetti di convincimento delle vittime. Invero, è necessario considerare il senso di fiducia che porta all’effetto gregge e il senso di esclusività.

Con l’espressione *effetto gregge* si intende il comportamento degli investitori che effettuano le proprie scelte, affidandosi a ciò che viene compiuto dalla maggioranza: gli investitori frequentemente hanno dimostrato la tendenza ad agire seguendo le opinioni diffuse nella massa.

In senso lato, anche nel caso Madoff, si può parlare di una psicosi che è dilagata tra gli investitori e che in qualche modo è paragonabile alla vicenda della Tulipanomania<sup>36</sup>. In tale vicenda, in un breve tempo la domanda di bulbi di tulipani era diventata così grande da far alzare i prezzi irragionevolmente, fino al punto che venivano acquistati non solo tulipani ma anche bulbi e promesse di piantare tulipani (veri e propri *future* aventi ad oggetto i tulipani). Una volta iniziate le vendite, il mercato in pochi mesi è crollato, non riuscendo più ad assorbire l’offerta.

La moda del tulipano si è diffusa rapidamente e largamente, tutti volevano comprare un tulipano, qualcuno era disposto addirittura ad indebitarsi a tal fine; in modo simile, si affermava tra gli investitori la fama di Madoff e sempre più persone volevano entrare a far parte dall’élite creatasi negli ambienti che lo circondavano.

---

<sup>35</sup> LEWIS S. Lionel (2010), “*Madoff’s Victims and Their Day in Court*”, in *Culture and Society*, Vol. 43, pp. 439-450.

<sup>36</sup> Tulipanomania: si tratta del primo caso conosciuto di bolla speculativa, si è verificato tra la fine del 1636 e l’inizio del 1637 in Olanda.

Emerge un'ulteriore qualità che Madoff ha dimostrato, ovvero quella di aver saputo creare intorno a sé un senso di esclusività, che faceva sentire chi riusciva ad entrare nella sua cerchia come un appartenente ad “*un gruppo di prescelti*” (Lewis, 2010).

L'esclusività, quasi elitaria, che circondava Madoff rendeva i suoi investitori destinatari di ritorni e gratificazioni non solo a livello economico ma anche sociale e personale e ciò si evince anche da alcune interviste, nelle quali alcune vittime della truffa hanno affermato che investire con Madoff voleva dire entrare a far parte di una cerchia e che, poiché non sempre Madoff accettava le richieste di nuovi investitori, la situazione risultava rovesciata: era come se fosse Madoff, accentando un nuovo investitore, a “fare un favore” a quest'ultimo, facendolo diventare suo cliente<sup>37</sup>.

Ultimo elemento da considerare per quanto riguarda le vittime di Madoff appare considerando l'ipotesi che tra gli investitori coinvolti, almeno qualcuno fosse a conoscenza degli elementi di anormalità ma che essi continuassero ad investire semplicemente in forza dei guadagni che riuscivano ad ottenere. In relazione a quest'ultima affermazione, va considerato anche il punto di vista di Madoff, il quale, al fine di mantenere alto l'interesse dei clienti, aveva la necessità di lasciarli sempre soddisfatti, invero, era costantemente presente il rischio che essi chiedessero il rimborso del capitale, il che, se fosse poi esploso un nuovo effetto gregge, avrebbe portato al crollo del sistema piramidale. Dunque, Madoff doveva offrire ritorni più alti della media per avere la certezza che gli investitori non lo abbandonassero e, per questo motivo, le performance che ad essi dichiarava si basavano semplicemente sulle loro aspettative ed effettivamente Madoff appariva concretamente in grado di soddisfare tali pretese ma solamente poiché i dati riportati nei documenti che proponeva erano inventati e retrodatati.

In aggiunta va considerato un ultimo aspetto, ovvero il fatto che, eventuali dubbi che i clienti di Madoff si fossero posti sulla bontà del proprio investimento sarebbero comunque stati sfatati con la ricezione dei primi estratti conto comprovanti l'esistenza dei risultati positivi promessi; così, anche chi avesse continuato ad essere dubbioso circa

---

<sup>37</sup> Erin E. ARVEDLUND (2001), “*Don't Ask Don't Tell: Bernie Madoff is so secretive, he even asks his investors to keep mum.*”, in *Barron's*.



l'effettiva liceità delle operazioni, in alcuni casi, vedendo i profitti accreditati, potrebbe aver consapevolmente deciso di non porsi ulteriori domande.

Il terzo punto coinvolge i controlli effettuati, i quali rendono necessaria la valutazione di un doppio ordine di fattori, da un lato la scarsa profondità dei controlli e, dall'altro, la forte attività di dissimulazione posta in essere da Madoff.

Il punto di partenza è la constatazione del fatto che, sebbene i registri contabili della SEC contenessero molti errori e le anomalie del sistema fossero evidenti, né gli investitori né le autorità sono stati in grado di denunciarne le illegalità fino al 2008.

Per quanto riguarda le mancate denunce da parte degli investitori, considerati come individui singoli, probabilmente la causa di tale mancanza è da ricercare nella circostanza che gli investimenti presso Madoff avvenivano principalmente attraverso i *feeder fund*, i quali raccoglievano denaro presso vari investitori e lo inviavano a Madoff affinché lo gestisse. Si può presumere che, essendo questa la modalità in cui gli investimenti si svolgevano, gli investitori-individui non si preoccupassero di effettuare i controlli sul destinatario dei propri fondi poiché si aspettavano che questi venissero svolti in maniera sufficientemente approfondita dai fondi cui avevano originariamente affidato il denaro da investire. Tuttavia, dall'analisi di alcuni casi emerge che i fondi non hanno effettuato un tanto approfondito controllo prima di destinare il denaro a Madoff e un esempio di ciò lo possiamo trovare con riferimento ad uno dei più grandi *feeder fund* di Madoff, il Rye Select Market Fund, il quale dichiarava di aver fatto svolgere i controlli sulla BMIS alla KPMG, ovvero una società che fornisce alle imprese servizi di revisione, verifica e consulenza, la quale però aveva svolto controlli solo superficiali, non riuscendo a rendere manifesti i vizi dell'operato di Madoff<sup>38</sup>.

Successivamente, vanno presi in considerazione anche e soprattutto i controlli svolti dalla SEC, ovvero l'autorità americana preposta a tale onere, la quale nel 2009 ha rilasciato una relazione<sup>39</sup> avente ad oggetto un'indagine interna sulle investigazioni

---

<sup>38</sup> Md. Uzzal HOSSAIN (2022), “*An Analysis of Madoff Investment Securities: How The Biggest Financial Scam Took Place and The Failure of Assurance Service*”, <https://ssrn.com/abstract=4365065>.

<sup>39</sup> U.S. SEC, OIG – United States Securities and Exchange Commission Office of Inspector General (2009), “*Report of investigation. Investigation of Failure of the SEC To Uncover Bernard*

effettuate nei confronti di Madoff, leggendo la quale emerge che, malgrado sia stato verificato che tra gli agenti della SEC e Madoff non ci fossero legami tali da far presumere una complicità nel mascheramento della truffa, in ogni caso i controlli svolti hanno peccato di leggerezza, superficialità e incompletezza.

La problematicità è ben visibile in ciascuno dei casi in cui la SEC ha aperto indagini nei confronti di Madoff, ovvero nel 1992, nel 2004-2005, nel 2006 e nel 2008, oltre che nella constatazione che tra il 1992 e il 2008 la SEC ha ricevuto sei reclami, i quali, con l'eccezione del caso del 2008, non hanno prodotto conseguenze significative.

Il primo reclamo riportava l'informazione che una società di investimenti non registrata assicurava investimenti sicuri al 100% con un tasso di rendimento molto elevato su periodi di tempo lunghi. Tale reclamo ha portato all'indagine svolta nel 1992, quando Avellino e Bienes sono stati interrogati e hanno rivelato di aver venduto titoli per 440 milioni di dollari, pur non essendo registrati alla SEC. Dalle dichiarazioni dei due contabili sono emersi elementi interessanti per l'analisi del caso, infatti, essi descrivevano il loro modo di agire con i clienti affermando che era loro prassi quella di promettere un investimento sicuro e con rendimenti non inferiori al 13.5-14% annui. Tale affermazione non veniva accompagnata da dettagli precisi, infatti, né veniva descritta la modalità di utilizzo dei fondi né veniva rivelata l'identità del *broker* che avrebbe gestito gli investimenti, ovvero quella di Madoff.

Le indagini del 1992 si chiusero però con le sole sanzioni della multa e della chiusura della società di Avellino e Bienes senza nessuna conseguenza per Madoff, salvo l'ordine di restituzione dei fondi investiti dai clienti.

La chiusura delle indagini del 1992 è avvenuta benché fosse presente un significativo e palese elemento di anormalità: la BMIS proponeva investimenti con rendimenti molto alti e poco rischiosi; ciò è poco coerente poiché la liquidità di un titolo si calcola in base alla sua capacità di trasformarsi quanto più velocemente in denaro e se un titolo è molto redditizio dovrebbe essere poco liquido. Tuttavia, nonostante Madoff fosse in possesso di molta liquidità, gli agenti della SEC non indagarono sul punto, come dimostra la

---

*Madoff's Ponzi Scheme. Case No. OIG-509*", <https://www.sec.gov/files/oig-509-exec-summary.pdf>.

mancanza di indagini circa la provenienza dei fondi con cui Madoff ripagò i 440 milioni di dollari.

La conclusione che da ciò si può trarre è riassumibile in un'alternativa: gli agenti erano a conoscenza dell'esistenza della truffa oppure sono stati così negligenti da non notare la palese incongruenza.

Il secondo reclamo perviene alla SEC nel 2000 ma non viene preso in considerazione e perciò viene reiterato nel 2001 e infine nuovamente nel 2005. Si trattava di una nota contenente un resoconto dettagliato dei campanelli d'allarme presenti nell'attività di Madoff: nello specifico, era un documento, redatto da Harry Markopolos – un investigatore del campo finanziario – fatto arrivare alla Commissione in forma anonima e intitolato “*The World's Largest Hedge Fund is a Fraud*”<sup>40</sup>.

Un terzo reclamo è datato 2003 e proveniva dal gestore di un hedge fund, il quale riportava preoccupazioni circa la strategia portata avanti da Madoff: il gestore del fondo aveva infatti notato che nessun altro fondo riusciva a replicare i risultati che Madoff otteneva, i quali peraltro non trovavano nessun riscontro nell'ambito del mercato azionario degli ultimi 10 anni.

Nel 2004 la SEC prende conoscenza di un quarto reclamo, consistente in una serie di mail di un soggetto registrato presso la commissione, il quale descriveva alcuni campanelli d'allarme che aveva identificato svolgendo la *due diligence* nell'ambito del proprio investimento con Madoff<sup>41</sup>. Il quinto reclamo del 2005 era stato redatto in forma anonima, riportando preoccupazioni circa la eccessiva riservatezza tenuta dalla BMIS e circa la mancanza di trasparenza sulle operazioni che venivano compiute.

I reclami del 2004 e del 2005 hanno dato avvio ad una serie di indagini, tuttavia, due diversi uffici della SEC hanno perseguito le medesime accuse in due momenti differenti a causa di un errore dovuto al mancato inserimento dei dati relativi alla prima indagine

---

<sup>40</sup> MARKOPOLOS Harry (2005), “*The World's Largest Hedge Fund is a Fraud.*”, <https://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509/exhibit-0293.pdf>.

<sup>41</sup> Tra tali mail era presente anche un'analisi dettagliata delle motivazioni per cui il trading di Madoff doveva necessariamente essere falsificato.

nel database governativo; infatti, la prima volta l'azione era stata portata avanti dall'OICE, nel 2004, e la seconda volta dal NERO, nel 2005.

Le indagini del 2004 e del 2005 hanno portato allo scoperto, invece che le anomalie nella vicenda Madoff, le anomalie nel sistema della SEC. In effetti, non solo è stata aperta due volte un'indagine basata sulle medesime accuse (la seconda avviata mentre la prima ancora non era stata chiusa) ma, una volta che i due uffici sono venuti a conoscenza della duplicità, non è stata realizzata nessuna attività di comunicazione e informazione reciproca. In aggiunta a ciò, risulta palese, guardando la vicenda a posteriori, che ci fosse una inesperienza in capo agli agenti dal momento che, da un lato essi non sono stati in grado di identificare i segnali d'allarme, dall'altro non hanno verificato la attendibilità e la verità delle risposte che Madoff forniva quando veniva interrogato. Un esempio pratico di tale mancanza è attestato con riferimento alle investigazioni aventi ad oggetto l'esistenza o meno dell'attività di consulenza sugli investimenti avviata da Madoff ma tenuta segreta. In tale vicissitudine, gli agenti della SEC avrebbero dovuto quantomeno contattare i clienti e chiedere loro se Madoff esercitasse un'autorità discrezionale sulla gestione dei loro conti, tuttavia, come sostenuto da Klock, nessun cliente fu contattato in merito a tale verifica (M. Klock, 2010).

Nel 2006 fu depositato presso la SEC il sesto reclamo proveniente da un cittadino che asseriva l'esistenza di una truffa posta in essere da Madoff. Tale reclamo fu poi riproposto nel 2008, dando finalmente il via alle indagini che hanno portato all'arresto di Madoff.

Con riferimento ai reclami ricevuti dalla SEC dal 1992 in poi, vanno tenute in considerazione anche alcune pubblicazioni a mezzo stampa. Di particolare rilevanza risulta un articolo pubblicato su *Barron's* nel 2001<sup>42</sup>, il quale, pur non essendo un formale reclamo, puntualizza diversi aspetti rilevanti. In particolare, Erin E. Arvedlund insinua alcuni dubbi circa la veridicità dei rendimenti dichiarati da Madoff e circa la poca trasparenza delle sue operazioni, riportando come esempio i rendimenti ottenuti dalla *Fairfield Sentry Limited*, uno dei più grandi *feeder fund* di Madoff e citando l'opinione di alcuni esperti di opzioni circa la possibilità che i ritorni dichiarati fossero veritieri. Nello specifico, l'articolo chiarisce che la strategia utilizzata da Madoff era la *Split-Strike*

---

<sup>42</sup> Erin E. ARVEDLUND (2001), "Don't Ask, Don't Tell: Bernie Madoff is so secretive, he even asks his investors to keep mum", in *Barron's*.

*Conversion* e che la *Fairfield Sentry Limited*<sup>43</sup> aveva iniziato ad investire con Madoff nel 1989. Dalla data del primo investimento, solamente in quattro mesi aveva subito qualche perdita, avendo avuto nel 1990 ritorni del 27% e annualmente rendimenti intorno all'11%. Gli esperti di opzioni intervistati dalla giornalista avevano descritto tali rendimenti come inspiegabili, soprattutto se si considera che i profitti riportati da indici come lo *S&P500* erano inferiori e più volatili.

Dunque, la truffa di Madoff è durata inspiegabilmente molto a lungo e le motivazioni di ciò sono da riscontrare in molteplici fattori congiunti e inerenti ai protagonisti della vicenda, ovvero Madoff, le vittime e le autorità di controllo.

---

<sup>43</sup> La società, nel 2008, aveva investito con Madoff il 48% del proprio capitale.



## 4.2. Contratti e strategie di copertura della truffa Madoff: preliminare distinzione tra i concetti di *broker*, *dealer* e *market maker*

La BMIS ufficialmente e formalmente era una società di brokeraggio, tuttavia, l'attività prevalentemente esercitata era la consulenza sugli investimenti. L'*Investment Advisers Act* richiede necessariamente la registrazione ai fini dell'avvio delle attività di consulenza finanziaria e per questo motivo l'esercizio di quest'ultima nella società di Madoff era illecito.

Al fine di comprendere la portata dell'illecito, è utile precisare la differenza tra un'attività di brokeraggio e un'attività di consulenza<sup>44</sup>.

La differenza si può riscontrare già a livello di regolamentazione, infatti, l'attività di brokeraggio è regolata dal *Securities Exchange Act* del 1934, mentre, l'attività di consulenza fa capo all'*Investment Advisers Act* del 1940.

In aggiunta a ciò, un *broker* va definito come un agente che, dietro il pagamento di una commissione, assolve il compito di ricercare contropartite per la propria clientela. Si tratta di intermediari puri poiché promuovono ed agevolano l'incontro tra soggetti intenzionati a scambiarsi strumenti finanziari, offrendo, dunque, un servizio di ricerca delle controparti senza divenire essi stessi controparte diretta.

I *broker* ricevono la commissione solo quando e se l'attività di intermediazione che stanno svolgendo arriva a conclusione. Per questo motivo, essi hanno convenienza ad operare solo in un ambito in cui il flusso di commissioni è tale da coprire i costi sostenuti per effettuare l'attività di intermediazione. Ugualmente, un investitore avrà convenienza a rivolgersi ad un *broker* solo quando il costo delle commissioni da pagare al primo sarà

---

<sup>44</sup> Nikhil BHARGAVA (2009), "*Broker-Dealers and Investment Advisers: the administration's plan for the future of regulation.*", in *Administrative Law Review*, Vol. 29, No. 4, pp. 907-918, American Bar Association.

inferiore rispetto ai costi che si sarebbero sostenuti ricercando autonomamente la controparte.

Il *broker* non dà sicurezza circa l'esecuzione dell'ordine, ovvero, non può dare la certezza che la controparte sarà trovata; diversamente, la sua funzione consiste nel garantire che la controparte verrà cercata. La conseguenza di ciò è che, da un lato l'investitore non risulta comunque sollevato dal rischio di mancato ritrovamento di controparte e, dall'altro lato, che il broker non ha la certezza di poter chiudere l'affare e dunque di poter ottenere la commissione<sup>45</sup>.

Diversamente, il *dealer* è un intermediario che ha il ruolo di controparte diretta rispetto a chi vuole acquistare o vendere strumenti finanziari, e ciò permette a tale figura di sollevare il cliente dal rischio di mancato ritrovamento di una contropartita. Infatti, il *dealer* acquista i titoli in proprio – diversamente dal *broker* che acquista i titoli per conto del cliente – e successivamente li rivende alla clientela. Dunque, questo tipo di intermediario negozia direttamente con il cliente e perciò ha un magazzino da cui attinge i titoli da vendere agli investitori che intendono acquistarli.

Il *dealer* indica ai clienti due diversi prezzi: uno, più basso, a cui è disposto ad acquistare gli strumenti finanziari da una delle parti e uno, più alto, a cui è disposto a venderli alla controparte. La differenza tra i due prezzi è lo *Spread denaro-lettera* e rappresenta la remunerazione connessa al rischio di mantenere la posizione su un determinato titolo e il ricavo del *dealer*. Nel momento in cui quest'ultimo si dovesse accorgere che il rischio connesso al mantenimento della posizione sul titolo è aumentato, potrebbe modificare i prezzi, ampliando lo *spread denaro-lettera*. Più grande è tale spread, più grande è l'incertezza del *dealer* circa la negoziabilità futura dei titoli.

Altra figura di intermediario che interessa in questo contesto, trattandosi di qualifica assunta da Madoff nel corso delle sue attività, è quella di *Market Maker*.

Il *market maker* è un intermediario diretto che negozia direttamente con il cliente – come il *dealer* – ma ha la caratteristica di impegnarsi a garantire sempre la negoziabilità dei titoli.

---

<sup>45</sup> Albert BANFI, Massimo BIASIN, Mariarosa BORRONI; Marco ORIANI; Gianmario RAGGETTI (2018), “*Economia degli intermediari finanziari*.”, Novara, Isedi.



Diversa categoria è quella dei consulenti per gli investimenti, ovvero i soggetti che, in cambio di un compenso, offrono consulenza ad altri oppure rilasciano o diffondono analisi o relazioni con riferimento a titoli azionari. Il compenso pagato ad un consulente di investimenti consiste in una commissione fissa annuale, a differenza del brokeraggio che comporta un pagamento legato alla commissione.

Madoff con l'attività di consulenza, dunque, riusciva ad ottenere un maggiore guadagno e per questo motivo possiamo ritenere che, una volta intrapresa l'attività di consulenza, non sarebbe stato per lui conveniente, da un punto di vista strettamente monetario, terminarla e condurre solamente l'attività lecita di brokeraggio.

Alcune fonti<sup>46</sup> riportano che per evitare futuri episodi simili al caso Madoff sarebbe opportuno provvedere ad una riforma della regolamentazione in materia, creando anche una normativa unica avente ad oggetto cumulativamente la disciplina relativa al brokeraggio e quella relativa alla consulenza, così da armonizzarne gli standard di sicurezza.

Il seguito avuto da Madoff è stato molto ampio e ciò grazie alla corresponsione di elevati rendimenti, coniugati alla garanzia di un rischio e di una volatilità bassa nel lungo periodo. Madoff offriva ai propri clienti tale proposta, eventualmente giustificando le anomalie dietro l'utilizzo di diverse strategie di investimento.

In particolare, prendiamo in considerazione l'utilizzo di *Penny Stock*, l'arbitraggio e la *Split Strike Conversion Strategy*.

---

<sup>46</sup> Michael R. Heydenburg; *The Ponzi Scheme as a Deception Operation: The Bernie Madoff Case Study*.; in *American Intelligence Journal*, Vol. 32, No. 2, pp. 27-34; National Military Intelligence Foundation; 2015 – Nikhil Bhargava; *Broker-Dealers and Investment Advisers: The Administration's Plans for the Future of Regulation*.; in *Administrative Law Review*, Vol. 61, No. 4, pp. 907-918; American Bar Association; 2009.

#### 4.2.1. *Le Penny Stocks: la prima strategia di Madoff che consente la speculazione sui titoli a basso prezzo*

Quando Madoff ha fondato la BMIS nel 1960 la sua configurazione prevedeva un'attività di brokeraggio che investiva in *Penny stock*<sup>47</sup>. Poiché in tale contesto Madoff operava come *market maker*, ciò che concretamente avveniva può essere descritto come segue: quando un cliente chiamava Madoff con lo scopo di comprare o vendere una *Penny Stock*, lui contattava altri investitori e trovava la controparte che proponeva il prezzo migliore, nell'interesse del proprio cliente.

L'espressione *Penny Stock* fa riferimento ad un tipo di investimento in auge soprattutto nel contesto statunitense, riguardante azioni di società a bassa capitalizzazione e normalmente scambiate sul mercato Over The Counter. In punto di valore da attribuire ai titoli di queste società, la SEC definisce le *Penny Stock* come titoli il cui valore è inferiore a cinque dollari<sup>48</sup>.

Si tratta di titoli che potenzialmente possono ottenere un apprezzamento elevato ma sono molto illiquidi e perciò difficilmente negoziabili. Ulteriore caratteristica tipica delle *Penny Stock* riguarda la consistenza del mercato in cui vengono scambiate, il quale è molto volatile. Infatti, trattandosi di azioni poco costose, un investitore può permettersi di comprarne molte anche spendendo poco capitale, rendendole azioni soggette alla speculazione: attraverso la manipolazione, il loro valore sul mercato viene fatto lievitare artificialmente e, in questo modo, i titoli acquistati a prezzo basso vengono venduti ad uno più elevato.

---

<sup>47</sup> Md. Uzzal HOSSAIN (2022), “*An Analysis of Madoff Investment Securities: How The Biggest Financial Scam Took Place and The Failure of Assurance Service*”, <https://ssrn.com/abstract=4365065>.

<sup>48</sup> GRUPPO BANCO (BPM), “*Penny stocks*”, in Glossario, <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/penny-stocks/>.

La loro volatilità rende le *Penny Stock* potenziali generatrici di grandi guadagni, così come di elevate perdite, le quali possono essere oggetto di strategie che permettono di limitare i rendimenti in negativo.

#### *4.2.2. L'arbitraggio: la strategia adottata da Madoff in funzione di market maker permette un basso rischio di mercato ma guadagni poco elevati*

Nel momento in cui la società di Madoff aveva iniziato a crescere, la sua attività aveva subito alcuni cambiamenti, infatti, aveva mutato sembianze e svolgeva funzione di *market maker* e la strategia di investimento che sosteneva di utilizzare era divenuta l'arbitraggio.

L'arbitraggio è una strategia che sfrutta i temporanei disallineamenti di prezzo tra gli strumenti derivati e i loro sottostanti e il cui fine è quello di attuare una complessa operazione che, una volta portata a termine correttamente, permette di incassare un profitto senza sopportare alcun rischio.

La strategia su cui si basa l'arbitraggio prevede tre fasi: l'acquisto di un contratto derivato; la stipula di un prestito presso una banca; l'acquisto del titolo azionario.

Per meglio comprendere utilizziamo un esempio pratico: in un dato momento storico, esiste un titolo azionario con valore pari a 10.50 dollari. Tale titolo viene scambiato per mezzo di un contratto derivato a scadenza annuale, come potrebbe essere un *future*, per un valore pari a 11 dollari e, in questo stesso momento storico, il tasso di interessi richiesto da una certa banca per i prestiti è del 2%.

Allora, l'arbitraggista entra nel contratto derivato che ha ad oggetto il titolo azionario suddetto e contemporaneamente si indebita presso una banca per la somma necessaria all'acquisto del titolo, ovvero 10.50 dollari.

Per mezzo del prestito ricevuto, viene acquistato il titolo e, quando il contratto dopo un anno scade, l'arbitraggista consegna il titolo a controparte incassando il prezzo del contratto, 11 dollari.

A questo punto, dovrà restituire alla banca la somma che gli era stata prestata, maggiorata degli interessi (10.50 dollari più il 2%), per un totale di 10.71 dollari, ottenendo un profitto netto di 0.29 dollari<sup>49</sup>.

Inoltre, se il contratto derivato iniziale è un contratto simmetrico, come nel caso del *future*, nel momento iniziale in cui l'arbitraggista entra nel contratto ed effettua il prestito con la banca, egli non subisce alcuna uscita di denaro poiché tale tipo di contratto non prevede un pagamento iniziale e l'acquisto del titolo avviene per mezzo del denaro preso a prestito.

Diversamente, se il contratto derivato fosse un contratto asimmetrico, come un'opzione, allora l'operazione sarebbe più complessa dal momento che, in casi come questo, è previsto il versamento del premio, una somma che viene incassata dal venditore immediatamente al momento della stipula. Pertanto, se il contratto derivato fosse un'opzione, dal profitto netto andrebbe sottratto il valore del premio.

---

<sup>49</sup> BANFI Albert, BIASIN Massimo, BORRONI Mariarosa, ORIANI Marco, RAGGETTI Gianmario (2018), "*Economia degli intermediari finanziari.*", Novara, Isedi, pp. 323-324.

### 4.2.3. *La Split-Strike Conversion Strategy: la principale strategia di copertura utilizzata da Madoff e la promessa di guadagni eccessivamente elevati rispetto alla media*

La *Split-Strike Conversion* è la strategia che Madoff ha utilizzato più a lungo durante la vita del suo schema Ponzi e, per portarla avanti nel modo migliore, ha utilizzato due conti bancari: il conto 621 presso la *Bank of New York Mellon* e il conto 703 presso la *JP Morgan Chase Bank*<sup>50</sup>.

In particolare, il conto 703 veniva utilizzato come deposito per le somme versate dai clienti e come fondo per i rimborsi eventualmente richiesti.

Nel dicembre 2008, la BMIS stampava estratti conto per 4900 clienti. Da tali documenti emergevano approssimativamente 65miliardi di dollari di investimenti effettuati tramite la società, calcolati al netto di 8.3miliardi appartenenti alla BMIS. L'ammontare di 65miliardi di dollari in investimenti era un ammontare fasullo, infatti, il valore dei prodotti finanziari detenuti dalla BMIS raggiungeva solo una piccola frazione di tale somma.

Una precisazione che va effettuata riguarda il fatto che la *Split-Strike Conversion Strategy* veniva utilizzata dalla BMIS nell'ambito dell'attività di consulenza finanziaria, contemporaneamente alla quale Madoff esercitava anche la funzione di custode dei titoli investiti. Nello specifico, l'attività di consulenza vedeva due gruppi di clienti: da un lato i clienti a cui facevano capo conti i cui investimenti seguivano la *Split-Strike Conversion Strategy*, dall'altro i conti i cui investimenti non seguivano tale strategia.

La prima categoria di conti era seguita direttamente da Frank Di Pascali e conteneva 4.649 conti attivi, mentre i conti appartenenti alla seconda categoria erano seguiti da dipendenti della BMIS e raggiungevano il numero di 244 conti attivi.

---

<sup>50</sup> Lionel S. LEWIS (2016), "*Bernard Madoff and His Accomplices. Anatomy of a Con.*", Santa Barbara; Praeger.

Per prima cosa, prendiamo in considerazione l'analisi dei conti basati sulla *Split-Strike Conversion Strategy*.

La *Split-Strike Conversion* è una strategia che si basa sull'acquisto di azioni delle compagnie *S&P100*<sup>51</sup>, contemporaneamente alla vendita di opzioni put e all'acquisto di opzioni call sull'indice *S&P100*.

Dapprima, riassumiamo il concetto di opzioni, in modo tale da comprendere in modo più semplice la strategia.

Le opzioni sono contratti derivati poiché il loro valore dipende dall'andamento del prezzo di un'attività o dal verificarsi in futuro di un evento oggettivo che costituisce il sottostante del prodotto derivato. Dunque, l'opzione è definibile come un contratto che attribuisce il diritto, e non l'obbligo, di comprare o cedere una certa quantità di un bene (il sottostante) ad un prezzo prefissato entro una scadenza<sup>52</sup>.

Acquistando un'opzione *call*, il compratore ottiene il diritto di acquistare l'attività sottostante; mentre, acquistando un'opzione *put*, il compratore ottiene il diritto di vendere l'attività sottostante. Il bene sottostante può consistere in un'attività finanziaria (azioni, obbligazioni, strumenti finanziari derivati ecc.), in una merce o in un evento di varia natura e quando il compratore dell'opzione esercita il diritto ottiene un ricavo.

Nel caso in cui si trattasse di un'opzione *call* e il compratore esercitasse il diritto, il suo ricavo consisterebbe nella differenza tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio (cioè il prezzo al quale il possessore dell'opzione può comprare o vendere l'attività sottostante); nel caso in cui si trattasse invece di un'opzione *put*, il diritto sarebbe esercitato quando il compratore decidesse di vendere il sottostante e, allora, il ricavo consisterebbe nella differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo spot (valore attuale) (Banfi et al., 2018).

Il possessore di un'opzione *call* ottiene un vantaggio dall'esercizio del diritto che il contratto ha ad oggetto quando il prezzo di mercato del sottostante è superiore allo *strike price* (prezzo di esercizio); se la situazione è inversa, con il prezzo di mercato inferiore al

---

<sup>51</sup> S&P100 è un indice azionario elaborato da Standard and Poor's e rappresenta l'andamento dei 100 principali titoli azionari statunitensi.

<sup>52</sup> CONSOB, "I derivati", <https://www.consob.it/web/investor-education/i-derivati>.

prezzo di esercizio, allora il possessore dell'opzione rinuncia all'esercizio del proprio diritto.

Mentre, il possessore di un'opzione *put* ha interesse all'esercizio dell'opzione quando il prezzo di mercato del sottostante è inferiore allo *strike price*, nel caso opposto, il possessore rinuncia all'esercizio del diritto.

Madoff affermava di possedere un portafoglio di circa 35 obbligazioni emesse da società appartenenti allo *S&P100* e la strategia dichiarata dalla BMIS era quella di promettere ai clienti di investire i loro fondi in questi 35 titoli selezionati. La massa di clienti di Madoff, negli anni '90, comprendeva la sua famiglia, i suoi amici, i propri dipendenti, altri singoli individui, organizzazioni di beneficenza, fondi fiduciari, fondi pensione, *master fund* e *feeder fund*, *hedge fund*<sup>53</sup>.

Il metodo con cui Madoff sosteneva di investire il denaro dei propri clienti, denominato *Split-Strike Conversion*, consiste in una strategia nota a *Wall Street* anche sotto il nome di *Spread al rialzo* (o anche *Bull Spread*)<sup>54</sup> e consistente nell'acquisto di una determinata quantità di opzioni *call* ad un dato prezzo di esercizio e nella contemporanea vendita della medesima quantità di opzioni aventi uguali data di scadenza e attività sottostante ma con un prezzo di esercizio più elevato. Si tratta di strategia vantaggiosa quando i prezzi delle attività sottostanti salgono.

La strategia viene descritta in un *memorandum* della BMIS nel modo seguente: "*Typically, a position will consist of the ownership of 30-35 S&P100 stocks, most correlated to that index, the sale of out-of-the-money calls on the index and the purchase of out-of-the-money puts on the index. The sale of the calls is designed to increase the rate of return, while allowing upward movement of the stock portfolio to the strike price*

---

<sup>53</sup> GREGORIOU Greg N., LHABITANT François-Serge (2009), "*Madoff: A Riot of Red Flags*", Edhec Risk and Asset Management Research Centre, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1335639](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639).

<sup>54</sup> Esiste anche la speculare strategia di *Spread al ribasso* (*Bear Spread*): consiste nell'acquisto di un certo quantitativo di opzioni *call* ad un dato prezzo di esercizio e nella vendita del medesimo quantitativo di opzioni con un prezzo di esercizio più basso. Lo spread al ribasso è vantaggioso quando i prezzi del sottostante salgono.

*of the calls. The puts, funded in large part by the sale of the calls, limit the portfolio's downside.*<sup>55</sup>".

Tale definizione è esplicabile attraverso la suddivisione in tre passaggi: a) l'acquisto di azioni di più compagnie che rappresentassero lo *S&P100*; b) la vendita di opzioni *call out of the money* – ovvero il cui prezzo di mercato è inferiore allo *strike price* e il cui esercizio non risulta dunque conveniente – sull'indice *S&P100*. In questo modo gli eventuali guadagni nel portafoglio di azioni controbilanciano eventuali perdite create dalle opzioni *call* in posizione corta (la *call* in posizione corta comporta l'obbligo di vendere se la controparte ne fa richiesta, infatti la controparte avrà una *call* in posizione lunga che le conferisce il diritto di acquistare il sottostante)<sup>56</sup>; c) il contemporaneo acquisto di un'opzione *put out of the money* sull'indice *S&P100*. In questo modo si crea un limite sotto il quale le successive eventuali diminuzioni di valore delle azioni del portafoglio sono compensate dai guadagni derivanti dalle opzioni *put* in posizione lunga (danno il diritto di vendere il sottostante al prezzo prefissato).

Il risultato dovrebbe essere quello di mitigare i costi dell'acquisto delle *put* con i proventi della vendita delle *call*.

Madoff dichiarava di utilizzare la strategia descritta e questo gli permetteva di giustificare, quantomeno all'apparenza, gli alti rendimenti dei propri investimenti. Tuttavia, è necessario notare un dato di fatto: sebbene la società di Madoff non fosse l'unica ad utilizzare la *Split-Strike Conversion strategy*, era però l'unica ad ottenere rendimenti tanto elevati, pari al 10-12% costanti.

Lo studio della performance dichiarata per sei *feeder funds* di Madoff – *Fairfield Sentry Ltd* (FFS), *Kingate Global Fund Ltd* (KING), *Optimal Strategic US Equity Ltd* (OPTI), *Santa Clara I Fund* (SANTA), *LuxAlpha Sicav-American Selection* (LUX), *Herald Fund SPC-USA Segregated Portfolio One* (HRLD) – nel periodo intercorrente tra il 31 gennaio 1990 e il 31 ottobre 2008 consente di ottenere una prova di come gli

---

<sup>55</sup> Carole BERNARD, Phelim BOYLE (2009), "Mr. Madoff's Amazing Returns: an analysis of the *Split-Strike Conversion Strategy*.", in *Journal of Derivatives*, Vol. 17, No. 1.

<sup>56</sup> Avendo investito nell'indice e non in singoli titoli, i guadagni di una delle società facenti parte dell'indice compensano le eventuali perdite subite da altre società dell'indice stesso.



estratti conto provenienti dalla BMIS mostrino che il profitto annuale dei sei fondi si aggirava intorno al 10%<sup>57</sup>.

A tale profitto corrispondeva però una rischiosità degli investimenti inspiegabilmente bassa e un *indice di Sharpe* almeno cinque volte superiore a quello dello *S&P500* e, in aggiunta a ciò, si nota che, dei 156 mesi considerati, solamente cinque mesi riportano un andamento negativo<sup>58</sup>.

Per quanto riguarda *l'indice di Sharpe*, esso misura il rapporto tra la sovraperformance di un portafoglio e il tasso privo di rischio. Quest'ultimo viene individuato normalmente nel tasso di rendimento di titoli di Stato o di altri titoli privi di rischio. L'indice misura, cioè, il rendimento conseguito dal gestore di un fondo o di un portafoglio di titoli, calcolato al netto del rendimento di attività prive di rischio, per ogni unità di rischio sopportato<sup>59</sup>.

Dallo studio riportato è facilmente individuabile la contraddizione tra la proposizione di un investimento con alto rendimento e una rischiosità bassa e con un *indice di Sharpe* elevato.

Per meglio chiarire la contraddizione, per prima cosa si ricorda come il mercato per un rendimento elevato richieda una rischiosità alta, pertanto, i rendimenti generati da Madoff sono da considerare quantomeno inusuali, soprattutto se si osserva che si tratta di risultati portati avanti per lunghi periodi, dunque, non sarebbe neppure ipotizzabile un *colpo di fortuna*.

Tra due investimenti, quello con *l'indice di Sharpe* più elevato è l'investimento migliore in quanto comporta minori rischi aggiuntivi. Osservando lo studio sopra riportato, risulta che tra il 1990 e il 2008 *l'indice di Sharpe* con riferimento ai sei fondi

---

<sup>57</sup> Studio riportato in BERNARD 2009 e CLAUSS et al. 2009.

<sup>58</sup> Pierre Clauss, Thierry Roncalli, Guillaume Weisang; *Risk management lessons from Madoff fraud*; in *International Finance Review, Volume 10, 505-543; Emerald Group Publishing Limited; 2009*.

<sup>59</sup> Infatti, la formula dell'indice di Sharpe è la seguente:  $\frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$  dove,  $r_p$  è il rendimento del fondo o del portafoglio gestito,  $r_f$  è il rendimento del titolo privo di rischio e  $\sigma_p$  è il rischio del portafoglio.

precedentemente citati è cinque volte superiore all'*indice di Sharpe* riportato dallo S&P500. Dunque, l'investimento con Madoff sarebbe stato migliore.

La *Split-Strike Conversion Strategy* non poteva creare rendimenti tanto elevati e, poiché si tratta di risultati così improbabili, gli ingenti proventi realizzati da Madoff non sarebbero in ogni caso stati riconducibili alla *Split-Strike* ma avrebbero invece dovuto essere ricondotti ad attività meno trasparenti.

Tornado alla strategia, nei suoi aspetti maggiormente tecnici, possono essere valutate le motivazioni alla base della scelta da parte di Madoff di utilizzare la *Split-Strike Conversion Strategy* per giustificare i rendimenti elevati e il basso rischio. Tali ragioni possono essere due.

La prima motivazione consiste nel fatto che queste strategie hanno di norma un *indice di Sharpe* maggiore rispetto ad altre perché permettono di compensare il rischio derivante dall'acquisto di un'azione con l'acquisto di un'opzione *put* e la vendita di un'opzione *call*. Infatti, in tale modo, nel caso in cui il prezzo dell'azione avesse un andamento negativo, si potrebbe esercitare l'opzione *put*, mentre si potrebbe esercitare l'opzione *call* nel caso opposto.

La seconda motivazione consiste nel fatto che, attraverso la strategia *Split-Strike*, è possibile beneficiare del rischio specifico<sup>60</sup> dell'attività di *stock-picking* (con ciò si intende la strategia di gestione del portafoglio, ovvero, l'attività per mezzo della quale vengono selezionate azioni e titoli su cui investire in base ai loro potenziali rendimenti) effettuata dal gestore, sottoscrivendo opzioni sulla base dell'indice ma investendo su un portafoglio di titoli e non sull'indice medesimo.

---

<sup>60</sup> Il rischio specifico è il rischio attinente ad una specifica attività, eliminabile attraverso la diversificazione. Si tratta di un rischio che non influenza i rendimenti attesi, in quanto eliminabile, e dunque non è componente della remunerazione del gestore.

Al contrario, il rischio sistematico è una porzione di rischio ineliminabile, associato all'andamento del mercato.

Rischio specifico e rischio sistematico insieme formano il rischio complessivo.

Come si comprende, la strategia di *Split-Strike Conversion* permette di mitigare eventuali risultati negativi e tale caratteristica la rende, *prima facie*, idonea nella giustificazione della particolare attrattività degli investimenti della BMIS.

Il metodo Madoff si chiudeva grazie alla retrodatazione che permetteva di inserire manualmente i dati a computer. In modo tale figurava che i titoli fittiziamente acquistati in periodi antecedenti (di norma qualche mese) erano stati venduti (sempre per finta) nei giorni immediatamente precedenti e, poiché è possibile conoscere i valori azionari dei giorni passati, si faceva figurare un guadagno (anche questo falso) che doveva aggirarsi intorno al 10-17%.

Una volta che un portafoglio di azioni aveva raggiunto il rendimento sperato, alcuni dipendenti ricevevano le informazioni da inserire manualmente nei computer dedicati all'attività di consulenza della BMIS (17esimo piano) e così avveniva la creazione di finti estratti conto. Regolarmente, il conto del singolo cliente-possessore di quel portafoglio di azioni si aggiornava in modo automatico e proporzionale al numero di azioni che tale investitore avrebbe potuto presumibilmente permettersi e aspettarsi.

Pertanto, giunti a questo punto, è probabilmente superfluo precisare che, dal momento che le transazioni poste in essere dalla BMIS erano artificialmente costruite da Madoff e dai suoi dipendenti, non era necessaria e non era presente la figura di nessun altro *broker* che completasse l'affare, non c'erano controparti da gestire. Risulta che la BMIS non abbia mai veramente venduto nessun titolo: il denaro investito dai clienti non veniva reinvestito in titoli in loro favore ma veniva utilizzato per liquidare gli interessi o i rimborsi di altri clienti e per pagare i membri della famiglia di Madoff e i dipendenti della società.

Invece, i conti che non prevedevano la strategia di *Split-Strike Conversion* facevano capo a clienti di vecchia data, alla famiglia di Madoff e ai suoi dipendenti.

Tali conti riportavano comunque tassi di interesse annui molto alti ma, al di là di questa informazione, non sono riscontrabili altre notizie attendibili sul punto.

#### 4.2.4. I documenti falsi: la retrodatazione e la vicenda Picower

*“Madoff proved to be as successful as horseplayers able to pick winners after races had been run.”<sup>61</sup>*

Madoff, come già anticipato, al fine di raggirare clienti e autorità di controllo, aveva creato un sistema di documentazione falsa basato sulla retrodatazione.

Il meccanismo, nella sua essenza, prevedeva che i dipendenti di Madoff formassero documenti riferiti a presunti scambi avvenuti in un periodo che poteva andare da un giorno a un mese e che, pertanto, fosse precedente rispetto al momento in cui i dati venivano inseriti. Il passo successivo consisteva nell’inserire i dati al computer, facendo figurare che in un mese passato si era verificato l’acquisto di un titolo azionario, il quale poi era stato rivenduto e aveva prodotto il profitto segnato nel documento. In questo modo, conoscendosi già i valori azionari dei giorni precedenti, Madoff e i suoi dipendenti potevano far figurare di aver venduto i titoli e di averci guadagnato.

Il meccanismo era particolarmente favorevole a Madoff poiché in questo modo egli aveva la possibilità di soddisfare a pieno le aspettative dei clienti, infatti, aveva la possibilità di cercare nei mesi precedenti le giornate in cui il mercato aveva raggiunto il valore che interessava. Così, mese dopo mese, era sempre nella posizione corretta per poter garantire ai propri clienti di aver quantomeno raggiunto le loro aspettative, le quali per la maggior parte prevedevano rendimenti del 10-17% annui.

La contraffazione dei documenti si accompagnava ad una mancanza di trasparenza nei confronti dei suoi clienti. Infatti, le operazioni che venivano prospettate agli investitori non esistevano e non esistendo neppure i *trader* con cui Madoff si sarebbe dovuto interfacciare per la vendita e l’acquisto delle azioni. Infatti, quando i clienti chiedevano informazioni sulle controparti, Madoff non poteva evidentemente avere una risposta e

---

<sup>61</sup> Lionel S. LEWIS (2016) *“Bernard Madoff and His Accomplices. Anatomy of a Con.”*, Santa Barbara, Praeger.

dunque si trovava a doversi difendere, nascondendosi dietro allo scudo della necessità di mantenere il segreto per non compromettere gli affari.

A titolo di esempio, un account aperto presso la BMIS nella metà del mese di aprile del 2006 e appartenente a *Jeffrey Picower* conteneva un deposito di un capitale iniziale di 125milioni di dollari. Alla fine del mese di aprile, ovvero un paio di settimane dopo l'apertura del conto, l'estratto conto riportava un ammontare di 164milioni di dollari. Questo risultato era il frutto di una serie di operazioni di retrodatazione effettuate utilizzando i valori reali del mercato con riferimento a due settimane del gennaio 2006, data in cui l'account di *Picower* ancora non era stato nemmeno aperto. Dunque, da questo esempio pratico, è possibile vedere come, utilizzando i dati del gennaio del 2006 nell'aprile del 2006, Madoff ha fatto credere a tale cliente di aver avuto nel giro di due settimane un guadagno di 39milioni di dollari<sup>62</sup>.

Con riferimento a tale vicenda, ci sono anche documenti della SEC che riportano come Madoff avesse istruito una sua dipendente, stabilendo che il conto di *Picower* avrebbe dovuto avere un incremento almeno del 40% annuo e che l'effetto di questa manipolazione è stato un guadagno totale di 81milioni di dollari alla fine di settembre 2006. Proprio a settembre *Picower* ha chiesto il rimborso degli originari 125milioni e nel successivo aprile ha chiesto il rimborso di altri 55milioni.

L'intera vicenda di *Picower* lo vede possessore in totale di 15 conti presso la BMIS, con riferimento ai quali tra il 1995 e il 2008 ha chiesto di ritirare i propri depositi 670 volte, prelevando dalla società quasi 7miliardi di dollari.

Facendo un confronto tra i rendimenti che *Picower* otteneva con la BMIS e i rendimenti emessi dallo *S&P500* nel 1997, *Picower* aveva un rendimento annuo superiore al 50% mentre lo *S&P500* aveva un rendimento annuo del 9%.

---

<sup>62</sup> Lionel S. LEWIS (2016) "*Bernard Madoff and His Accomplices. Anatomy of a Con.*", Santa Barbara, Praeger.

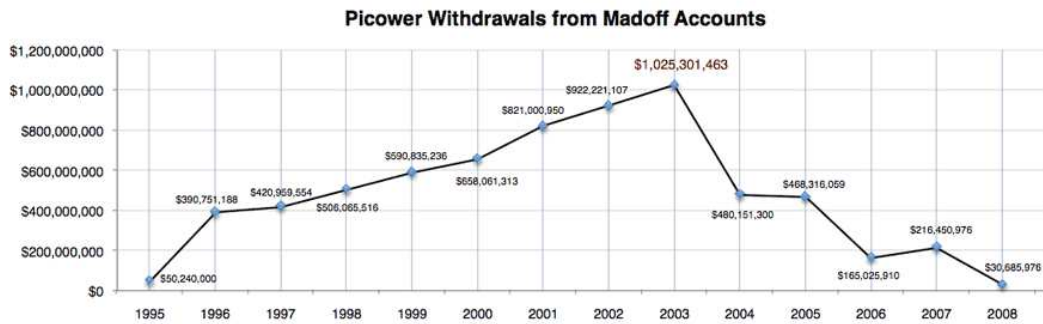


Figura 2, Source: ProPublica. <https://www.propublica.org/article/picower-chart-trustee>

#### 4.2.5. La JP Morgan Chase Bank: l'apertura di un conto bancario con funzione di deposito dei capitali investiti dai clienti di Madoff

La JPMorgan Chase Bank è tra i più grandi istituti bancari statunitensi, opera su sei segmenti commerciali ed è registrata sia come *broker* che come consulente per gli investimenti.

Uno dei sei segmenti commerciali – *JP Morgan Investment Banking* – della JP Morgan operava congiuntamente alla BMIS, infatti, era responsabile del servizio e del mantenimento dei conti aperti dalla società presso la banca, della formulazione di consulenza e assistenza sugli investimenti ai *feeder funds* della BMIS e della valutazione del mercato e dei rischi associati alla BMIS e ai suoi *feeder funds*.

La JP Morgan avrebbe dunque dovuto essere anche un garante dell'onestà del lavoro svolto della BMIS e invece spesso ha tollerato le illegalità poste in essere dalla società di Madoff, non espletando compiutamente e correttamente la funzione di sorveglianza.

Tuttavia, ponendo attenzione ai numeri, è possibile notare come la *Securities Investor Protection Corporation (SIPC)*<sup>63</sup> abbia stimato che, lavorando con la BMIS e non denunciando le irregolarità rilevate, la JP Morgan sia riuscita ad ottenere un guadagno aggiuntivo di circa 500milioni di dollari in tasse e profitti derivanti dalla società di Madoff.

Il conto 703 della BMIS aperto nel 1986 presso la *JP Morgan Chase Bank* è stato un punto focale per la truffa realizzata, infatti, dal 1986 al 2008, miliardi di dollari sono entrati e usciti da esso ma il conto appariva non presentare alcun aspetto di irregolarità.

#### *4.2.6. I fondi: voi i feeder fund di Madoff e la Fairfield Sentry Ltd*

La BMIS, nella versione di società di consulenza sugli investimenti, operava sostanzialmente come un fondo comune di investimento, nonostante la mancata iscrizione presso la SEC, lo rendesse non regolamentato.

I fondi comuni di investimento possono essere aperti o chiusi: la sottoscrizione di un fondo aperto permette all'investitore di chiedere il rimborso della somma in qualsiasi momento e dunque, poiché il sottoscrittore può liquidare la propria quota giornalmente, il gestore del fondo ha pressanti obblighi in termini di liquidità dei componenti il portafoglio; diversamente, il fondo chiuso ha una durata predefinita (tipicamente dieci anni), il numero di quote di partecipazione è fisso e il rimborso dei partecipanti avviene solo in date predeterminate. Data la sua durata predefinita e tendenzialmente lunga, il

---

<sup>63</sup> La SIPC è un'organizzazione senza scopo di lucro creata con il Securities Investor Protection Act. La SIPC supervisiona la liquidazione dei propri membri quando questi sono costretti a chiudere per bancarotta o per difficoltà finanziarie. Lo scopo della SIPC è quello di accelerare il recupero e la restituzione ai clienti del denaro perso durante la liquidazione.

fondo comune chiuso è utilizzato per investimenti poco liquidi e di lungo periodo (es.: settore immobiliare, crediti)<sup>64</sup>.

La BMIS in particolare funzionava come un *master fund* e in tale veste, aveva il ruolo di raccogliere denaro da altri fondi, i *feeder fund*, tra i quali c'erano anche alcuni *hedge fund*, ovvero fondi, nati come organismi di investimento collettivo aventi l'obiettivo di proteggersi da alcuni rischi di gestione. Tali fondi, tuttavia, nel tempo, lungi dall'essere utilizzati per la loro funzione originaria di strumenti di copertura dei rischi, sempre più frequentemente sono stati utilizzati a fini speculativi.

Nonostante ciò, la BMIS non era concretamente un *hedge fund*, e infatti Madoff, sebbene affermasse che la propria società era in grado di attuare una strategia di neutralizzazione dei rischi del mercato offrendo ritorni annui pari in media al 10%, non l'ha mai qualificata in tale maniera.

In ogni caso, sappiamo che nel 2008, la maggior parte dei conti aperti presso la BMIS apparteneva a *feeder fund*. Ciò comporta che, per la maggior parte, gli investitori di Madoff non fossero i clienti singoli. Dunque, i clienti investivano con uno dei *feeder fund* della BMIS, il quale poi apriva un conto presso la società, delegandola per la gestione del portafoglio investito (Gregoriou et al., 2009).

La conseguenza di questo metodo di gestione del denaro degli investitori è che i clienti non avevano a che fare direttamente con Madoff ma solo in via indiretta e ciò riporta alla mente una delle motivazioni per cui gli investitori-singoli individui, nel periodo di attività della BMIS, possono essere rimasti allo scuro di alcune incongruenze presenti nel lavoro di Madoff. In effetti, questi ultimi investivano nei *feeder fund* e dunque svolgevano la due diligence nei confronti dei fondi e non della BMIS, aspettandosi presumibilmente che i controlli sulla società di Madoff sarebbero stati svolti dal fondo.

Tra gli *hedge fund* che erano anche *feeder fund* di Madoff c'era il *Fairfield Sentry Ltd*, fondato da *Jeffrey Tucker* e *Walter Noel*. Il grafico sotto riportato mostra un confronto tra

---

<sup>64</sup> Lia Lucilla TURRI, Mauro PANEBIANCO, Giovanni STEFANIN, Fondo Master Feeder, PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), <https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/master-feeder.pdf>.



la *Split-Strike Conversion Strategy* applicata da Madoff e quella applicata dallo *S&P500*, nel periodo tra il dicembre del 1990 e il 2007.

In particolare, il grafico (figura 3) mostra come, lungo questo arco temporale, i rendimenti generati dalla *Fairfield Sentry* siano stati stabili mese per mese e in costante salita, senza picchi improvvisi ma senza crolli. Invece, la performance dello *S&P500* ha seguito l'andamento del mercato, risultando nel complesso meno costante.

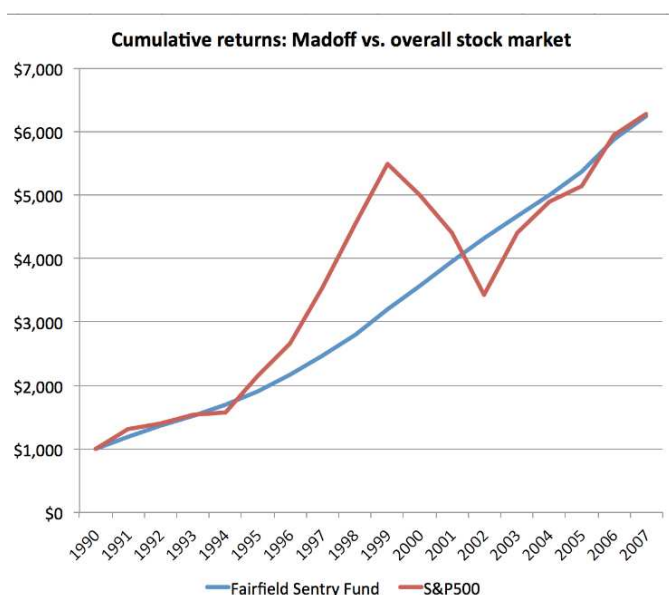


Figura 3, Source: Freetrade; <https://freetrade.io/news/bernie-madoffs-65bn-ponzi>

Tuttavia, è da notare che i ritorni promessi da Madoff erano buoni ma non sproporzionati e ciò poteva far pensare che fossero il risultato prevedibile dell'applicazione della strategia. Come si può notare dalla tabella sotto riportata (figura 4), infatti, la grande differenza tra la performance della *Fairfield Sentry* e quella dello *S&P100* non si attesta tanto sui ritorni, i quali non sono poi così distanti, essendo quelli del fondo di Madoff pari in media al 11.2% annuo e quelli dello *S&P100* pari all'8.5% annuo. La differenza maggiore è da riscontrare nella volatilità: 2.5% per anno per la *Fairfield Sentry* contro il 14.8% per anno per lo *S&P100*.

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year	Year
1990												2.77%	2.77%	6.79%
1991	3.01%	1.40%	0.52%	1.32%	1.82%	0.30%	1.98%	1.00%	0.73%	2.75%	0.01%	1.56%	17.64%	38.52%
1992	0.42%	2.72%	0.94%	2.79%	-0.27%	1.22%	-0.09%	0.86%	0.33%	1.33%	1.36%	1.36%	13.72%	30.39%
1993	-0.09%	1.86%	1.79%	-0.01%	1.65%	0.79%	0.02%	1.71%	0.28%	1.71%	0.19%	0.39%	10.75%	21.96%
1994	2.11%	-0.44%	1.45%	1.75%	0.44%	0.23%	1.71%	0.35%	0.75%	1.81%	-0.64%	0.60%	10.57%	18.05%
1995	0.85%	0.69%	0.78%	1.62%	1.65%	0.43%	1.02%	-0.24%	1.63%	1.53%	0.44%	1.03%	12.04%	19.67%
1996	1.42%	0.66%	1.16%	0.57%	1.34%	0.15%	1.86%	0.20%	1.16%	1.03%	1.51%	0.41%	12.08%	21.09%
1997	2.38%	0.67%	0.80%	1.10%	0.57%	1.28%	0.68%	0.28%	2.32%	0.49%	1.49%	0.36%	13.10%	23.83%
1998	0.85%	1.23%	1.68%	0.36%	1.69%	1.22%	0.76%	0.21%	0.98%	1.86%	0.78%	0.26%	12.52%	22.32%
1999	1.99%	0.11%	2.22%	0.29%	1.45%	1.70%	0.36%	0.87%	0.66%	1.05%	1.54%	0.32%	13.29%	25.27%
2000	2.14%	0.13%	1.77%	0.27%	1.30%	0.73%	0.58%	1.26%	0.18%	0.86%	0.62%	0.36%	10.67%	14.28%
2001	2.14%	0.08%	1.07%	1.26%	0.26%	0.17%	0.38%	0.94%	0.66%	1.22%	1.14%	0.12%	9.82%	17.79%
2002	-0.04%	0.53%	0.39%	1.09%	2.05%	0.19%	3.29%	-0.14%	0.06%	0.66%	0.10%	0.00%	8.43%	17.74%
2003	-0.35%	-0.05%	1.85%	0.03%	0.90%	0.93%	1.37%	0.16%	0.86%	1.26%	-0.14%	0.25%	7.27%	15.48%
2004	0.88%	0.44%	-0.01%	0.37%	0.59%	1.21%	0.02%	1.26%	0.46%	0.03%	0.79%	0.24%	6.44%	12.20%
2005	0.51%	0.37%	0.85%	0.14%	0.63%	0.46%	0.13%	0.16%	0.89%	1.61%	0.75%	0.54%	7.26%	10.50%
2006	0.70%	0.20%	1.31%	0.94%	0.70%	0.51%	1.06%	0.77%	0.68%	0.42%	0.86%	0.86%	9.38%	13.59%
2007	0.29%	-0.11%	1.64%	0.98%	0.81%	0.34%	0.17%	0.31%	0.97%	0.46%	1.04%	0.23%	7.34%	7.58%
2008	0.63%	0.06%	0.18%	0.93%	0.81%	-0.06%	0.72%	0.71%	0.50%	-0.06%			4.50%	5.40%

Figura 4, Source: Lampa Capital; <https://lampacapital.com/note-to-a-newly-liquid-entrepreneur>

### **4.3. Il caso Stanford: i certificati di deposito della SIB per dissimulare lo schema Ponzi**

R. A. Stanford è nato e cresciuto in Texas in una famiglia benestante, infatti, il padre era sindaco della città di provenienza e membro del Consiglio di amministrazione della Stanford Financial Group. Stanford ha frequentato l'università in Texas e lì si è laureato in finanza. Sempre nell'ambito universitario, Stanford ha conosciuto anche James Davis, il quale sarà poi complice nella truffa realizzata nell'ambito della sua società. Intorno agli anni '80, Stanford è riuscito ad avere successo nell'ambito del mercato immobiliare, infatti, sotto la supervisione del padre, aveva iniziato ad acquistare proprietà immobiliari nel momento in cui il prezzo delle stesse subiva un crollo per poi venderle in un tempo successivo, una volta che il mercato fosse stato in ripresa.

Nel 1985, Stanford ha fondato la *Guardian International Bank*, il cui nome verrà in seguito mutato in *Stanford International Bank, Ltd.* La *Stanford International Bank* (SIB) era una banca privata e *offshore* avviata da Stanford con originaria sede a Montserrat, sebbene la sede nel 1989 sia stata spostata in Antigua, Caraibi.

Nel 1993, quando il padre si era ritirato in pensione, A. Stanford gli è subentrato, divenendo il presidente del Consiglio di amministrazione della *Stanford Financial Group*, ovvero la società madre della banca di Stanford ma anche di altre società affiliate, le quali pure svolgevano attività finanziaria.

Nel 1995 la *Stanford Financial Group* ha incorporato una sussidiaria, la *Stanford Group Company*, la quale era stata registrata presso la SEC come una società di consulenza per gli investimenti e come società di brokeraggio.

Stanford, infine, nel 2009 è stato soggetto a indagini presso la SEC, in seguito alle quali è risultato colpevole di un reato di truffa per mezzo della quale ha posto in essere un elaborato schema Ponzi che ha incluso l'utilizzo di rendiconti finanziari falsi, risultati di performance inventati e verifiche fittizie. Nei confronti di Stanford pendeva anche un ulteriore capo d'accusa, ovvero la corruzione di Leroy King, il quale avrebbe ricevuto tangenti per migliaia di dollari ogni mese al fine di condurre verifiche fittizie sulla

regolarità delle operazioni realizzate dalla compagnia di Stanford e per ignorare le irregolarità e il mancato rispetto dei regolamenti imposti da Antigua<sup>65</sup>.

Le indagini della SEC hanno portato alla luce le pratiche illegali di cui è stato accusato Stanford, le quali comprendevano: l'aver proibito ai propri consulenti finanziari di compilare i moduli richiesti obbligatoriamente dalla SEC con riferimento ai fondi contenenti certificati di deposito emessi dalla *Stanford International Bank*; l'aver omesso di informare i titolari dei fondi circa le conseguenze civili e penali della mancata compilazione di tali moduli obbligatori; la violazione dei regolamenti della FINRA; l'aver ordinato di rimuovere o distruggere le informazioni contenute nei fascicoli dei clienti o della compagnia e riguardanti un'investigazione che la SEC stava effettuando con riferimento ai certificati di deposito; l'eliminazione dai computer delle informazioni riguardanti l'investigazione della SEC (Spalding et al., 2012).

Inoltre, un analista finanziario, Alex Dalmady, esaminando i rendiconti della banca è arrivato alla conclusione che non fosse possibile che la *Stanford International Bank* producesse tali rendimenti sulla base degli investimenti riportati. Dunque, nel 2009, dopo aver compiuto le investigazioni opportune, la SEC ha avviato la propria causa contro la Stanford Financial Group e i suoi vertici.

Le accuse mosse a Stanford hanno fatto emergere l'esistenza di una frode basata su uno schema Ponzi e messa a punto per mezzo dei certificati di deposito: la SIB (la sede di Antigua, in particolare) sosteneva di emettere certificati ad alto rendimento ma, invece che reinvestire il denaro depositato dai clienti, Stanford utilizzava i capitali versati per effettuare prestiti e investimenti privati e, al fine di coprire le perdite e mantenere le promesse fatte ai clienti circa i rendimenti, si serviva del denaro successivamente introdotto nella banca dai novi investitori.

Guardando più nello specifico il gruppo societario in esame, la *Stanford Financial Group* va definita come società madre comprendente un gruppo di società operanti nel settore finanziario, le cui società affiliate erano: la *Stanford Financial Group Company*, la società, con sede in Texas; la *Stanford Capital Management*, società di consulenza con

---

<sup>65</sup> Elisha GEORGE (2022), "US financial services regulator to begin public hearing against convicted felon, Leroy King", in *Observer*, <https://antiguaobserver.com/us-financial-services-regulator-to-begin-public-hearing-against-convicted-felon-leroy-king/>.

sede in Texas; la *Stanford Group Company*, società di brokeraggio con sede in Texas; la *Stanford International Bank* con sede in Antigua; la *Stanford Trust Company*; la *Bank of Antigua*; la *Stanford Coin and Bullion*.

Andando poi ad osservare gli incarichi di vertice del gruppo Stanford, i soggetti più rilevanti risultano essere, oltre a Stanford stesso, Leroy King e James Davis.

Iniziando da Stanford, egli, oltre ad essere parte del Consiglio di amministrazione della società madre, era anche presidente del Consiglio di amministrazione della *Stanford International Bank*, nonché membro del suo comitato per gli investimenti. In forza dei molteplici ruoli di vertice, Stanford aveva un posizione di rilevante vantaggio poiché era coinvolto in tutte le decisioni di tipo strategico, infatti egli: riceveva periodici aggiornamenti e rapporti sulle attività di investimento della banca; prendeva decisioni in merito ai soggetti da assumere; decideva quali entrate e quali titoli segnalare agli investitori; prendeva decisioni circa quali investimenti effettuare; approvava i rendiconti sulle condizioni finanziarie e sulle attività della banca; autorizzava le transazioni immobiliari tra la banca e le altre società affiliate di Stanford; autorizzava e faceva prestiti a se stesso<sup>66</sup>.

Passando alla posizione di Leroy King, egli è stato figura fondamentale, infatti, era amministratore delegato della *Financial Services Regulatory Commission*, un'agenzia del governo di Antigua nell'ambito della quale era responsabile del controllo circa il rispetto dei regolamenti di Antigua – luogo in cui la SIB aveva sede legale dal 1989 – da parte della SIB. King doveva pertanto controllare gli investimenti effettuati dalla banca, esaminare i suoi bilanci e relazionarsi con le altre autorità di controllo, presenti anche a livello internazionale, tra le quali va compresa la SEC.

King, in forza del proprio ruolo, avrebbe dovuto far pervenire alla SEC le informazioni e i documenti necessari al fine di svolgere un'analisi approfondita della banca, affinché la commissione di controllo statunitense fosse poi in grado di individuare gli elementi di anomalia. Ciononostante, lungi dall'effettuare le azioni necessarie al rispetto della propria

---

<sup>66</sup> Albert D. SPALDING, Antoine WARWICK-YOUNG WALSH (2012), “*Recognizing and responding to red flags: The Stanford Ponzi Scheme.*”, in *Journal of Legal Issues and Case Business*.

funzione pubblica, King tra il 2002 e il 2009 ha accettato un complesso di tangenti provenienti da Stanford che lo hanno apportato ad un profitto di 500mila dollari<sup>67</sup>.

Degno di considerazione risulta anche l'apporto offerto da James M. Davis, ovvero il soggetto che aveva funzione di direttore finanziario (CFO) all'interno della *Stanford Financial Group* e della *Stanford International Bank* e che, come tale, aveva la responsabilità per la generale pianificazione e gestione dell'attività finanziaria della società e della banca. Oltre a tale incarico, Davis era anche un membro del comitato per gli investimenti della *Stanford International Bank*.

Tali ruoli di vertice portavano Davis a confrontarsi periodicamente con Stanford sullo stato dell'attività finanziaria della SIB, a prendere decisioni circa gli investimenti e a ricevere periodicamente gli aggiornamenti circa il registro delle entrate e delle perdite, aggiornando poi di conseguenza i resoconti sulla condizione finanziaria della banca (Spalding et al, 2012).

Altri soggetti che hanno avuto un ruolo chiave nella *Stanford Financial Group* sono stati Laura Pendergest-Holt e Gilberto Lopez.

Come si può notare, Stanford aveva intenzionalmente scelto di porre ai vertici soggetti che erano a lui vicini, creando un Consiglio di Amministrazione governato da un circolo ristretto, composto dalla sua famiglia e dai suoi amici.

Il meccanismo utilizzato dal gruppo Stanford allo scopo di mascherare l'essenza decettiva delle operazioni realizzate consisteva nell'emissione, tramite la SIB, di certificati di deposito irregolari. In particolare, risulta che la *Stanford Group Company* incoraggiasse i propri clienti ad acquistare certificati di deposito non garantiti né dalla *US Securities Investor Protection Corporation* (US SIPC) né dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC). Tali certificati di deposito, come risulta da un regolamento del 2001 firmato dall'amministratore delegato della *Stanford International Bank*, erano dotati di alcune caratteristiche, ovvero: l'ammontare minimo richiesto per poter accedere all'investimento tramite certificati di deposito era individuato nella somma di 50mila dollari; i certificati di deposito potevano essere venduti in tutto il territorio degli

---

<sup>67</sup> THE NEW YORK TIMES (2009), "Texas Financier and Antiguan Official Accused of Fraud", <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2009/06/19/texas-financier-and-antiguan-official-indicted-in-fraud/>.

Stati Uniti d'America; non potevano essere effettuate operazioni di vendita nei confronti di investitori non accreditati (Spalding et al., 2012).

Per quanto attiene ai certificati di deposito, questi consistono in una forma di deposito vincolato che, una volta giunta la scadenza, garantisce al risparmiatore il rimborso del capitale depositato in aggiunta ad un interesse. I certificati di deposito vantano alcune prerogative: il primo attiene al termine di scadenza per il ritiro, il quale è variabile e può essere breve, andando da sei a mesi ad un anno, oppure lungo; inoltre, di norma, le banche per un certificato di deposito richiedono un investimento minimo non molto elevato. Tuttavia, con riferimento alla somma che l'individuo è disposto ad investire, bisogna considerare che, più grande è l'investimento iniziale, ovvero la somma depositata, più alti saranno gli interessi calcolati e, di conseguenza, se l'investimento ha ad oggetto una somma elevata, il soggetto avrà interesse a mantenere intatto il deposito a lungo in modo tale da avere un guadagno il più alto possibile.

Nello specifico, il meccanismo dei certificati di deposito prevede quanto segue: il risparmiatore effettua il deposito di una somma di denaro presso una banca; su tale somma viene quindi costituito un termine di durata variabile, breve o media; durante tale vincolo temporale, la cui data di fine è individuata nella scadenza del certificato, la somma non può essere ritirata. A fronte del deposito della somma, la banca rilascia al titolare un certificato che rappresenta il vincolo e remunera il cliente attraverso la corrisponsione di interessi.

La remunerazione dei certificati di deposito può essere a rendimento fisso o a rendimento variabile e gli interessi vengono pagati tramite cedola periodica oppure con cedola unica alla scadenza. Pertanto, i certificati possono essere con cedola o senza cedola (zero coupon). Utilizzando certificati con cedola, il risparmiatore dopo aver effettuato l'investimento iniziale, riceve il pagamento periodico degli interessi e alla scadenza si vede restituito il capitale inizialmente investito. Mentre, i certificati zero coupon non prevedono cedole periodiche e il rendimento dell'operazione è calcolato come differenza tra il prezzo di emissione e il prezzo di rimborso: il risparmiatore deposita una somma

(prezzo di emissione) e alla scadenza incassa una somma superiore a quella inizialmente versata (prezzo di rimborso)<sup>68</sup>.

Per quanto riguarda il versante dei rischi connessi ai certificati di deposito, essi sono individuati nel rischio connesso alla variazione dei tassi di mercato e nel rischio di cambio.

Nell'ambito del sistema americano, i certificati di deposito vengono spesso utilizzati da soggetti che, essendo certi di non aver bisogno di una certa somma di denaro per un periodo di tempo medio-lungo, decidono di investire i risparmi destinati al college o alla costituzione di fondi per la pensione. Infatti, le banche sono di norma in grado di garantire, con riferimento ai certificati di deposito, un tasso di interessi leggermente più elevato rispetto a quello previsto per altri tipi di investimento. In aggiunta a ciò, i certificati sono considerati un investimento sicuro e solitamente sono garantiti dalla FDIC – da tenere a mente che quest'ultima caratteristica non è vera con riferimento ai certificati emessi da Stanford che non erano garantiti né dalla FDIC né dalla US SIPC.

In effetti, i certificati di deposito proposti da Stanford si differenziavano rispetto a quelli emessi dalle altre banche non solo per l'assenza della tipica garanzia ma anche per la remunerazione: Stanford assicurava interessi al 10-12% sui certificati emessi dalla sua banca, quando la media degli interessi dei certificati emessi dalle altre banche si aggirava intorno al 6-8%<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> CONSOB, “*Rischi dell'investimento*”, <https://www.consob.it/web/investor-education/rischi-dell-investimento>.

<sup>69</sup> In base a quanto riportato dalla SEC, Litigation Release No. 20901/February 17, 2009: “*The complaint alleges that acting through a network of SGC financial advisers, SIB has sold approximately \$8 billion of so-called "certificates of deposit" to investors by promising improbable and unsubstantiated high interest rates, supposedly earned through its unique investment strategy, which has purportedly allowed the bank to achieve double-digit returns on its investments over the past 15 years. According to the Complaint, the defendants have misrepresented to CD purchasers that their deposits are safe, falsely claiming that the bank re-invests client funds primarily in "liquid" financial instruments (the "portfolio"); monitors the portfolio through a team of 20-plus analysts; and is subject to yearly audits by Antiguan regulators.*”.



Al fine di rafforzare la credibilità dei propri certificati, la *Stanford Financial Group* affermava che il denaro investito con i certificati veniva reinvestito in strumenti finanziari molto liquidi e sicuri, come i titoli del debito pubblico, e giustificava la remunerazione di interessi così elevati asserendo che l'accettazione di soli investimenti coinvolgenti somme ingenti permetteva di ridurre i costi di transazione.

Altra operazione che Stanford dichiarava di compiere consisteva nel porre una percentuale dei fondi investiti dai clienti in ciò che veniva chiamato *black box*: il denaro posto nel *black box* avrebbe prodotto rendimenti elevati ma senza essere esposti al rischio tipico di altri fondi. Stanford sosteneva di non poter rivelare agli investitori cosa contenesse tale fondo poiché la divulgazione di tale informazione avrebbe distrutto il suo vantaggio competitivo. Questa mancanza di trasparenza era sicuramente un campanello d'allarme che gli investitori avrebbero potuto riconoscere.

Rimanendo nell'ambito dei fondi, la *Stanford Group Company* comprendeva anche la *Stanford Allocation Strategy*, cioè un fondo comune di copertura utilizzato al fine di trovare consulenti finanziari che fossero registrati e che avessero un giro di affari ampio, al fine di persuaderli a reindirizzare i propri clienti verso la *Stanford International Bank*, convincendoli cioè ad investire con essa e, in particolare, con i certificati di deposito da essa emessi.

Per generare interesse nell'investimento con Stanford, erano stati usati i *Memorandum Informativi* della *Stanford Allocation Strategy* con riferimento al periodo compreso tra il 2005 e il 2009, i quali riportavano performance false o gonfiate<sup>70</sup>. Tuttavia, nel novembre del 2006 i consulenti finanziari della società stavano iniziando ad interrogarsi sulle ragioni per cui i propri clienti non stavano ottenendo i risultati che il Memorandum

---

<sup>70</sup> Come riportato in Antonie Warwick Walsh, Albert D. Spalding (2012), a titolo di esempio, nel 2006, il memorandum riportava i seguenti risultati della *Stanford Allocation Strategy* (SAS) rapportata all'indice S&P500: 2005 – SAS, 12.09%: S&P500 4.91%; 2004 – SAS 16.15%: S&P500 10.88%; 2003 – SAS 32.84%: S&P500 28.68%; 2002 – SAS -3.33%: S&P500 -22.10%; 2001 – SAS 4.32%: S&P500 -11.88%; 2000 – SAS 18.04%: S&P500 -9.11%.

Mentre i risultati veritieri, calcolati al lordo delle commissioni di consulenza, oscillavano tra l'1% e il 2.75%: tra il -7.5% e l'1.1% nel 2000; tra il -2.1% e il 10.7% nel 2001; tra il -8.7% e il 26.6% nel 2002.

riportava e anche i dipendenti delle società di Stanford si erano accorti e si interrogavano circa la diversità tra gli effettivi ritorni ottenuti e quelli più alti che i bilanci riportavano.

A dimostrazione del carattere strettamente illegale delle operazioni, si sottolinea come sia possibile trovare vari esempi di dipendenti delle società che, per aver chiesto troppe informazioni riguardo alle incongruenze riscontrate, sono stati licenziati o costretti a dimettersi (Spalding et al., 2012). Fanno parte di tale categoria anche i due dipendenti che nel dicembre del 2008, dopo aver lasciato la compagnia, hanno denunciato l'operato di Stanford presso la corte del Texas, affermando di essere stati dimessi dalla società per aver rifiutato di mettere in atto attività illegali e non etiche.

Nella relazione annuale redatta dalla *Stanford International Bank* erano presenti diverse anomalie, invero, la banca sosteneva di aver effettuato prestiti solo in presenza di una garanzia in contanti e, nella sezione dedicata alle transazioni tra le parti correlate, non era stata fatta menzione dei prestiti effettuati in favore di Stanford. In contrasto con tali dati, da un registro interno della banca emerge che erano stati realizzati vari prestiti nei confronti di Stanford – molti dei quali documentati con cambiali e realizzati dopo che Davis aveva trasferito fondi a Stanford – e che per mezzo di essi erano stati effettuati segretamente circa tre miliardi di dollari di investimenti nel settore immobiliare. I prestiti in favore di Stanford erano poi stati camuffati nei bilanci ufficiali, venendo riportati all'interno della categoria degli investimenti.

Tale incongruenza è stata portata alla luce anche dalle indagini effettuate dalla SEC nel 2009, dalle quali infatti è risultato chiaro che i certificati erano stati segretamente investiti in proprietà immobiliari, in altri investimenti di tipo speculativo e in operazioni private di Stanford (tra cui vanno compresi alcuni prestiti personali effettuati di nascosto a Stanford per un ammontare di 1.6 miliardi), mentre, va sottolineato, i clienti delle società di Stanford erano stati assicurati del fatto che i propri fondi erano stati investiti in titoli molto liquidi e non rischiosi. L'accusa rivolta a Stanford comprendeva la violazione di diverse leggi della SEC sulla vendita di certificati di deposito irregolari per un ammontare di circa otto miliardi di dollari<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup> SEC, Litigation Release No. No. 20901/February 17, 2009, <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr-20901>.

#### 4.4. **Gli schemi decettivi a confronto: Ponzi *contro* Madoff *contro* Stanford**

Avendo preso in esame tre casi – C. Ponzi, B. Madoff, A. Stanford – in cui è stato attuato uno schema piramidale illecito, svolgiamo ora un confronto tra essi, in modo tale da metterne in luce affinità e differenze.

Prendendo avvio dalle similitudini tra i tre soggetti, si può sicuramente affermare che si tratta di tre esempi di schema *Classic Ponzi*, ovvero di schema piramidale illegale. Inoltre, è possibile dire che per i tre soggetti fosse chiara fin dall'inizio l'intenzione di utilizzare la propria società di investimento per raggiungere un maggiore livello di ricchezza rispetto a quello che possedevano nella fase antecedente, portandoci, dunque, ad inserirli tutti nella categoria di schemi Ponzi intenzionali. In effetti, queste non sono ipotesi in cui lo schema illecito è utilizzato in un secondo momento per porre rimedio alle perdite, si tratta piuttosto di casi in cui l'attività illecita è stata realizzata con l'intento preciso di trarre un profitto da essa. Tuttavia, Stanford, nel momento in cui ha avviato le sue operazioni illecite per mezzo dei certificati di deposito, faceva già parte del mondo della finanza poiché il padre era presidente del Consiglio di amministrazione della società da lui fondata; invece, Ponzi e Madoff non provenivano dalla stessa situazione e hanno avviato le loro società dal principio.

Un tratto comune risiede nella presenza, nei tre schemi, di una promessa resa agli investitori ed avente ad oggetto investimenti i cui ritorni sarebbero stati elevati rispetto alla media, nonché pressoché esenti da rischi.

Comune è anche l'utilizzo del denaro di investitori successivi per ripagare i primi, così come, comune, è la fase di cessazione degli schemi, avvenuta nei tre casi per effetto dei controlli delle autorità, sollecitati da reclami esterni provenienti anche dalla stampa.

Prendendo in considerazione gli strumenti utilizzati come copertura della truffa, ci troviamo ad analizzare un tratto che è in parte di affinità e in parte di differenza. Infatti, Ponzi aveva utilizzato i buoni di risposta internazionale e aveva giocato sulla possibilità di effettuare operazioni di arbitraggio, Madoff aveva sostenuto di utilizzare diverse

strategie, tra le quali la più rilevante risulta essere la *Split-Strike Conversion*, e Stanford utilizzava i certificati di deposito emessi dalla propria banca.

Altro aspetto che si nota è che Stanford era il fondatore di una banca, la SIC, mentre Ponzi e Madoff potevano dirsi fondatori di una società di investimento. Dunque, la natura delle società era differente e solo Madoff e Ponzi si sono appoggiati su banche esterne<sup>72</sup>. Tuttavia, nell'ultima fase dello schema, Ponzi aveva anche assunto la posizione di controllo di una banca, sebbene poco tempo dopo la sua attività sia implosa. Inoltre, solo la banca di Stanford aveva sede al di fuori dagli Stati Uniti.

La strategia di copertura delle operazioni illegali era differente ma il metodo era simile, infatti, in ogni caso ciò che gli investitori si vedevano promesso era un investimento sicuro, senza rischio e in grado di produrre un rendimento elevato in poco tempo.

Nel caso di Madoff e Stanford poi, a giustificare gli alti rendimenti, c'era la prospettiva dell'investimento avente ad oggetto titoli sicuri. Con riferimento ai rendimenti va poi detto che Ponzi prometteva rendimenti impossibili ai propri clienti, mentre Madoff e Stanford permettevano rendimenti alti, soprattutto se considerati in relazione alla prospettazione di un rischio inesistente, ma non così alti da risultare totalmente implausibili.

Una differenza importante è invece presente nel metodo di presentazione, infatti, mentre Ponzi si rivolgeva a qualsiasi individuo che mostrasse di voler effettuare l'investimento, parte della strategia di Madoff consisteva nel creare attorno a sé un'aria di esclusività, scegliendo i propri investitori e declinando molte offerte.

Possiamo però trovare una similitudine nelle platee di investitori per quanto riguarda Ponzi e Madoff: infatti, l'attività di Ponzi constava principalmente di investimenti effettuati dagli immigrati italiani, così come Madoff aveva fatto riferimento, soprattutto nella fase iniziale, alla comunità ebraica newyorkese. Dunque, in entrambi i casi, i due soggetti hanno attinto alla propria comunità di appartenenza.

---

<sup>72</sup> Per Madoff ha avuto un ruolo fondamentale la *JP Morgan Chase Bank*, mentre per Ponzi la *Hannover Trust Bank*.

Inoltre, possiamo ricordare come lo schema di Madoff sia stato più volte soggetto ai controlli della SEC senza essere scoperto, mentre ciò non è avvenuto con riferimento agli altri due schemi.

Arrivando al denaro coinvolto nelle truffe, lo schema di Stanford ha coinvolto circa 7miliardi di dollari, mentre Madoff circa 65miliardi e Ponzi 15milioni (230milioni di dollari attuali), truffando rispettivamente 21mila persone, 5mila persone e 40mila persone. Inoltre, con riferimento a Stanford e Madoff, è noto come il primo abbia utilizzato per scopi personali circa 2miliardi di dollari mentre Madoff circa 250milioni. In termini di perdite subite dai clienti, per Stanford l'ammontare è di circa 7miliardi, mentre per Madoff di 20miliardi.

Ultimo aspetto da considerare attiene ai reati per i quali i tre truffatori furono condannati, infatti, per quanto riguarda Ponzi, egli fu condannato per frode postale a cinque anni di carcere, dei quali ne sconterà solo tre e mezzo. Invece, molto diverse sono le condanne degli altri truffatori, sia nell'ammontare dei capi d'accusa che nell'ammontare degli anni di carcere. Infatti, Madoff è stato condannato per undici reati, arrivando a centocinquanta anni di carcere: frode sui titoli azionari, frode sulla consulenza per gli investimenti, frode postale, frode telematica, riciclaggio internazionale di denaro allo scopo di promuovere specifiche attività illecite, riciclaggio di denaro, falsa testimonianza, dichiarazioni false, dichiarazioni false alla SEC, furto da un *Employee Benefit Plan*<sup>73</sup>. Invece, per Stanford, le accuse prevedevano 13 capi di imputazione, condannandolo per dodici<sup>74</sup> dei medesimi a centodieci anni di carcere e si trattava di: un capo per associazione a delinquere nella perpetrazione di frode postale e di frode telematica, cinque per frode postale, quattro per frode telematica, una per associazione a delinquere per ostruire le indagini della SEC, una per ostruzione delle indagini della SEC e una per associazione a delinquere per commettere riciclaggio di denaro<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> U.S. Attorney's Office, Southern District of New York (2009), "*Bernard L. Madoff Charged in 1-Count Criminal Information*".

<sup>74</sup> Infatti, la giuria ritenne Stanford non colpevole per uno dei capi d'accusa di frode postale.

<sup>75</sup> Angela DODGE, Public Affairs Officer (2012), "*Department of Justice Allen Stanford Convicted in Houston for Orchestrating \$7 billion Investment Fraud Scheme*".



## **5. Il momento Minsky: la fragilità finanziaria è parte integrante dell'economia moderna**

### **5.1 L'incertezza di Keynes e l'ipotesi di instabilità finanziaria di Minsky**

Hyman Minsky visse tra il 1919 e il 1996, frequentò il Partito Socialista Americano, studiò matematica e in seguito economia.

Il pensiero di Minsky risulta rilevante, nel corso di uno studio avente ad oggetto schemi piramidali e bolle speculative poiché permette di interpretare le bolle e le crisi finanziarie come un fenomeno insito all'economia e, come tali, inevitabili. Infatti, l'ipotesi di instabilità finanziaria da lui ideata si basa sull'idea che il sistema economico sia caratterizzato dalla presenza fisiologica e ciclica di momenti di crisi, scaturenti da un'eccessiva fiducia degli operatori del mercato. Questi ultimi, infatti, sentendosi sempre più sicuri, avrebbero la tendenza a utilizzare i loro capitali per operazioni di tipo speculativo, spostando così l'equilibrio del sistema finanziario che, da stabile, diventa sempre meno saldo.

Prenderemo, allora, in considerazione la teoria elaborata da Minsky a partire dalla nozione di incertezza presente nel *Trattato sulla Probabilità* del 1921 di Keynes.

All'interno di tale opera è possibile trovare una nozione di incertezza interpretata come una condizione tipicamente presente nella vita umana ed economica e derivante dall'impossibilità, in determinati casi, di prevedere gli eventi che si verificheranno nel futuro e la probabilità del loro accadere.

Dunque, l'agire degli agenti economici è caratterizzato dal difetto di conoscenza circa gli eventi futuri e tale mancanza determina una incapacità di prevedere in maniera

attendibile ciò che avverrà. In queste condizioni di incertezza, gli operatori del mondo economico prendono decisioni che andranno ad influenzare le fluttuazioni del mercato<sup>76</sup>.

Con tale primo assunto, Keynes si poneva in contrasto con la teoria economica in base alla quale, gli agenti, trovandosi a dover effettuare una scelta, sono sempre in grado di analizzare le opzioni a loro disposizione e di dirigersi verso quella che procurerà loro la maggiore utilità. La teoria criticata da Keynes, perciò, presenta gli individui come esseri razionali, in grado, in qualsiasi situazione, di ponderare le possibilità di scelta e le probabilità di riuscita delle proprie operazioni e di prendere sempre la strada corretta.

La critica mossa da Keynes alla teoria economica dominante si indirizzava per prima cosa alle premesse dagli economisti, secondo i quali, l'incertezza può essere presa in considerazione solamente attraverso il calcolo delle probabilità: la probabilità è ciò che permette di affrontare in modo razionale una decisione il cui esito non è sicuro poiché consente di tenere conto del grado di rischio in modo matematico.

Keynes, avendo preso atto del fatto che in determinati casi non è possibile conoscere con esattezza il grado di probabilità con cui un evento potrebbe verificarsi nel futuro e in altri casi è addirittura impossibile determinare se nel futuro un evento si verificherà o meno, riteneva, invece, che non sempre sia utilizzabile il modello probabilistico di calcolo del rischio.

L'incertezza circa gli eventi futuri, quando arriva a condizionare anche le operazioni economiche, tocca l'ambito degli investimenti. Con riferimento a questi ultimi, spesso non è possibile a priori né stabilire se avranno o meno successo né, presumendo che andranno a buon fine, quale percentuale di successo potranno avere. Dunque, gli investimenti, nel pensiero di Keynes, dipendono dagli “*animal spirits*”, ovvero dall'insieme di aspettative e istinti che spingono gli investitori a scommettere sul mercato<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> KATZENSTEIN J. Peter, NELSON Stephen, VATTA Alessia (2011), “*Incetezza e rischio in tempi difficili.*”, in *Stato e mercato*, No. 93, pp. 369-393, Il Mulino.

<sup>77</sup> Viviana DI GIOVINAZZO (2014), “*Nel lungo periodo siamo tutti morti. John Maynard Keynes*”, in *Paramond*, Pearson.



Altra premessa da cui Keynes muove riguarda il valore della moneta: la moneta ha funzione di deposito del valore, ovvero, se non utilizzata per la realizzazione di investimenti, viene adoperata come mezzo per conservare il potere d'acquisto e, in questo senso, la moneta può essere definita come “un legame tra presente e futuro”<sup>78</sup>.

La funzione conservativa della moneta emerge maggiormente nei periodi di incertezza, ossia nei momenti in cui gli investitori non riescono a prevedere l'andamento del mercato e preferiscono non utilizzare immediatamente la moneta in loro possesso, aspettando tempi più favorevoli o intrisi di maggiore prevedibilità.

Da notare è il fatto che la valuta è accompagnata da un prezzo, vale a dire l'interesse che sul deposito deve essere pagato, il quale può essere inteso anche come un compenso per la rinuncia alla liquidità. In tale ottica, l'aumento della domanda di moneta con funzione conservativa influenza l'andamento degli interessi, determinandone un incremento.

Di conseguenza, le decisioni di investimento dipendono dalle aspettative degli investitori ma anche dall'andamento del tasso di interesse.

Sempre con riferimento agli investimenti, altra premessa riguarda il concetto di risparmio, il quale può essere definito come la parte di reddito che non viene consumata, pertanto, è possibile dire che i risparmi variano a seconda delle variazioni del reddito.

Invece, gli investimenti sono una componente autonoma del reddito: essi sono effettuati sulla base di decisioni prese dagli individui in funzione del tasso di interesse e del loro istinto.

Tasso di interesse e istinto degli investitori sono fattori in rapporto di codipendenza e ciò è dimostrato anche dal fatto che, ad uno stesso tasso di interesse, possono corrispondere diverse decisioni di investimento in capo a diversi individui. Ciò avviene poiché le loro aspettative sono diversificate.

In forza di ciò, Keynes basa la propria analisi su un principio opposto rispetto a quello della teoria neoclassica incentrata sull'assunto per cui è l'offerta che genera la domanda ed è il livello dei risparmi che determina il livello degli investimenti. Infatti, Keynes

---

<sup>78</sup> Giancarlo BERTOCCO (2005), “*Alcune osservazioni sulla relazione tra incertezza e moneta in Keynes*”, Quaderni della facoltà di economia dell'università dell'Insubria, Varese.

ritiene che è la domanda a determinare il livello dell'offerta: mentre i risparmi variano in funzione del reddito, gli investimenti dipendono dalla volontà e delle scelte dei soggetti<sup>79</sup>.

Altro concetto fondamentale nella teoria di Keynes è la domanda aggregata<sup>80</sup>, la quale ha un ruolo fondamentale poiché permette di determinare il livello di equilibrio del reddito nazionale<sup>81</sup>. Mentre, nel senso neoclassico, l'equilibrio è raggiunto quando la domanda eguaglia l'offerta e gli operatori economici si trovano in una situazione di soddisfazione poiché non sarebbe per loro possibile migliorare le proprie condizioni; per Keynes, l'equilibrio è uno stato di quiete in cui non è necessario che la domanda e l'offerta potenziale si equivalgano, potendo raggiungere anche un equilibrio di sottoccupazione<sup>82</sup> in cui il sistema rimane stabilmente in una condizione di non pieno utilizzo delle risorse<sup>83</sup>.

---

<sup>79</sup> Stefano Perri (2022), *“La macroeconomia keynesiana: premessa ai moderni modelli di crescita economica”*, Università di Macerata, <https://docenti.unimc.it/stefano.perri/teaching/2022/26510/files/dispense-parte-i/3-keynes>.

<sup>80</sup> La domanda aggregata corrisponde alla somma di consumi (C), investimenti (I), spesa pubblica (S) e dal saldo tra esportazioni (E) e importazioni (I):  $DA = C + I + S + (E - M)$ .

<sup>81</sup> Il reddito nazionale consiste nel complesso di beni e servizi prodotti da una collettività in un determinato periodo temporale. Poiché per produrre i beni e i servizi è necessario remunerare i fattori produttivi (terra, lavoro, capitale, capacità organizzativa), il reddito nazionale è definibile anche come somma di redditi distribuiti alla collettività per la sua partecipazione all'attività produttiva.

<sup>82</sup> Il livello di impiego delle risorse è determinato dalle decisioni di spesa dei soggetti, ovvero dalla domanda aggregata, tuttavia, non è detto che questa abbia valore equivalente all'offerta aggregata. Una crisi può essere determinata da diversi fattori, tra i quali l'elemento comune è sempre il non pieno utilizzo della capacità produttiva, perciò, per un imprenditore è più conveniente produrre meno di quanto sarebbe necessario a soddisfare tutti, piuttosto che produrre di più di quanto è possibile vendere. Pertanto, sarebbe più redditizio produrre al di sotto del livello di pieno impiego delle risorse. Per questo motivo, può dirsi esistente un equilibrio nella condizione in cui le risorse non sono pienamente utilizzate e tale equilibrio è quello di sottoccupazione.

<sup>83</sup> Stefano Perri (2022), *“La macroeconomia keynesiana: premessa ai moderni modelli di crescita economica”*, Università di Macerata.

Infatti, secondo Keynes, è infondata la teoria in base alla quale il sistema economico ha una tendenza naturale al pieno impiego dei fattori produttivi, essendo invece possibile che si crei una situazione di equilibrio in cui la capacità produttiva non è pienamente utilizzata e nella quale c'è, dunque, un livello di disoccupazione.

Nell'ambito di questa teoria critica, Keynes ritiene anche che le crisi economiche fossero un fenomeno intrinseco al capitalismo ma che fossero sanabili attraverso alcuni interventi statali.

Esistendo l'equilibrio di sottoccupazione in cui le risorse non sono pienamente impiegate, Keynes sostiene che il metodo per raggiungere il pieno impiego consistesse nell'aumentare i livelli di produzione in modo tale da adeguare la produzione alla possibilità di spesa. Per ottenere l'innalzamento della domanda aggregata sarebbe allora necessario un intervento statale che prevedesse un aumento della spesa pubblica.

Ora è possibile passare allo studio della teoria di Minsky, che interpreta ed espande alcuni ragionamenti proposti da Keynes. Infatti, Minsky, insoddisfatto di alcune teorie dottrinali correnti alla sua epoca, ha svolto una rielaborazione del contributo di quest'ultimo.

Il primo passo ci porta a considerare l'Ipotesi di instabilità finanziaria elaborata da Minsky e diretta ad indagare le ragioni che stanno all'origine della fragilità finanziaria tipica del modello economico capitalistico.

Minsky ritiene che l'economia possa essere analizzata a partire dalle relazioni finanziarie che si instaurano tra i soggetti economici operanti sul mercato, ovvero, banche, famiglie, imprese e Stato. Tra questi rapporti economici, il più influente sarebbe quello tra banche e imprese e concernente i finanziamenti che le prime concedono alle seconde per la produzione e gli investimenti<sup>84</sup>.

Minsky si focalizza sul fatto che i sistemi capitalistici sono caratterizzati dalla presenza di elementi endogeni in grado di creare uno squilibrio tale da generare una crisi. Il principio di fondo dell'elaborazione creata da Minsky possiamo dire essere la constatazione che anche un sistema finanziario robusto è in grado di assumere un certo

---

<sup>84</sup> SILIPO Bruno Damiano (2009), *"Minsky e la crisi finanziaria."*, Università della Calabria.

grado di fragilità a causa di mutamenti intervenuti nelle relazioni tra i flussi di cassa (Degasperi, 1999).

Infatti, Minsky riscontra una connessione tra il verificarsi di crisi a livello microeconomico e a livello macroeconomico: un sistema economico avrebbe un andamento strettamente dipendente dalla capacità delle imprese di restituire il capitale avuto in prestito dalle banche. Inoltre, si può osservare anche come la capacità di un'impresa di ottenere i prestiti si realizzi in funzione della valutazione della azienda e, dunque, anche delle aspettative circa il suo rendimento.

Dunque, nel sistema economico e, più precisamente, in ogni unità economica, possiamo riscontrare la presenza di flussi di cassa positivi e negativi. In condizioni di stabilità, i flussi positivi dovrebbero essere sufficienti alla copertura delle passività emesse.

Sono flussi negativi, ovvero in uscita, quelli aventi ad oggetto il pagamento di attività reali e finanziarie effettuati tramite l'esborso di capitale proprio e di debiti a breve, medio e lungo termine. In particolare, i debiti comportano, per il rimborso del capitale e degli interessi, un periodico flusso di denaro in uscita.

Invece, sono flussi positivi quelli in entrata e si calcolano sottraendo dai profitti, considerati al lordo, le tasse e le spese, tra le quali rientrano gli interessi pagati sui debiti in corso.

In questo contesto, è necessario anche considerare che le attività reali vengono valutate in forza della loro capacità di generare profitti, mentre le attività finanziarie in base ai profitti prodotti.

Inoltre, prendendo in considerazione il concetto di valutazione di un'attività, è da tenere a mente anche che la liquidità di un'attività, ovvero la sua capacità di essere trasformata in moneta, può incidere sulla valutazione del suo valore: le attività poco liquide saranno valutate sulla base del contante che saranno presumibilmente in grado di generare in futuro; mentre, la moneta sarà valutata solo per la sua liquidità immediata<sup>85</sup>.

---

<sup>85</sup> Gianni Degasperi (1999), *“La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger”*, Tech Report No. 5, Alea – Centro di ricerca sui rischi finanziari; Università di Trento.

Anche i profitti derivanti dagli investimenti compiuti generano i flussi di cassa per mezzo dei quali possono essere onorate le spese e pagati i debiti e permettono di prevedere quali saranno i profitti futuri, determinazione necessaria ai fini della valutazione delle attività.

I flussi di denaro, *cash flow*, sono stati divisi da Minsky in tre categorie, il flusso di reddito, il flusso di bilancio e il flusso di portafogli.

Infatti, egli scrive che l'instabilità finanziaria è legata ai *cash flow* e che i flussi di bilancio e di portafoglio trovano la propria base nel flusso di reddito, il quale è costituito da salari, stipendi, spese relative ai processi di produzione.

Minsky sostiene, dunque, che, quando i flussi di reddito sono sufficienti a far fronte ai debiti di un'impresa, allora la strategia adottata da questa attività sarà basata sulla *hedge finance*, si tratterà, cioè, di una finanza di copertura.

In altri casi, la situazione sarà diversa e si adotterà una finanza speculativa: in queste ipotesi, i flussi in uscita sono superiori a quelli in entrata e per far fronte a ciò, i vecchi debiti vengono rinnovati o aumentati nel loro volume.

Diversa ancora è la terza ipotesi, quella in cui si fa ricorso ad una finanza Ponzi: si tratta di casi in cui, per far fronte ai debiti più vecchi, si contraggono nuovi debiti<sup>86</sup>.

Quando la linea seguita da un'impresa è quella della finanza di copertura, le condizioni sono tali per cui i flussi incassati risultano sufficienti alla copertura delle passività. Dunque, l'azienda si trova in una situazione di certezza e stabilità nella quale non dovrebbe subire dirette conseguenze da eventuali fluttuazioni del mercato che dovessero determinare un innalzamento dei tassi di interesse sui debiti né dagli imprevisti che dovessero diminuire i flussi di entrata, rimanendo soggetta unicamente al rischio di impresa. Infatti, la strategia di copertura implica l'esistenza di fondi contenenti denaro contante e strumenti finanziari a breve termine: la finanza coperta è, dunque, caratterizzata dalla presenza di un'eccedenza di entrate rispetto alle uscite.

Diverso è il caso delle attività che assumono la strategia finanziaria speculativa, infatti, si tratta di posizione maggiormente rischiosa poiché l'azienda risulta soggetta non solo al rischio di impresa ma anche al rischio di insolvenza: l'impresa in alcuni periodi di tempo

---

<sup>86</sup> DEFENDI Gianluca (2021), “L'instabilità finanziaria di Minsky”, in *Milianofinanza*.

riuscirà a coprire le proprie uscite ma, in altri, pur risultando coperti i pagamenti a breve termine per gli interessi sul debito, avrà impegni di pagamento superiori ai flussi di entrata.

La strategia finanziaria speculativa prevede che i debiti in cui l'azienda è incorsa vengano finanziati per mezzo della rinnovazione di vecchi debiti. L'esistenza e la solvibilità di un'azienda in queste condizioni, pertanto, sono condizionate dall'evoluzione del mercato e dei tassi di interesse. Infatti, scegliendo il modello indicato, l'impresa si crea l'aspettativa circa il fatto che il valore dei tassi di interesse non si sposterà di molto da quello attuale.

Ultimo tipo di strategia è la finanza Ponzi. Si tratta di ipotesi il cui funzionamento si avvicina al finanziamento speculativo, solamente che nel caso della finanza Ponzi i rischi risultano accentuati poiché il capitale necessario al pagamento dei debiti più vecchi è assicurato tramite il ricorso a debiti nuovi. Infatti, in questo caso, i flussi in entrata non sono sufficienti nemmeno all'adempimento dei pagamenti a breve termine per gli interessi correnti. Dunque, basandosi su un sistema di tipo Ponzi, è possibile che per tutta la durata dell'attività di investimento posta in essere, i flussi di denaro positivi siano costantemente inferiori a quelli negativi. L'impresa potrebbe riuscire ad ottenere un flusso positivo maggiore rispetto a quello negativo solamente nel caso in cui si riesca a mettere da parte un margine sufficientemente elevato e le condizioni di mercato non si modificano in peggio.

Un'impresa che adotti questa struttura finanziaria dovrebbe allora avere una riserva di denaro liquida abbastanza ampia da poter sopperire nel caso in cui si verificassero mutamenti negativi del mercato. Sul versante pratico, una finanza Ponzi potrà sopravvivere unicamente nel caso in cui si verifichi un grosso evento favorevole o nel caso in cui l'impresa si ritrovi a poter beneficiare di una fonte di finanziamento perenne.

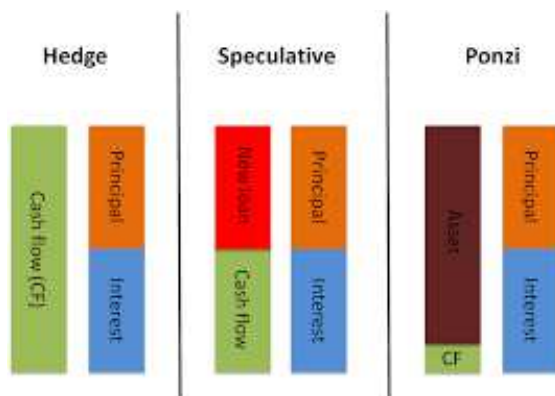


Figura 5, Source: <http://www.econdiscussion.com/articles/2-minskys-moment-the-economist>

I concetti di finanza coperta, speculativa e Ponzi appartengono ad un'analisi fatta da Minsky e avente ad oggetto la microeconomia ma si connettono al suo pensiero circa alcuni aspetti macroeconomici e, in particolare, circa lo stato di fragilità del sistema finanziario osservato nel suo complesso.

Infatti, secondo Minsky, la fragilità di un sistema finanziario dipenderebbe da due fattori: le caratteristiche dei flussi di cassa e il modo in cui il sistema finanziario incide sui flussi di cassa con cui gli operatori del mercato (famiglie, imprese banche) adempiono le loro obbligazioni<sup>87</sup>.

Un sistema inizialmente robusto potrebbe diventare fragile se, dopo un periodo di tranquillità, cambiassero le relazioni tra i flussi di cassa. Inoltre, internamente al sistema ci sono meccanismi in grado di rendere fragile una struttura finanziaria che inizialmente appariva stabile. Per approfondire tale riflessione, è necessario intersecare i ragionamenti effettuati con riferimento alle politiche finanziarie delle imprese con i successivi concernenti gli equilibri finanziari del sistema economico.

Ad esempio, se prendiamo in considerazione un'impresa che fonda la propria attività su di una strategia di *hedge finance*, tale impresa sarà poco sensibile ai mutamenti del mercato e l'unico aspetto che potrebbe risultare scalfito da una modificazione dei valori in senso peggiorativo è quello attinente al valore di mercato dell'impresa poiché una

<sup>87</sup> Gianni DEGASPERI (1999), "La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger", Tech Report No. 5; Alea – Centro di ricerca sui rischi finanziari, Università di Trento.

variazione di tale genere comprometterebbe anche le future scelte di finanziamento e investimento e, pertanto, anche le future prospettive di profitto.

Invece, se si considerano attività strutturate sul modello di finanza speculativa o sul modello Ponzi, gli effetti dei mutamenti del mercato sono più rilevanti poiché, se i tassi di mercato variassero, si potrebbe presentare per l'impresa la necessità di procedere alla vendita delle proprie attività reali per poter adempiere i propri debiti.

Passando di nuovo al lato macroeconomico, la vendita in massa di attività reali da parte di un'impresa che risulti essere stata raggiunta e incisa dai mutamenti del mercato aumenterebbe l'offerta, comportando una caduta dei prezzi. Questo determinerebbe una riduzione del reddito e dei flussi monetari attesi da ogni impresa e questo, a sua volta, porterebbe anche ad una difficoltà, per le altre imprese, nel fronteggiare i propri flussi passivi. Così, alcune imprese sarebbero costrette ad indebitarsi ulteriormente per evitare la vendita di proprie attività reali, assumendo una struttura finanziaria speculativa (Degasperi, 1999).

Dunque, maggiore è il numero di imprese che si fondano su di una struttura di tipo speculativo o Ponzi, maggiore è il rischio, come probabilità, che il sistema finanziario assuma aspetti di fragilità; mentre la stabilità dell'intero sistema risulterà migliore laddove la maggior parte delle imprese operi con sistemi finanziari di copertura.

Va ora preso in considerazione il ciclo economico, il quale prevede due fasi, una di espansione e una di contrazione.

Nell'ipotesi di instabilità finanziaria trattata da Minsky, assume particolare rilevanza la fase in cui si passa da un momento di espansione ad uno di contrazione. Si tratta del momento in cui si instaura una fase di declino, cioè di crisi finanziaria che risulterebbe endogena rispetto al sistema economico.

Infatti, rimanendo sul tema dei periodi di crisi come elementi costituenti il ciclo economico, Minsky svolge anche un ulteriore ragionamento fondato sul concetto di incertezza e proponendo una lettura di Keynes alternativa rispetto a quella dominante.

In particolare, Keynes aveva fissato una distinzione netta tra le situazioni e le condizioni cui è connotato il rischio e quelle cui è connotata l'incertezza.



Una scelta rischiosa sarebbe tale in quanto la sua attuazione avrebbe alle spalle una serie di rilevazioni effettuate nel passato da una molteplicità di soggetti che permetterebbero un certo grado di prevedibilità circa gli eventi futuri.

In altre parole, il rischio è un mondo nel quale sono possibili le scelte razionali da parte degli operatori del mercato: essi, infatti, potendosi basare, su eventi passati che richiamano la situazione attuale, sono in grado di fare una previsione circa il rendimento di un investimento.

Invece, una scelta compiuta nell'incertezza è tale perché compiuta in un momento in cui le probabilità sono ignote o non conoscibili. Si tratta di un ambito decisionale in cui la previsione degli eventi futuri diventa impossibile poiché i parametri per compierla sono troppo instabili e non permettono di quantificare le probabilità di realizzazione.

Possiamo riportare anche l'esistenza di una terza categoria citata da Keynes nel *Trattato sulla probabilità*: si tratta di una categoria intermedia, che si pone, cioè, tra il rischio e l'incertezza e che considera le probabilità soggettive. La *species* in questione attiene ad un ambito in cui il singolo individuo, in base a valutazioni basate su esperienze personali, ritiene che la verifica di un determinato evento sia più probabile della verifica di un altro. Tuttavia, trattandosi di stime poco affidabili, la scelta che ne deriva risulta incerta poiché non è possibile pervenire ad un calcolo attendibile delle probabilità<sup>88</sup>.

Minsky, invece, interpreta l'incertezza come il “*caso generale di un continuum che ha ai suoi estremi la certezza assoluta e l'incertezza totale*”<sup>89</sup>

Di conseguenza, la teoria di Minsky ha preso le distanze da quelle post-keynesiane che interpretavano i cicli economici come sistemi caratterizzati da una crescita costante e regolare e tendenti all'equilibrio. Si tratta di situazioni in cui il verificarsi di picchi particolarmente positivi o particolarmente negativi sarebbe solamente il frutto di manovre

---

<sup>88</sup> J. Peter KATZENSTEIN, Stephen NELSON, Alessia VATTA (2011), “*Incetezza e rischio in tempi difficili.*”, in *Stato e mercato*, No. 93, pp. 369-393, Il Mulino.

<sup>89</sup> Viviana DI GIOVINAZZO (2014), “*Gli economisti dissenzienti. Hyman Minsky.*”, in *Paramond*, Pearson.

politiche o economiche realizzate da soggetti esterni, ossia dalle forze politiche, oppure dal comportamento irrazionale dei soggetti del mercato.

Come già sottolineato, Minsky ritiene invece che le crisi sono elemento connaturato ai sistemi economici moderni e si manifestano a causa di un complesso di fattori. Tra gli elementi considerati dall'economista giocano un ruolo essenziale: l'incertezza in capo agli operatori, la speculazione e l'asimmetria informativa che contraddistingue i rapporti coinvolgenti gli investitori, i quali possono trovarsi a prendere decisioni senza essere realmente a conoscenza delle possibilità di rendimento delle proprie operazioni.

A ciò si aggiunge una fase di creazione della fiducia: quando il mercato è in fase di crescita, l'atteggiamento degli investitori diventa euforico, le operazioni vengono realizzate in un clima migliore, di sicurezza, nel quale la fiducia aumenta e ciò rende i soggetti maggiormente inclini alla realizzazione di investimenti più rischiosi, con un margine di sicurezza inferiore.

Il clima di fiducia che così si sviluppa rende più plausibile il ricorso a investimenti ultra-speculativi e talvolta porta i soggetti a rimanere impigliati nelle reti di truffe, spesso basate su schemi Ponzi.

La conseguenza appena esposta, ovvero il ricorso a posizioni sempre più rischiose, porta il sistema a rendersi sempre più fragile. La nuova instabilità del sistema è portatrice di un livello crescente di incertezza poiché l'aumento delle posizioni speculative e truffaldine fa retrocedere la fiducia degli investitori che inizieranno a sentirsi sempre più esposti alla possibilità che, nelle loro operazioni di mercato, qualcosa vada storto.

Invero, l'incertezza che si viene a creare non può di certo rimanere priva di conseguenze e la sua progressiva espansione potrebbe portare all'interpretazione di un, anche piccolo, shock del mercato (ad esempio, il fallimento di una banca) come un segnale di arresto e ciò, a sua volta, potrebbe portare i soggetti a ritirare i propri capitali, innestando così una deflazione da debiti che, partendo dal sistema finanziario, potrebbe espandersi fino a raggiungere l'economia reale (Di Giovinazzo, 2014).

Per essere più chiari e ragionare in termini più concreti, prendiamo nuovamente in considerazione un sistema fondato su un modello di finanza coperta: in un sistema come questo, in cui è presente una stabilità, un periodo di tranquillità costituisce un incentivo per le imprese che saranno portate a realizzare un maggior numero di investimenti.

L'aumento dei finanziamenti può però portare con sé un aumento delle richieste di fondi e ciò determinerebbe un rialzo dei tassi di interesse, al quale seguirebbe una caduta del valore degli investimenti. A questo punto l'impresa potrebbe trovarsi in una situazione caratterizzata non più da un modello finanziario di copertura ma da un modello speculativo. Dunque, si potrebbe anche verificare la possibilità che sia necessario rifinanziare le posizioni o vendere le attività reali o finanziarie possedute. Di qui, la successiva possibile conversione del modello speculativo in modello Ponzi, con tutti i rischi annessi.

Ecco che un sistema inizialmente stabile, proprio in forza di tale qualità e per un migliore e completo sfruttamento delle possibilità connesse al modello medesimo, ha subito un'evoluzione tale da portarlo ad un condizione di instabilità.

Il momento in cui l'economia precipita in seguito al passaggio da un sistema economico in crescita ad un sistema in recessione e tendente alla depressione è ciò che viene definito *Minsky moment*: è il momento in cui l'effetto aggregativo che, fino ad allora aveva portato gli investitori a scommettere sulla costante ascesa del mercato, unisce ora i medesimi investitori in un clima di diffidenza che li porta a ritirare i propri risparmi, a non investire più e far crollare il sistema.

Minsky individua anche un modo per evitare che il ciclo economico arrivi ad una fase depressiva, considerando due possibili interventi pubblici.

Il primo intervento è in mano alla Banca Centrale, la quale, agendo come prestatore di ultima istanza, eroga liquidità, impedendo la crisi deflazionistica. Questo tipo di intervento pubblico è immediato e ha una effettiva utilità, tuttavia, porta con sé il rischio dell'incremento dell'inflazione<sup>90</sup>.

Il secondo tipo di intervento può essere posto in essere dal Governo, il quale avrebbe la possibilità, aumentando la spesa pubblica, di accrescere anche la domanda di consumi e di investimenti, spingendo così l'economia ad una ripartenza.

Ricordiamo però come sia alle fondamenta della teoria di Minsky l'idea per cui le crisi economiche sono congenite al sistema capitalistico, dunque, anche in seguito alla fase di

---

<sup>90</sup> Viviana DI GIOVINAZZO (2014), “*Gli economisti dissenzienti. Hyman Minsky.*”, in *ParamondOnline*, Pearson.

ripresa dovuta all'intervento della Banca Centrale o del Governo, il ciclo ricomincerà: gli operatori si sentiranno nuovamente fiduciosi per l'andamento positivo del mercato e, ancora, la realizzazione di operazioni speculative porterà alla conseguente crisi.

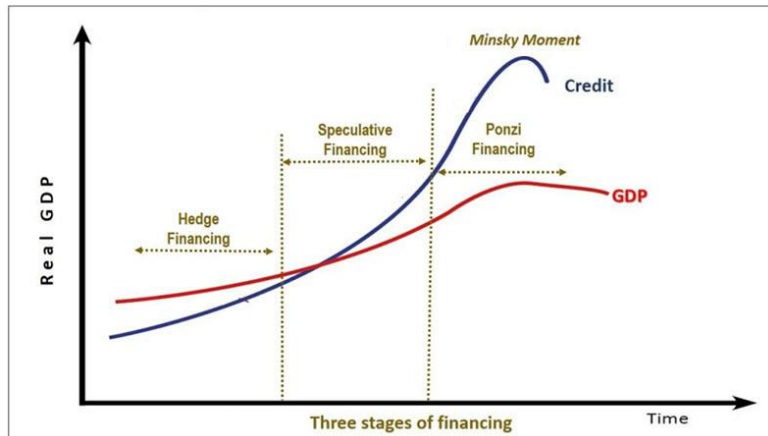


Figura 6, Source: <https://scenarieconomici.it/stiamo-avvicinandoci-al-momento-minsky-quali-mercato-saltera-per-primo/>

Il grafico (Figura 6) mostra lo sviluppo del ciclo economico nella visione di Minsky: al crescere del PIL e, dunque, al crescere della domanda di beni reali e finanziari sul mercato, gli investitori si impegnano in speculazioni sempre più aggressive e, assumendosi i relativi rischi di mercato, passano attraverso le tre strutture di finanziamento (coperta, speculativa, Ponzi). In seguito, viene toccato il momento Minsky ed ecco che la direzione della curva cambia e si dirige verso il basso.

Inoltre, è possibile dedurre anche che più a lungo si protrarrà la speculazione, più grave sarà la crisi, infatti, la curva tende a salire sempre fino al momento di rottura.

## 5.2. Momento Minsky e schema Ponzi: elementi di influenza reciproca

La teoria di Minsky può essere posta in relazione con il funzionamento dello schema Ponzi per diversi motivi.

Innanzitutto, è possibile ricordare come l'Ipotesi dell'instabilità finanziaria faccia riferimento di per sé ad uno schema Ponzi nel momento in cui cita i sistemi economici instabili. Successivamente, e specularmente, è riconoscibile un *Minsky moment* nei casi pratici in cui lo schema Ponzi si realizza.

Partendo dal primo punto considerato, richiamiamo le strutture economiche che si basano su posizioni Ponzi, dette anche ultra-speculative. Tale fase si verifica quando un'impresa riceve flussi in entrata che si assestano su un livello di molto inferiore rispetto ai flussi in uscita. I flussi in entrata, infatti, in simili ipotesi non dovrebbero essere sufficienti nemmeno al pagamento degli interessi, così, per poter pagare questi ultimi e rimborsare il capitale, sarebbe necessario indebitarsi ulteriormente. Questo creerebbe una spirale di debiti che renderebbe il sistema economico fragile e incline alle crisi, infatti, anche piccole variazioni nei tassi di interesse possono compromettere la già precaria solidità del complesso economico.

Il secondo punto da considerare attiene alla configurabilità di un momento di culmine e successiva crisi negli schemi Ponzi concretamente verificatisi. Partendo dallo schema posto in essere da Ponzi nel 1920, è possibile notare come inizialmente fossero pochi i soggetti disposti a investire con lui ma, dopo un primo periodo in cui i primi investitori avevano ottenuto i profitti sperati, un numero sempre maggiore di individui ha posto i propri risparmi nelle mani di Ponzi. Nel caso Madoff è avvenuta la medesima cosa: man mano che si è sparsa la voce circa i rendimenti ottenuti dai primi soggetti, sempre maggiore è stato il numero di investitori. Similarmente è avvenuto anche nel caso Stanford.

In tutti questi tre casi, dunque, è presente una prima condizione di diffidenza che poi viene superata con l'insaturazione di un nuovo clima di fiducia che, addirittura, in determinati casi, può portare i soggetti a non svolgere i controlli in modo approfondito. Ciò avviene in forza di ciò che Shiller definisce euforia irrazionale e che nel modello di

Minsky è il frutto di un comportamento istintuale degli operatori del mercato. Inoltre, questi tre casi hanno in comune anche un ulteriore aspetto, ovvero la presenza della struttura ultra-speculativa.

## **6. I sistemi piramidali leciti: i vantaggi aziendali del *multilevel marketing***

### **6.1. Contratti atipici di vendita piramidale come espressione di libertà negoziale: definizioni e regolamentazione**

Il capitolo riporta uno studio effettuato sui sistemi piramidali, realizzando una distinzione tra quelli leciti e quelli illeciti e portando alla luce gli elementi di ambiguità presenti anche negli schemi legali.

Successivamente si affronterà anche il tema della pericolosità intrinseca ad ogni schema piramidale che, anche se lecito, risulta in ogni caso molto vicino al confine con l'illiceità e si vedranno successivamente i vantaggi che possono derivare dalla partecipazione ad uno schema piramidale.

Per l'analisi del fenomeno prenderemo in considerazione la normativa italiana ma anche quella statunitense, data l'ampia estensione del fenomeno in tale ambito culturale.

Il punto di partenza per lo studio di un fenomeno che risulta presente in diversi ordinamenti giuridici, come quello delle vendite piramidali, è da ritrovare nella necessità di adattamento degli schemi contrattuali tradizionali al nuovo contesto.

Prendendo in considerazione l'ordinamento italiano, infatti, già a livello di Costituzione, l'articolo 41 è teso a garantire, entro determinati limiti<sup>91</sup>, la libertà e l'autonomia negoziale ai privati.

In forza della sempre maggiore autonomia negoziale riconosciuta ai privati e dell'espansione dei meccanismi della globalizzazione, che, riguardano anche l'ambito giuridico e contrattuale, si verifica una tendenza a trasportare le informazioni concernenti sistemi contrattuali differenti da un ordinamento all'altro. Per tale motivo, risultano

---

<sup>91</sup> Ai sensi dell'articolo 41 Cost., l'iniziativa privata è libera ma non può essere svolta in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana.

attualmente molto disparate e poco facilmente codificabili in modo sistematico le nuove forme di contratti e di vendite, nonché le figure giuridiche che nei contratti sono implicate.

Dimostrazione di ciò si trova nel fatto che i legislatori tendono a riferirsi alle attività che comprendono la vendita e che incidono sul rapporto professionista-consumatore con l'espressione di "pratiche commerciali" e non più semplicemente di "contratti di vendita" (Barela, 2017). Ciò si verifica proprio a causa della vasta gamma di interessi che tali attività arrivano a incidere nella loro configurazione odierna, tra i quali sono ricomprese anche l'area del funzionamento del mercato e le possibili conseguenze derivanti alla sfera del contraente debole, nonché le valutazioni più strettamente attinenti all'area del marketing<sup>92</sup>.

Dunque, nel quadro dell'evoluzione dei contratti di vendita in una direzione sempre più globalizzata e nel quale si affermano con sempre maggiore frequenza anche forme di vendita diretta, ovvero vendite nella cui struttura è assente la figura di un intermediario, l'esigenza che si delinea è soprattutto quella di offrire una tutela efficace nei confronti del contraente debole nei rapporti tra consumatore e professionista.

In effetti, anche in Italia si è diffuso un modello di vendita di derivazione anglosassone, basato sull'interazione diretta tra società produttrice del bene o erogatrice del servizio e cliente finale: si tratta di una tipologia di vendita in cui, mancando un grossista, è direttamente un agente o un rappresentante della società che si rivolge presso la sede o il domicilio del consumatore. Nel gruppo delle forme di vendita diretta, è da includere anche la vendita *multilevel*, nella quale gli incaricati alle vendite hanno anche il ruolo aggiuntivo di reclutare nuovi soggetti da inserire nella piramide, ovvero, di trovare soggetti che a loro volta otterranno la qualifica di incaricati alle vendite.

Le vendite multilevel consentono così ai reclutatori di guadagnare, oltre che dalle commissioni derivanti dalle vendite da loro stessi effettuate, anche, in via indiretta, dalle vendite effettuate dai soggetti da essi reclutati.

Nell'ambito di questo nuovo tipo di vendite, il rischio di andare incontro ad attività illecite o rischiose è grande, tuttavia, non sarebbe sufficiente una codificazione

---

<sup>92</sup> Valentina BARELA (2017), "*Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.*", Torino, Giappichelli Editore.



sistematica a livello nazionale o sovranazionale ad eliminare il problema. Di conseguenza, risulta essenziale il ruolo di due autorità con funzione regolatrice e di unificazione, ovvero l'Autorità Garante della Concorrenza sul Mercato, nel territorio nazionale, e la *Federal Trade Commission*<sup>93</sup> in territorio statunitense.

Iniziando l'analisi dal sistema americano, negli Stati Uniti, esiste una carenza di tutela specifica nei confronti dei sistemi di vendita piramidale, la quale, ciononostante, è superita a livello governativo dall'opera della *Federal Trade Commission*, un'agenzia governativa indipendente creata dal Congresso degli Stati Uniti nel 1914 e avente funzione di vigilanza su sicurezza, legalità e corretto funzionamento del mercato, con un'attenzione alla tutela dei consumatori. Inoltre, la FTC si occupa anche della prevenzione delle frodi, delle pratiche commerciali scorrette e della tutela della concorrenza. Oltre a ciò, la FTC ha competenza anche in ambito di vendite piramidali e ha contribuito alla identificazione degli strumenti idonei alla distinzione tra forme lecite e illecite e al contrasto di queste ultime<sup>94</sup>.

La Commissione ha anche l'obbligo, in base alla definizione di schema lecito, di controllare che la tutela del consumatore sia effettiva e può attivare rimedi contro la promozione di schemi piramidali, adottando ordini di cessazione dell'attività e pesanti sanzioni in caso di mancata ottemperanza.

La FTC può eseguire indagini su aziende ed organizzazioni quando sorga il sospetto di una violazione di norme di legge relative al mercato ed è tenuta alla pubblicazione di pareri legislativi che poi pervengono al Congresso in fase di formazione di nuove leggi in materia di mercato e in particolare di tutela dei consumatori.

---

<sup>93</sup> Inoltre, il reclutatore guadagnerà anche dalle vendite effettuate dai soggetti reclutati dai soggetti che il primo reclutato coinvolgerà nella piramide (è ciò che viene definito *downline*).

<sup>94</sup> FEDERAL TRADE COMMISSION – consumer advice, “*Multi-level Marketing Business and Pyramid Scheme*”, <https://consumer.ftc.gov/articles/multi-level-marketing-businesses-pyramid-schemes>; FEDERAL TRADE COMMISSION – Protecting America’s Consumers, “*Mission*”, <https://www.ftc.gov/about-ftc/mission>.

Per affrontare l'argomento, alcune definizioni utili possono essere quelle date di seguente<sup>95</sup>.

La *Federal Trade Commission* definisce *multi-level marketing program* un programma di marketing in cui i partecipanti pagano una cifra di ingresso al promotore, in cambio della quale, ottengono tre diritti. Il primo consiste nel diritto di reclutare partecipanti aggiuntivi, il secondo nella possibilità di vendere beni o servizi forniti dalla società, il terzo nel ricevere un compenso come controprestazione.

Tale definizione vale però a descrivere un sistema lecito solo a condizione che siano rispettati alcuni parametri e, in particolare, è necessario che i pagamenti ricevuti da ciascun partecipante derivino primariamente dalla vendita dei beni e dei servizi e solo marginalmente dal reclutamento di nuovi partecipanti. Inoltre, è necessario che il programma di marketing sia regolato in modo tale che risulti stabilito nel regolamento che non si tratta di un piano in cui il guadagno che i partecipanti ottengono deriva in via principale dal reclutamento di nuovi membri.

Sempre nella legislazione prodotta dalla FTC troviamo la definizione di *Pyramid scheme*, inteso come schema illecito, che consisterebbe in qualsiasi schema di vendita o piano nel quale la commissione pagata al venditore si basa principalmente, se non in via esclusiva, sul reclutamento di nuovi soggetti da inserire nello schema di vendita o nel piano di marketing. In tali schemi la effettiva vendita di beni o servizi spesso è concretamente assente del tutto o in parte, venendo presentati i prodotti solamente come scudo o facciata dell'attività illegale e truffaldina posta in essere (Taylor, 2000).

Andiamo ora a definire alcune caratteristiche tipiche degli schemi leciti, di quelli illeciti o comuni ad entrambi.

Vanno primariamente definiti i concetti di *upline* e *downline*, necessari anche a semplificare le altre definizioni.

---

<sup>95</sup> TAYLOR Jon M. (2000), "When Should an MLM or Network Marketing Program Be Considered an Illegal Ponzi Scheme?", <https://sequenceinc.com/fraudfiles/wp-content/uploads/2011/03/illegalpyramidscheme.pdf>.

Con *upline* si fa riferimento alla linea di partecipanti che sono in posizione gerarchicamente superiore nella piramide, avendo reclutato ulteriori membri e che ricevono compenso anche dalle vendite effettuate dai soggetti reclutati.

La *downline*, invece, si riferisce i membri che sono stati reclutati, i quali generano i profitti sulla vendita di prodotti, essendo a contatto col pubblico in modo diretto.

Tipico dei sistemi illeciti può essere la presenza di una *Relative vertical equality (RVE)* nel compenso. Con tale espressione si fa riferimento ad una situazione in cui il partecipante alla piramide posto in alto nella gerarchia, dunque in posizione di distanza rispetto ai consumatori (il partecipante facente parte della *upline*), per ogni vendita effettuata dal “sottoposto”, riceve dalla compagnia una remunerazione di ammontare uguale o maggiore rispetto a quella che può ottenere il membro “sottoposto” che vende direttamente i prodotti ai consumatori.

Tale sistema di profitti indiretti derivanti ai membri della *upline* forma un incentivo al reclutamento di nuovi soggetti per la formazione della *downline*.

Invece, con *Extreme horizontal inequality (EHI)* nel pagamento dei membri, si definisce una caratteristica comune ai sistemi leciti e illeciti, in base alla quale si realizza una differenza consistente tra i corrispettivi dei partecipanti alla piramide. Infatti, i pochi membri posti ai vertici della gerarchia possono ottenere dalla compagnia dei compensi ampi, mentre la maggior parte dei membri, posti più in basso, può ottenere solo retribuzioni molto basse oppure, in altri casi, non ottiene nessun compenso.

Diverso ma non comune nei sistemi piramidali leciti è il *Front end weighted system*, un metodo di remunerazione in base al quale il compenso proveniente dalla compagnia è cospicuo per i partecipanti a contatto con i consumatori, senza che ai membri della *upline* siano attribuiti vantaggi compensativi sproporzionati.

Infine, esiste un *Middle weighted system*, nel quale la commissione relazionata a ciascuna vendita è maggiore per i membri appartenenti ai primi livelli della piramide, di

norma per i membri appartenenti ai primi due o quattro livelli, rispetto al compenso raggiungibile dai membri dagli altri livelli della gerarchia<sup>96</sup>.

La FTC ha identificato i principi necessari alla distinzione tra schemi leciti e illeciti e, l'elemento determinante risulta essere, così come nella legislazione italiana ed europea, la mancanza di un prodotto dalla cui vendita possa scaturire un profitto e il legame tra la retribuzione e la quantità di soggetti reclutati.

Possiamo ora passare a tre fattori fondamentali per la comprensione del fenomeno contrattuale in esame.

Il primo elemento degno di considerazione consiste nella politica dell'incentivo. Si tratta di un meccanismo di remunerazione dell'incaricato alle vendite fondato su un piano di compensi articolato: il membro della piramide riceve un profitto dalle proprie vendite, dalle vendite della propria *downline* e, inoltre, possono essere elargiti *bonus* legati a particolari risultati ottenuti dal venditore.

Gli incentivi sono parte fondamentale del sistema di vendita in esame, infatti, hanno un triplice obiettivo: l'incremento del fatturato, grazie al legame tra incentivi e numero di vendite effettuate; la fidelizzazione del venditore al sistema di vendita; la creazione di una stabilità del rapporto tra venditore e società<sup>97</sup>.

Secondariamente, occorre osservare due aspetti tra loro in relazione, ovvero, il tipo di prodotto oggetto della vendita e la capacità del venditore di convincere soggetti terzi ad acquistare i prodotti e ad aderire alla piramide.

Il prodotto o il servizio offerto deve consistere in qualcosa di innovativo poiché è il fattore incognita la maggiore giustificazione circa la circostanza che il bene non venga venduto attraverso i canali tradizionali. Trattandosi di prodotti innovativi, risulta

---

<sup>96</sup> TAYLOR Jon M. (2000), *“When Should an MLM or Network Marketing Program Be Considered an Illegal Ponzi Scheme?”*, <https://sequenceinc.com/fraudfiles/wp-content/uploads/2011/03/illegalpyramidscheme.pdf>.

<sup>97</sup> CHIADÒ Fiorio Elena, CIRAVEGNA Daniele, PELLEGRINI Luca, HAINES Martine, BERRETTINI Cristina, BERRY Richard, FALDUTO Leonardo, DE MASI Domenico (1998) *“Il marketing multilivello: la nuova frontiera del marketing. Aspetti economici, giuridici e sociologici.”*, Università di Torino, Ufficio Relazioni Esterne AMWAY Italia

fondamentale anche la capacità del venditore di creare con il cliente un rapporto di fiducia, il quale risulta essere la conseguenza anche di una capacità di persuasione del venditore.

Va poi individuato un terzo aspetto risultante dai vantaggi che derivano alle società dalla realizzazione di un sistema di vendite piramidale: lo schema implica una riduzione dei costi sostenuti dall'azienda, infatti, nonostante sia presente una linea guida uniforme, il venditore gestisce ed organizza l'attività di vendita in modo autonomo; la vendita diretta permette una riduzione dei processi commerciali necessari e questo comporta a sua volta una riduzione dei costi; il contatto diretto tra venditore e cliente consente un controllo rapido del mercato e la possibilità di offrire prodotti nuovi che vadano incontro alle aspettative dei clienti con una maggiore tempestività, dunque, risulta migliore e più celere la capacità dell'azienda in *multilevel marketing* di adattarsi ai bisogni dei clienti; infine, il sistema di vendita così elaborato permette di fornire un'offerta personalizzata che rende più facile la fidelizzazione dei clienti.

Il quadro normativo richiede che vengano prese in considerazione le norme del Codice del Consumo e in particolare quelle riferite alle pratiche commerciali scorrette, le quali, infatti, risultano essenziali nello studio dei sistemi piramidali poiché questi ultimi sono, da un lato, destinatari di scarsa regolamentazione e, dall'altro, risultano pericolosamente vicini al limite con le pratiche illegali<sup>98</sup>.

L'elemento discriminante che permette di tracciare un confine tra le vendite piramidali lecite e quelle illecite è l'esistenza di un prodotto o di un servizio effettivamente messo in commercio, la cui vendita o erogazione renda possibile la riscossione di un profitto. La distinzione così effettuata fonda il principio in base al quale il sistema di vendita è da considerare lecito finché il reclutamento di nuovi soggetti è marginale e secondario rispetto alla vendita dei beni prodotti dalla società; mentre, un sistema è illecito quando il ruolo rivestito dai prodotti risulta secondario poiché le remunerazioni economiche sono legate principalmente al coinvolgimento di nuovi soggetti nella rete.

Infatti, gli schemi di vendita illeciti coinvolgono un contratto innominato, ammissibile ai sensi dell'articolo 1322 del Codice civile, a condizione che l'interesse alla base dello

---

<sup>98</sup> Ettore BATTELLI (2019), "*Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM*", romatrepress.

stesso sia meritevole di tutela. Il requisito imposto dalla norma richiamata non sarebbe presente nel caso in cui il contratto di vendita piramidale non prevedesse concretamente e chiaramente la presenza di una controprestazione dell'azienda. Infatti, in tali contratti può essere stabilito che la controprestazione dell'azienda consiste in un prodotto di valore molto inferiore rispetto alle somme richieste per l'ingresso nel sistema, oppure, in una promessa di elevati futuri guadagni. Dunque, al nuovo soggetto viene promessa una controprestazione incerta, in cui è presente una componente di rischio. La presenza di un elemento aleatorio, sebbene di per sé sia lecita, diviene illecita quando non sia stata esplicitata al neo-partecipante, convinto di intraprendere un'attività sicura. Infatti, il contratto deve risultare illecito quando non viene spiegato al futuro membro come l'obiettivo del guadagno sia raggiungibile, così come è illecito quando non viene nemmeno nominata la presenza di un rischio, se questo non sia percepibile dal contraente debole<sup>99</sup>.

Da questo punto di vista, il disvalore del sistema piramidale illecito, ovvero ciò che lo rende immeritevole di tutela ai sensi del Codice civile e truffaldino ai sensi del Codice penale, non consiste nel rischio insito nell'ingresso nello schema ma nella inconsapevolezza di tale rischio: è il compimento di azioni e comportamenti ingannevoli che induce il soggetto a concludere un contratto rischioso senza essere in grado di conoscere né di percepire il grado di rischio.

Dunque, in un sistema piramidale illecito possiamo notare due effetti decettivi: da un lato, l'assenza di un effettivo prodotto da vendere; dall'altro, la promessa di guadagni elevati unita all'omissione circa la presenza di un rischio sotteso. I due elementi possono anche essere collegati, infatti, la promessa di grandi guadagni può essere utilizzata allo scopo di distogliere l'attenzione dalla inesistenza di un prodotto da vendere.

Un approfondimento deve essere fatto per quanto riguarda l'ordinamento italiano. Infatti, in questo, il ruolo non sempre agevole di smascherare le pratiche commerciali ingannevoli individuando un sistema illecito è proprio dell'Autorità Garante della

---

<sup>99</sup> Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore.

concorrenza e del mercato, avente poteri inibitori e sanzionatori consistenti in multe che arrivano fino a 5milioni di euro<sup>100</sup>.

Altro tassello fondamentale della legislazione italiana in materia è la legge numero 173 del 17 maggio 2005 e, in particolare, i suoi articoli 5, 6 e 7, i quali, rispettivamente: disciplinano le vendite piramidali, definiscono le presunzioni dell'esistenza di uno schema illecito, fornendo così lo strumento per effettuare la distinzione tra schema lecito e illecito, e regolano le sanzioni da irrogare per la violazione delle norme di legge.

L'articolo 5 riporta quanto già è stato esposto, ovvero che la vendita piramidale è illecita quando, sebbene in apparenza l'oggetto del contratto di vendita sembri essere un prodotto o un servizio, in realtà ciò che viene remunerato non è la promozione dei beni aziendali ma il reperimento di nuovi soggetti da inserire nel sistema, commercializzando in tale maniera la posizione all'interno del sistema e non il bene pseudo-venduto.

Inoltre, il secondo comma dello stesso articolo vieta tutte le forme di promozione e organizzazione di vendita, come le catene di Sant'Antonio<sup>101</sup>, che comportano un guadagno fondato esclusivamente sul reclutamento di altre persone. Il riferimento esplicito a tale tipo di catena rende la legge poco adattabile ai casi concreti poiché risultano essere maggiormente frequenti le truffe realizzate per mezzo della fittizia circolazione di un bene, rispetto alle ipotesi in cui la truffa comprende solamente un sistema concatenato di comunicazioni.

Invece, l'articolo 6 della legge del 2005 risponde alla necessità di distinguere i sistemi piramidali leciti da quelli illeciti e lo fa prevedendo alcune presunzioni di esistenza di un sistema illecito<sup>102</sup>. Non è necessario, ai fini della perpetrazione di una truffa, che siano

---

<sup>100</sup> AGCM, <https://www.agcm.it/>.

<sup>101</sup> Una catena di Sant'Antonio è un tipo di truffa che si basa su una serie di comunicazioni che possono avvenire con diversi mezzi (ad esempio via mail): un soggetto invia ad altri un messaggio, una mail, una lettera o altra forma di comunicazione e invita i destinatari ad inoltrare il messaggio ad altri. Questo tipo di fattispecie comprende le *chain letters*, comunicazioni che permettono un guadagno in seguito all'invio di una somma di denaro ad altre persone che, a loro volta, dovranno proseguire la catena.

<sup>102</sup> Per la elencazione e spiegazione degli elementi presuntivi si rimanda al capitolo settimo del presente elaborato.

presenti tutte le presunzioni, essendone sufficiente una e, tuttavia trattandosi di presunzioni relative, l'esistenza in una concreta ipotesi anche di tutte non determina per necessità che lo schema sia illecito.

La legge numero 173/2005 disciplina anche le sanzioni che devono essere applicate nel caso in cui le condotte rientrino nei divieti previsti. Da notare è che, sebbene ci si trovi in ambito contrattuale, la sanzione, oltre che civile, può essere anche di tipo penale e amministrativo. La ragione di ciò è da riscontrare nei valori coinvolti che hanno natura di interessi generali, infatti, si potrebbe rilevare una violazione anche dell'articolo 41 della Costituzione.

Con riferimento alle sanzioni, ricordiamo riassuntivamente che, per quanto attiene al versante penale, è previsto un reato contravvenzionale punibile con l'arresto da sei mesi ad un anno o l'ammenda da 100mila a 600mila euro. Inoltre, l'articolo 7 si apre con una clausola di sussidiarietà che fa salva l'applicazione di reati più gravi.

Il versante amministrativo, invece, prevede una sanzione di tipo pecuniario, applicabile in presenza di requisiti particolari.

L'irrogazione di una sanzione penale non necessariamente porta alla declaratoria di invalidità del contratto di vendita, stante l'orientamento della Corte di cassazione in base al quale la truffa di un contraente ai danni di un altro non comporta nullità ma solo annullamento del contratto. Questo è quanto stabilito in generale con riferimento alla truffa, tuttavia, l'ambito delle truffe piramidali si distingue necessariamente sotto questo aspetto. Infatti, in una vendita piramidale, il comportamento del truffatore in violazione degli articoli 4, 5 e 6 della legge del 2005, comporta la nullità del contratto<sup>103</sup>.

L'articolo 1418 del Codice civile stabilisce la nullità del contratto in diversi casi: per contrarietà alle norme imperative, per mancanza di uno dei requisiti del contratto di cui all'articolo 1325 (accordo delle parti, causa, oggetto, forma quando richiesta *ab substantiam*), per illiceità della causa, per illiceità dei motivi ai sensi dell'articolo 1345 (contratto concluso esclusivamente per un motivo illecito comune alle parti), per la mancanza nell'oggetto dei requisiti stabiliti dall'articolo 1346 (l'oggetto del contratto

---

<sup>103</sup> Ettore BATTELLI (2019), *“Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM”*, roma-repress; Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore.



deve essere possibile, lecito, determinato o determinabile), nonché per gli altri casi specifici cui la norma rinvia.

La violazione dell'articolo 5, secondo un orientamento, determina nullità del contratto ai sensi dell'articolo 1418 per illiceità della causa o dei motivi; secondo altre vie interpretative, il contratto sarebbe nullo per contrarietà alle norme interpretative (Barela, 2017). Infatti, l'interesse da prendere in considerazione non è solo quello del contraente debole ma anche quello generale al corretto funzionamento del mercato e la Cassazione ha chiarito che una norma penale sanzionatoria è imperativa se è diretta alla tutela di un interesse pubblico generale.

Inoltre, un contratto contrario alle norme di cui agli articoli 5 e 6 della legge del 2005 è posto in essere in violazione delle norme regolatrici dell'autonomia privata poiché mancano sia la trasparenza che la correttezza delle azioni contrattuali e precontrattuali.

Infine, la nullità del contratto sarebbe ipotizzabile anche come nullità per contrarietà all'ordine pubblico ai sensi dell'articolo 1354 del Codice civile, dal momento che, impedendo l'esplicazione della libertà di iniziativa economica, si determina una violazione dell'articolo 41 della Costituzione.

La riflessione su un sistema di vendite come quello piramidale, espressione di un universo contrattuale globalizzato e privo di sistematicità, ne porta con sé un'altra, ovvero quella sul mutamento della configurazione di consumatore e professionista.

In particolare, per la definizione del consumatore, il punto di partenza è il Codice del Consumo (D.lgs. 206/2005), il quale all'articolo 3 comma 1 lettera a) definisce tale *“la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta”*, contemplando e parificando, secondo una interpretazione ormai pacifica, il consumatore di beni e il fruitore di servizi, anche di servizi pubblici. Mentre, lo stesso articolo alla lettera c) definisce professionista *“la persona fisica o giuridica che agisce nell'esercizio della propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale, ovvero un suo intermediario”*.

Oltre al codice del consumo, andrà poi preso in considerazione il decreto-legge numero 146 del 2 agosto 2007, recante disciplina circa le pratiche commerciali scorrette.

In aggiunta a ciò e per meglio definire la figura del consumatore distinguendola da quella del professionista, l'orientamento giurisprudenziale maggioritario utilizza il

criterio teleologico: non rileva la funzione che attualmente il soggetto svolge ma quella che il contratto tra le parti gli attribuisce, per cui, per essere definito professionista, non è necessario che l'individuo stipuli il contratto come atto di esercizio della propria professione ma è sufficiente che egli svolga l'attività oggetto del contratto con l'intenzione di svolgere la propria professione<sup>104</sup>.

Infatti, la qualifica di consumatore spetta alle persone fisiche che agiscono e concludono contratti di vendita allo scopo di soddisfare le proprie esigenze quotidiane che devono essere estranee all'attività professionale. Dunque, risulta escluso dalla definizione di consumatore ai sensi dell'articolo 3 del Codice del Consumo, chi effettui compravendite di prodotti nell'esercizio della propria professione, così come chi, pur non esercitando al momento della stipula del contratto un'attività imprenditoriale, stia acquistando i servizi o i beni necessari in vista dell'attuazione di un tale tipo di attività.

La realizzazione del principio teleologico, dunque, non guarda al possesso attuale da parte del soggetto agente della qualifica di imprenditore, ma allo scopo oggettivo che il contraente aveva nel momento della conclusione del contratto.

La distinzione in questo senso è necessaria poiché un soggetto definibile consumatore, nell'ambito della conclusione di un contratto di vendita, ha necessità di una tutela maggiore e più compiuta rispetto ad un professionista. Infatti, il consumatore, in ragione della occasionalità e non professionalità con cui la vendita è effettuata è soggetto a possibili manipolazioni di controparte e può non essere in grado di svelare con agilità eventuali informazioni celate o false. In questo modo la non competenza del consumatore può portarlo a non assumere le informazioni fondamentali al compimento di una scelta libera.

Tuttavia, è necessario sottolineare che la stessa persona può svolgere attività professionale e imprenditoriale ma effettuare un acquisto in veste di consumatore, concludendo un contratto diretto a soddisfare esigenze personali e non professionali. Anche in questo caso la teoria teleologica, che guarda alle intenzioni del soggetto agente, è utile alla identificazione delle due figure.

---

<sup>104</sup> Valentina Barela, *“Nuove fisionomie di consumatori e professionisti. Un'ipotesi applicativa: network marketing”*, in *Comparazione e diritto civile*.

Con riferimento al discrimine tra le due parti della vendita, manca una disposizione che consideri esplicitamente il soggetto che agisce contemporaneamente per soddisfare esigenze personali e professionali. La risposta al problema arriva dall'ordinamento comunitario, per mezzo della Direttiva 2011/83/UE, recepita con il decreto legislativo numero 21 del 21 febbraio 2014, il quale individua come criterio discriminatore quello della prevalenza<sup>105</sup>: è da considerare consumatore chi, pur avendo concluso un contratto per fini che parzialmente rientrano nell'ambito delle attività commerciali, abbia agito con uno scopo prevalentemente personale, cioè quando lo scopo privato è preponderante rispetto a quello imprenditoriale. Invece, quando un soggetto acquisti un bene con una finalità anche solo parzialmente professionale, allora la preponderanza non può che essere in favore dell'attività professionale.

A tale ultima considerazione fa però eccezione il caso in cui l'uso parzialmente professionale sia tanto marginale da essere trascurabile, in questo caso il soggetto può, sempre in base alle circostanze del caso concreto, essere considerato consumatore<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore.

<sup>106</sup> Due esempi di acquisti posti in essere da soggetti che si trovano al confine tra la figura di consumatore e quella di professionista si possono trovare in Valentina BARELA (2017). *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore, p. 77: *“Un caso [...] presentato dinanzi alla Corte di Giustizia era quello di un imprenditore agricolo che aveva acquistato delle tegole destinate a coprire il tetto della sua fattoria, destinata anche ad abitazione per una percentuale superiore al 60% e per il resto a sala macchine, ricovero per suini e deposito di mangime per questi ultimi: l'acquisto per una percentuale di poco inferiore al 40%, come in questo caso, è stato ritenuto sufficiente dalla Corte ad impedire il conseguimento, in capo all'imprenditore agricolo in questione, dello status di consumatore, con la precisazione, da parte dei giudici europei, che spetta al soggetto che pretende di avere tale status la prova che l'utilizzo professionale del bene acquistato abbia un ruolo trascurabile nell'economia dell'affare concluso.”* e *“[...] il piccolo imprenditore commerciale che acquisti un computer per sé e per la propria famiglia, ma lo utilizzi anche per la contabilità della propria attività economica [...]. In simili ipotesi l'acquirente non potrà comunque invocare, a proprio beneficio, l'applicazione della normativa a tutela del consumatore, in quanto al fine di individuare lo scopo professionale [...]*

Per quanto attiene al decreto-legge sulle pratiche commerciali scorrette, questo è un atto fondamentale poiché permette di tutelare il consumatore anche negli stadi più propriamente attinenti alla fase pubblicitaria, altrimenti destinata ad essere rilegata all'area della fase precontrattuale.

Il decreto sulle pratiche commerciali scorrette permette di effettuare una scissione tra la tutela del consumatore e quella del mercato, separando le norme dirette a proteggere il primo da quelle volte alla tutela della correttezza dei rapporti tra le imprese, dimenticando che una pratica commerciale ben può essere lesiva, ad un tempo, sia del consumatore che del mercato, poiché quest'ultimo è costituito anche dalle imprese concorrenti.

In forza del decreto-legge del 2014, risulta modificato l'articolo 18 del Codice del Consumo, recante le definizioni necessarie alla comprensione del Titolo terzo della Parte seconda, dedicata alle pratiche commerciali. La modifica dell'articolo menzionato rende una definizione di consumatore in maniera analoga rispetto a quella generale e applicabile all'intero codice fornita dall'articolo 3; diversamente, con riferimento alla definizione di professionista, l'articolo 18 sembra fornire una definizione idonea a comprendere un maggior numero di soggetti. Infatti, l'articolo dispone che è da considerare professionista *“qualsiasi persona fisica o giuridica che, nelle pratiche commerciali oggetto del presente titolo, agisce nel quadro della sua attività commerciali, industriale o professionale e chiunque agisce in nome o per conto di un professionista”*.

Dunque, mentre l'articolo 3 fa riferimento solamente agli intermediari, l'articolo 18 nomina anche chi agisce in nome o per conto del professionista e, perciò, limitatamente alla materia delle pratiche commerciali scorrette, va considerato professionista anche chi agisce, seppur occasionalmente, in nome o per conto del professionista.

---

*è sufficiente che la stessa (l'attività di impresa) sia ricollegabile in qualsiasi modo a tale esercizio.”*

Quanto alla natura dell'incaricato alle vendite, si può parlare di una figura avente caratteristiche proprie del consumatore ma anche del professionista, pertanto si tratta di figura di difficile inquadramento<sup>107</sup>.

Infatti, l'incaricato inizialmente si presenta come un semplice consumatore, che acquista un bene da un'azienda; tuttavia, quando acquista il bene, egli può reclutare ulteriori soggetti. Nel momento in cui l'agente si ritrova ad aver coinvolto nella piramide più soggetti e ad avere una *downline* di venditori, egli è indiscutibilmente più avvicinabile ad una figura professionale che a quella di consumatore. Ciò è vero soprattutto se si pensa che, quando i componenti della *downline* concluderanno una vendita, da essa il reclutatore avrà un profitto. Dunque, quello del reclutatore è un profitto di gruppo che richiede da parte di questo un lavoro di coordinamento dei soggetti sottoposti. Infatti, in base alle norme, è da considerare professionista il soggetto che agisce con l'obiettivo di conseguire un guadagno attraverso un'attività a ciò predeterminata.

Tornando al Codice del consumo, sembra potersi trovare conferma della professionalità degli incaricati alle vendite, i quali, rientrano nella definizione contenuta all'articolo 18, potendo essere considerati mandatari senza rappresentanza, ovvero collaboratori del professionista ma portatori di interessi propri. Infatti, non sarebbe possibile considerare consumatore un soggetto che, nell'esecuzione di un'attività di vendita, è latore di interessi propri, potendo trarre consapevolmente un vantaggio dalla situazione.

Più nello specifico, la configurazione dell'incaricato alle vendite è descritta dalla legge numero 173 del 2005, la quale, all'articolo 3, prevede che alla base debba esserci un contratto di lavoro subordinato, di agenzia o di incarico. Infatti, la norma al comma 2 recita che "*L'attività di incaricato alla vendita diretta a domicilio senza vincolo di subordinazione può essere esercitata come oggetto di una obbligazione assunta con contratto di agenzia.*" e al comma tre che "*L'attività di incaricato alla vendita diretta a domicilio senza vincolo di subordinazione può essere altresì esercitata [...] da soggetti*

---

<sup>107</sup> Ettore BATTELLI (2019), "*Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM*", romatrepress; Valentina BARELA (2017), "*Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.*", Torino, Giappichelli Editore.

*che svolgono l'attività in maniera abituale, ancorché non esclusiva, o in maniera occasionale, purché incaricati da una o più imprese.”*

Ancora, a sostegno dell'identificazione dell'incaricato come figura imprenditoriale, è possibile osservare il funzionamento della sua remunerazione. Questa, infatti, avviene principalmente per mezzo di una provvigione consistente in una percentuale del valore dell'affare concluso, non essendo dovuta in caso di mancata conclusione, nemmeno nel caso in cui il terzo non esegua il contratto per cause non imputabili al preponente<sup>108</sup>, come nel caso di inadempimento per cause di forza maggiore o per inadempimento del cliente. Tuttavia, in base alle norme del Codice civile sul contratto di agenzia, la provvigione deve essere corrisposta all'agente anche per gli affari conclusi dal preponente con terzi che l'agente aveva precedentemente acquisito come clienti, salvo diversa pattuizione. Inoltre, la provvigione spetta all'agente dal momento e nella misura in cui il preponente ha eseguito o avrebbe dovuto eseguire la prestazione stabilita nel contratto concluso con il terzo. Dunque, se la mancata prestazione è imputabile al preponente, come nel caso in cui egli non invii al terzo una merce entro la data stabilita determinando un inadempimento, la provvigione sarà comunque dovuta all'agente<sup>109</sup>.

Altra caratteristica della figura dell'incaricato è che, in base alle norme sul contratto di agenzia e, nello specifico anche in base all'articolo 4 della legge 173 del 2005, egli deve attenersi alle indicazioni fornite dal preponente, alle modalità e alle condizioni di vendita stabilite e, in caso contrario, è responsabile dei danni derivanti dal comportamento deviante rispetto alle indicazioni, salvo che sia stata predisposta a tal fine una autorizzazione scritta.

Dal lato opposto, l'azienda non garantisce alcun ritorno minimo all'agente, il quale otterrà un guadagno proporzionato solo alla quantità e alla tipologia di vendite concluse.

---

<sup>108</sup> Ai sensi dell'articolo 1742 Codice civile, l'agenzia è un contratto in cui una parte, l'agente, assume stabilmente l'incarico di promuovere, per conto dell'altra, il preponente, verso retribuzione, la conclusione di contratti in una zona determinata.

<sup>109</sup> Articolo 1748 Codice Civile.

La tesi che propende nel senso della identificazione dell'incaricato come professionista è confermata anche dalla legge fiscale, che gli impone obblighi dichiarativi e impositivi nel caso in cui il suo volume di vendite superi una soglia annua<sup>110</sup>.

La tesi opposta tende ad accentare la posizione debole dell'incaricato rispetto all'azienda produttrice o erogatrice e, in effetti, l'incaricato si vede riconosciute alcune facoltà che portano ad identificarlo come consumatore.

All'incaricato è riconosciuto il diritto di recesso *ad nutum* (ovvero, esercitabile dalla parte contrattuale liberamente, senza che controparte possa opporsi). Tale diritto di recesso non è rinunciabile da parte dell'incaricato e non può essere sottoposto a limitazioni o a penali.

Per quanto riguarda il termine di esercizio, l'articolo 4 della legge 173 del 2005 stabilisce che l'esercizio del medesimo va effettuato entro dieci giorni lavorativi da quello in cui è stato assunto l'incarico, si tratta però del termine minimo che, dunque, può essere esteso ma non diminuito ad opera delle parti.

Inoltre, altra analogia tra il contratto di incarico e i contratti con i consumatori consiste nel fatto che l'atto di conferimento è soggetto alla forma scritta *ad probationem* e deve contenere l'indicazione del diritto di recesso; similmente, infatti, i contratti con i consumatori devono contenere il diritto di recesso e il venditore ha l'obbligo di informarlo per iscritto dell'esistenza dello stesso.

Inoltre, l'incaricato, nel momento del recesso, è titolare di un diritto al rimborso: l'esercizio del recesso obbliga l'incaricato a restituire i beni e i materiali acquistati, sempreché siano ancora integri, e l'impresa ha l'obbligo di corrispondere le somme corrispondenti ricevute dall'incaricato.

Dunque, la figura dell'incaricato risulta ibrida, al confine tra il consumatore e il professionista, e la tutela apportata dalla legge ne è dimostrazione quando gli attribuisce

---

<sup>110</sup> Se l'incaricato alle vendite guadagna una somma superiore ai 5mila euro netti in un anno, l'attività non è più considerata occasionale e il soggetto ha l'obbligo di aprire una partita IVA e di rispettare gli obblighi di legge previsti.

gli obblighi, anche fiscali, tipici di un imprenditore, ma lo protegge con i diritti e le facoltà tipiche di un consumatore<sup>111</sup>.

La presenza di un diritto di recesso e di un diritto al rimborso, oltre che mezzi utili alla configurazione della figura dell'incaricato, sono anche fondamentali meccanismi di tutela giuridica del partecipante ad un sistema di vendita piramidale lecita.

Il soggetto che entra nel sistema, al di là della sua configurazione, necessariamente deve arrogarsi alcune tutele tipiche del consumatore poiché, rispetto all'azienda a monte, egli avrà sempre una forza contrattuale minore. Dunque, possiamo parlare di tutela del consumatore con riferimento a questa figura, nonostante la sua natura ibrida.

Difatti, la tutela del consumatore è particolarmente necessaria in questa tipologia di vendite poiché il sistema si presta ad un esercizio aggressivo delle abilità persuasive dell'incaricato alla vendita: i metodi aggressivi, che possono portare il consumatore ad acquistare un bene o un servizio che non voleva effettivamente, sono qui maggiormente presenti rispetto agli schemi di vendita tradizionale poiché, mentre in queste ultime è il cliente a recarsi in negozio alla ricerca di un prodotto, nell'altra tipologia è il venditore che contatta o si presenta presso l'abitazione del potenziale acquirente e, poiché spesso i soggetti vengono contattati in forza di rapporti di amicizia o conoscenza, ecco che il rischio che si verifichi un acquisto non voluto si moltiplica.

Un esempio può essere fatto con riferimento all'ipotesi di volontà viziata del consumatore: si pensi al caso in cui il soggetto sia indotto a comprare un prodotto senza averlo visto poiché la presentazione è stata effettuata dall'incaricato per mezzo di un catalogo, fotografie o campioni, i quali facevano apparire più elevata la qualità del bene; oppure al caso in cui il venditore si rechi presso l'abitazione di un soggetto e si trattenga fino al perfezionamento della vendita, causando disagio e pressioni in capo al compratore.

---

<sup>111</sup> Ettore BATTELLI (2019), *“Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM”*, romatrepress; Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore; Valentina BARELA, *“Nuove fisionomie di consumatori e professionisti. Un'ipotesi applicativa: network marketing”*, in *Comparazione e diritto civile*.



Tali situazioni comportano la realizzazione di una vendita in condizioni di consenso viziato e rendono chiaro come sia necessaria una tutela del consumatore.

Dunque, oltre ai diritti di recesso e di rimborso, la tutela del contraente debole è qui individuabile nella presenza di un obbligo di informazione circa i diritti medesimi. Se tale obbligo non dovesse essere rispettato, la conseguenza sarebbe un allungamento del termine utile per effettuare il recesso: ai sensi dell'articolo 53 del Codice del consumo, il mancato rispetto dell'onere di informativa circa il recesso comporta che il periodo per il suo esercizio termini dodici mesi dopo la fine del periodo di recesso iniziale.

In questo contesto, va considerato anche l'articolo 33 del Codice del consumo riguardante le clausole vessatorie, ovvero, quelle clausole che, indipendentemente dalla presenza della buona fede nel contratto concluso tra consumatore e professionista, determinano uno squilibrio di diritti e obblighi a carico del primo. L'articolo procede elencando una serie di contenuti che, se presenti, integrano una presunzione relativa della vessatorietà della clausola<sup>112</sup>.

---

<sup>112</sup> Articolo 33 co. 2 Codice del consumo: *“Si presumono vessatorie fino a prova contraria le clausole che hanno per oggetto, o per effetto, di:*  
*a) escludere o limitare la responsabilità del professionista in caso di morte o danno alla persona del consumatore, risultante da un fatto o da un'omissione del professionista;*  
*b) escludere o limitare le azioni o i diritti del consumatore nei confronti del professionista o di un'altra parte in caso di inadempimento totale o parziale o di adempimento inesatto da parte del professionista;*  
*c) escludere o limitare l'opportunità da parte del consumatore della compensazione di un debito nei confronti del professionista con un credito vantato nei confronti di quest'ultimo;*  
*d) prevedere un impegno definitivo del consumatore mentre l'esecuzione della prestazione del professionista è subordinata ad una condizione il cui adempimento dipende unicamente dalla sua volontà;*  
*e) consentire al professionista di trattenere una somma di denaro versata dal consumatore se quest'ultimo non conclude il contratto o recede da esso, senza prevedere il diritto del consumatore di esigere dal professionista il doppio della somma corrisposta se è quest'ultimo a non concludere il contratto oppure a recedere;*  
*f) imporre al consumatore, in caso di inadempimento o di ritardo nell'adempimento, il pagamento di una somma di denaro a titolo di risarcimento, clausola penale o altro titolo equivalente d'importo manifestamente eccessivo;*

- 
- g) riconoscere al solo professionista e non anche al consumatore la facoltà di recedere dal contratto, nonché consentire al professionista di trattenere anche solo in parte la somma versata dal consumatore a titolo di corrispettivo per prestazioni non ancora adempiute, quando sia il professionista a recedere dal contratto;
- h) consentire al professionista di recedere da contratti a tempo indeterminato senza un ragionevole preavviso, tranne nel caso di giusta causa;
- i) stabilire un termine eccessivamente anticipato rispetto alla scadenza del contratto per comunicare la disdetta al fine di evitare la tacita proroga o rinnovazione;
- l) prevedere l'estensione dell'adesione del consumatore a clausole che non ha avuto la possibilità di conoscere prima della conclusione del contratto;
- m) consentire al professionista di modificare unilateralmente le clausole del contratto, ovvero le caratteristiche del prodotto o del servizio da fornire, senza un giustificato motivo indicato nel contratto stesso;
- n) stabilire che il prezzo dei beni o dei servizi sia determinato al momento della consegna o della prestazione;
- o) consentire al professionista di aumentare il prezzo del bene o del servizio senza che il consumatore possa recedere se il prezzo finale è eccessivamente elevato rispetto a quello originariamente convenuto;
- p) riservare al professionista il potere di accertare la conformità del bene venduto o del servizio prestato a quello previsto nel contratto o conferirgli il diritto esclusivo d'interpretare una clausola qualsiasi del contratto;
- q) limitare la responsabilità del professionista rispetto alle obbligazioni derivanti dai contratti stipulati in suo nome dai mandatari o subordinare l'adempimento delle suddette obbligazioni al rispetto di particolari formalità;
- r) limitare o escludere l'opponibilità dell'eccezione d'inadempimento da parte del consumatore;
- s) consentire al professionista di sostituire a sé un terzo nei rapporti derivanti dal contratto, anche nel caso di preventivo consenso del consumatore, qualora risulti diminuita la tutela dei diritti di quest'ultimo;
- t) sancire a carico del consumatore decadenze, limitazioni della facoltà di opporre eccezioni, deroghe alla competenza dell'autorità giudiziaria, limitazioni all'adduzione di prove, inversioni o modificazioni dell'onere della prova, restrizioni alla libertà contrattuale nei rapporti con i terzi;
- u) stabilire come sede del foro competente sulle controversie località diversa da quella di residenza o domicilio elettivo del consumatore;
- v) prevedere l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo come subordinati ad una condizione sospensiva dipendente dalla mera volontà del professionista a fronte di

La vessatorietà va poi stimata facendo riferimento alla natura del bene o del servizio oggetto del contratto e valutando le circostanze presenti nel momento della conclusione dello stesso, tenendo però anche presente che il giudizio in discorso non attiene né alla determinazione dell'oggetto del contratto né all'adeguatezza del corrispettivo, a condizione che tali elementi siano chiaramente individuati nel contratto.

Mentre, non costituiscono clausole vessatorie quelle che riproducono disposizioni di legge o disposizioni attuative, né quelle oggetto di trattativa individuale.

La conseguenza dell'introduzione di clausole vessatorie in violazione degli articoli 33 e 34 del Codice del consumo è la nullità delle stesse, ferma restando la validità del resto del contratto.

Ancora, il Codice del consumo fornisce un'ulteriore disposizione, l'articolo 49, il quale impone obblighi di informazione con riferimento ai contratti negoziati al di fuori dei locali commerciali. La norma, stante la possibilità di prevedere o mantenere obblighi aggiuntivi di informazione, vincola il professionista ad informare il consumatore, prima che questo si vincoli con contratto, circa: le caratteristiche principali dei beni e dei servizi, l'identità del professionista; l'indirizzo e il numero di telefono del professionista in modo tale che il consumatore lo possa contattare rapidamente e, se possibile, l'indirizzo e il numero di telefono del soggetto per conto del quale il professionista agisce; l'indirizzo cui il consumatore può rivolgere eventuali reclami; il prezzo totale dei beni, comprensivo delle imposte e, se per la natura dei beni non è possibile calcolare il prezzo in anticipo, circa le modalità di calcolo del medesimo. Il prezzo deve essere in ogni caso comprensivo delle spese aggiuntive di spedizione, consegna e postali, ove esistano.

Ulteriori elementi che necessariamente devono formare oggetto di informativa al consumatore sono i seguenti: va indicato che le spese potranno essere addebitate al

---

*un'obbligazione immediatamente efficace del consumatore. E' fatto salvo il disposto dell'articolo 1355 del codice civile; v-bis) imporre al consumatore che voglia accedere ad una procedura di risoluzione extragiudiziale delle controversie prevista dal titolo II-bis della parte V, di rivolgersi esclusivamente ad un'unica tipologia di organismi ADR o ad un unico organismo ADR; v-ter) rendere eccessivamente difficile per il consumatore l'esperimento della procedura di risoluzione extragiudiziale delle controversie prevista dal titolo II-bis della parte V."*

consumatore; le modalità di pagamento, consegna, esecuzione, la data entro cui l'adempimento deve essere effettuato e il trattamento dei reclami da parte del professionista; l'esistenza di un diritto di recesso, le condizioni, i termini, le procedure e il modulo per il suo esercizio; se applicabile, l'informazione che i costi di restituzione dei beni dopo il recesso sono a carico del consumatore; l'esistenza di una garanzia legale di conformità dei beni; se esistenti, va comunicata l'esistenza di garanzie commerciali e servizi postvendita; l'esistenza dei codici di condotta; la durata del contratto e, se il contratto è a tempo indeterminato o a rinnovo, le condizioni di risoluzione del contratto; se applicabile, la durata minima degli obblighi del consumatore; se applicabile, l'esistenza di condizioni di depositi o altre garanzie finanziarie che il consumatore deve pagare o fornire; se applicabile, la possibilità di servirsi di un meccanismo di risoluzione extra-giudiziale di reclamo e ricorso ci il professionista è soggetto e le condizioni per avervi accesso<sup>113</sup>.

La tutela informativa del consumatore non è ancora finita, infatti, l'articolo 49 al comma 6 stabilisce anche che, qualora il professionista non adempisse agli obblighi informativi circa le spese aggiuntive o circa i costi di restituzione dei beni o altri, queste spese o costi non risulterebbero più a carico del consumatore. Inoltre, l'onere della prova circa l'adempimento degli obblighi informativi è in capo al professionista.

Una delle principali caratteristiche del sistema delle vendite multilivello è il funzionamento delle provvigioni degli incaricati alle vendite. Infatti, trattandosi di un sistema fortemente incentrato sull'incentivo, le provvigioni devono essere tali da

---

<sup>113</sup> Il medesimo articolo prevede anche l'obbligo informativo circa: “f) il costo dell'utilizzo del mezzo di comunicazione a distanza per la conclusione del contratto quando tale costo è calcolato su una base diversa dalla tariffa di base; l) che, se il consumatore esercita il diritto di recesso dopo aver presentato una richiesta ai sensi dell'articolo 50, comma 3, o dell'articolo 51, comma 8, egli è responsabile del pagamento al professionista di costi ragionevoli, ai sensi dell'articolo 57, comma 3; t) se applicabile, la funzionalità del contenuto digitale, comprese le misure applicabili di protezione tecnica; u) qualsiasi interoperabilità pertinente del contenuto digitale con l'hardware e il software, di cui il professionista sia a conoscenza o di cui ci si può ragionevolmente attendere che sia venuto a conoscenza, se applicabile”.

stimolare i soggetti, non solo ad entrare nel sistema, ma anche a coinvolgere un numero sempre maggiore di soggetti.

Il modo in cui le provvigioni funzionano può seguire diverse modalità ma il modello base è il seguente e funziona come la ramificazione di un albero<sup>114</sup>: ciascun incaricato trova, ad esempio, tre nuovi incaricati e ciascuno di questi tre ne trova altri e così via. Dunque, poiché il primo incaricato ha la possibilità di guadagnare dalle proprie vendite e da quelle dei sottoposti e, poiché per ciascun sottoposto il sistema funziona in ugual modo, per qualsiasi soggetto, in qualsiasi punto della ramificazione si trovi, è possibile aumentare il proprio livello di provvigione fino a raggiungere un limite massimo. Quando un soggetto che fa parte della ramificazione, cioè della *downline* di un altro, raggiunge il proprio livello massimo di provvigione, i vantaggi per il capofila iniziano a diminuire poiché i rendimenti realizzati da quest'ultimo per mezzo delle vendite concluse dalla sua ramificazione sono basati sulla differenza tra la provvigione cui egli ha diritto in ragione delle vendite personalmente effettuate e le provvigioni realizzate dagli incaricati che compongono la *downline*. Maggiore è la provvigione dei sottoposti, minore è la possibilità per l'incaricato al vertice della ramificazione di vivere di rendita per mezzo delle vendite effettuate da altri.

Ad esempio: Tizio è un incaricato alle vendite e crea tre ramificazioni poiché riesce a convincere tre soggetti, X Y e Z, ad entrare nello schema. Tizio inizialmente guadagna per effetto della provvigione sulle proprie vendite e sulle vendite realizzate da X Y e Z e della provvigione sulle vendite dei soggetti sottoposti a questi tre. Se X raggiunge il livello massimo di provvigione, Tizio non guadagna più nulla dalle sue vendite, continuerà a guadagnare solamente dalle vendite di Y e Z.

Dunque, l'unico vantaggio che rimane all'incaricato, nell'esempio Tizio, è che le vendite della ramificazione che non gli produce più reddito gli saranno ugualmente utili ai fini della definizione del suo livello di provvigione. Inoltre, sempre in forza di un

---

<sup>114</sup> CHIADÒ Fiorio Elena et al. (1998) “*Il marketing multilivello: la nuova frontiera del marketing. Aspetti economici, giuridici e sociologici.*”, Università di Torino, Ufficio Relazioni Esterne AMWAY Italia.

sistema che funziona sulla base degli incentivi, è possibile che, nel momento in cui una sua ramificazione raggiunge il livello massimo, l'incaricato possa ricevere un bonus.

La possibilità di remunerare gli incaricati deriva da un profitto che l'azienda ottiene grazie alla vendita dei beni o dei servizi che produce, dunque, le risorse che vanno a costituire tale rendimento sono quelle ottenute dalla differenza tra il costo dei prodotti immessi nella rete e il loro prezzo finale. Il margine dato da tale differenza costituisce anche ciò su cui si elabora la scala delle provvigioni: più grande è il margine, più la provvigione è elevata e per questo gli incaricati sono stimolati a vendere il maggior numero di prodotti possibile (Chiadò et al., 1998).

Dunque, come nella vendita tradizionale il profitto è dato dalla differenza tra il prezzo all'ingrosso e il prezzo finale, nelle vendite piramidali è dato dalla differenza appena descritta. Affinché il sistema possa avere successo è necessario allora che i prodotti proposti dagli incaricati abbiano una qualità elevata. Infatti, per riuscire ad avere una provvigione elevata, l'incaricato deve vendere tanti prodotti e a prezzi anche più alti del normale prezzo di vendita e tale fine è meglio raggiungibile se il prodotto ha la qualità di essere differenziato dagli altri in circolazione, in modo tale da non subirne la concorrenza di prezzo. Nel raggiungimento di questo scopo ha un valore fondamentale anche la qualificazione del bene come un prodotto innovativo.

Un fattore interessante consiste poi nelle modalità di formazione della base della piramide, infatti, la partecipazione al sistema è flessibile: ciascun soggetto è libero di entrare nel sistema e di dedicarci quanto tempo e impegno ritiene necessari. In questo modo la base può diventare molto ampia poiché è in grado di attirare diversi tipi di soggetti.

### 6.1.1. Il ruolo delle Autorità garanti del mercato: l'AGCM e la FTC

La *Federal Trade Commission* è l'organo statunitense deputato al controllo della regolarità sui mercati, così come l'Autorità Garante della Concorrenza sul Mercato è la corrispondente autorità italiana. In particolare, l'AGCM è un'autorità amministrativa indipendente rispetto al potere esecutivo, istituita nel 1990, e avente, tra le altre, la funzione di garantire la tutela della concorrenza e del mercato, contrastare le pratiche commerciali scorrette, tutelare le imprese dalla pubblicità ingannevole e comparativa, vigilare affinché i contratti tra consumatori e professionisti non contengano illegittime clausole vessatorie. Inoltre, l'Autorità ha competenza circa la repressione degli abusi di dipendenza economica rilevanti per la tutela della concorrenza e del mercato.

Anche la *Federal Trade Commission* ha diverse funzioni e ha la possibilità di disporre l'interruzione dell'attività e di condannare l'azienda a risarcire il danno nei confronti dell'incaricato alle vendite che sia risultato vittima di un illecito (Barela, 2017).

Inoltre, diversamente dall'Autorità italiana, la FTC ha un potere di intervento regolamentare nel suo settore di competenza, potendo direttamente emanare direttive, regolamenti, raccomandazioni e pareri, nonché modificare le proposte di regolamentazione.

Invece, l'AGCM ha la possibilità di formulare segnalazioni e pareri per stimolare Parlamento, Governo, Regioni e pubblica amministrazione in generale ad orientare le proprie decisioni ai principi di libera concorrenza; inoltre, l'Autorità può agire in giudizio contro gli atti della pubblica amministrazione che violino le norme a tutela della concorrenza e del mercato<sup>115</sup>.

Per quanto attiene alla tutela risarcitoria, è da segnalare che nell'ambito dell'ordinamento italiano ed europeo la protezione dei consumatori che hanno subito violazioni in merito alle regole *antitrust* è più debole rispetto alla corrispondente tutela

---

<sup>115</sup> AGCM, <https://www.agcm.it/>, consultato in ottobre 2023.

offerta dagli Stati Uniti. Tuttavia, la tutela risarcitoria è offerta nel nostro ordinamento su due livelli: quello europeo, interessato dagli articoli 101-109 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, e quello italiano la cui legge fondamentale è la numero 287 del 1990, ovvero quella istitutiva dell'AGCM.

Una necessaria precisazione attiene poi alla distinzione tra la tutela amministrativa, la *public enforcement*, affidata alla Commissione Europea e all'AGCM, e la tutela giudiziaria, la *private enforcement*, che consente al cittadino leso di chiedere il risarcimento del danno economico subito o la dichiarazione di nullità degli accordi anticoncorrenziali<sup>116</sup>

L'ordinamento italiano ha poi dato attuazione alla direttiva Ue numero 104 del 2014 con il decreto legislativo numero 3 del 2017, disciplinando così a livello nazionale la tutela risarcitoria per le violazioni delle disposizioni *antitrust*, sia con riferimento alle azioni di risarcimento conseguenti a decisioni di accertamento prese dall'Autorità circa la violazione delle norme, azioni *follow on*, sia alle azioni proposte autonomamente dal soggetto, senza una previa decisione dell'Autorità, azioni *stand alone*<sup>117</sup>.

La maggiore espansione del fenomeno delle vendite piramidali, sia lecite che illecite, nell'ambito statunitense ha reso l'attività della FTC più incisiva, più sviluppata e flessibile rispetto a quella svolta dall'AGCM.

Infatti, le decisioni prese dall'AGCM in tema di vendite piramidali sono poche e tra queste ricordiamo i casi Vemma Italia e Organo Gold, decisioni prese entrambe nella stessa adunanza nel 2014.

Il caso Vemma è di particolare interesse poiché è stato trattato anche dalla FTC, consentendo così un paragone tra il caso italiano e quello americano.

Partiamo dal caso americano, nel quale le accuse che erano state rivolte all'azienda erano quella di aver posto in essere una pubblicità aggressiva e quella di consigliare ai propri aderenti di ordinare determinate quantità di prodotti in consegna automatica per

---

<sup>116</sup> CNDCEC – Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2023), “*Il risarcimento del danno da illecito antitrust.*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

<sup>117</sup> D'ALESSANDRO Francesco (2014), “*Regolamenti del mercato, enforcement e sistema penale. Itinerari di diritto penale.*”, Torino, Giappichelli Editore.



poter mantenere il livello raggiunto nella piramide e ottenere i bonus mensilmente promessi; senonché, tale incoraggiamento iniziale si configurava come una vera e propria imposizione poiché, senza tale adempimento, l'incaricato alle vendite non avrebbe potuto effettivamente conseguire i guadagni. Dunque, gli incaricati alle vendite effettuavano un pagamento mensile che corrispondeva ad un ordine mensile automatico di prodotti per un valore minimo predeterminato. I bonus, dunque, erano relazionati non più in maniera preponderante alle vendite ma alla quantità di acquisti effettuati dai nuovi partecipanti reclutati. Per tale motivo, la FTC aveva riscontrato in questo caso uno schema piramidale illecito. Così, nel 2016 Vemma ha concluso un accordo con la FTC, in base al quale, le sono state proibite alcune pratiche commerciali, ovvero: gli schemi Ponzi, gli schemi che prevedono bonus collegati al reclutamento di terzi soggetti nel sistema o all'acquisto da parte dei partecipanti di prodotti per l'autoconsumo; i sistemi che prevedono bonus collegati per la maggior parte a cose diverse dalla vendita di prodotti nei confronti di soggetti non appartenenti al sistema; pubblicità ingannevoli<sup>118</sup>.

Con riferimento alla versione italiana del caso Vemma, la AGCM, dopo aver svolto un'istruttoria, ha agito presso il TAR Lazio, il quale ha confermato la decisione dell'Autorità<sup>119</sup>. Infatti, il TAR Lazio ha sostenuto che l'AGCM aveva acquisito prove circa il numero di incaricati presenti nel sistema e circa il tipo di ordini eseguiti e che aveva anche evidenziato il meccanismo di reclutamento in base al quale il soggetto reclutato, benché potesse registrarsi gratuitamente al sito, dovesse poi acquistare un kit di ingresso al fine di godere dei benefici connessi alla qualifica. Dunque, anche nel caso Vemma Italia, sulla base delle prove prodotte dall'AGCM, il tribunale ha qualificato il sistema come una vendita piramidale illecita, nella quale *“lo sforzo promozionale degli*

---

<sup>118</sup> AGCM, PS7621 - PS8171 - PS8202 - Vendite piramidali: Antitrust accende faro sulle vendite multilivello illecite e sanziona Vemma Italia, Asea Italy e Organo Gold Europe per pratiche commerciali scorrette con multe pari a complessivi 500mila euro, <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2014/3/alias-6815>; Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore.

<sup>119</sup> AGCM, procedimento PS7621 – VEMMA ITALIA, Provvedimento n. 24784 del 5 febbraio 2014, pubblicato sul bollettino dell'Autorità Garante del 10 marzo 2014.

*incaricati ea volto al continuo inserimento nel sistema di nuovi incaricati e alla creazione di una organizzazione prettamente di acquisto*<sup>120</sup>.

Nel caso Organo Gold Europe, la vendita aveva ad oggetto bevande e la pratica commerciale contestata consisteva nella previsione della necessità della corresponsione di una quota di ingresso limitata, la quale però era unita all'eventuale acquisto di un pacchetto che poteva avere diverso valore economico. L'acquisto, descritto come eventuale, del pacchetto era in realtà necessario al fine di accedere alla possibilità di conseguire i bonus previsti. Tali compensi risultavano poi collegati all'attività di reclutamento e non all'attività di vendita dei prodotti dell'azienda. Inoltre, l'Autorità Garante ha trovato conferma circa l'illiceità dello schema nel fatto che i bonus che consentivano guadagni maggiori erano legati alle vendite indirette e non a quelle direttamente effettuate dall'incaricato, a riprova del fatto che l'incentivazione maggiore aveva ad oggetto il reclutamento e non la vendita<sup>121</sup>.

L'AGCM ha respinto ogni tentativo di modificazione del piano dei compensi proposta da Organo Gold Europe e ne ha sospeso l'attività commerciale, imponendo una sanzione pecuniaria di 250mila euro.

Anche nel caso Organo Gold Europe, il TAR Lazio, nel decidere sul ricorso presentato dall'azienda contro il provvedimento dell'Autorità, ha confermato il provvedimento di quest'ultima, ribadendo la natura illecita dello schema piramidale posto in essere<sup>122</sup>.

Attraverso una comparazione delle decisioni dell'AGCM e di quelle della FTC, si nota come l'Autorità italiana abbia la tendenza ad appiattare le proprie delibere sui criteri ermeneutici formulati dalla corrispondente americana negli anni '70 e consistenti sostanzialmente nel trovare il discrimine tra schema lecito e illecito nella centralità dell'attività di vendita del prodotto rispetto all'attività di reclutamento (Barela, 2017).

---

<sup>120</sup> TAR Lazio Roma, Sez. I, sentenza n. 8377 del 13 luglio 2017.

<sup>121</sup> AGCM, PS7621 - PS8171 - PS8202 - Vendite piramidali: Antitrust accende faro sulle vendite multilivello illecite e sanziona Vemma Italia, Asea Italy e Organo Gold Europe per pratiche commerciali scorrette con multe pari a complessivi 500mila euro, <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2014/3/alias-6815>.

<sup>122</sup> TAR Lazio Roma, Sez. I, sentenza n. 8905 del 24 luglio 2017.

Si tratta di un aspetto problematico poiché la FTC ha poi visto una evoluzione dei propri criteri di interpretazione, i quali sono stati approfonditi e resi più morbidi, diversamente da quanto è avvenuto per mano dell’Autorità Garante italiana.

Ciò è ben visibile nel caso Vemma, nel quale l’AGCM pone sotto accusa l’azienda nello stesso momento storico in cui la FTC effettua la medesima manovra in territorio statunitense. Sia in Italia che in America l’accusa era quella di aver creato un sistema piramidale in cui l’accesso ai bonus e alle possibilità di guadagno era subordinato alla registrazione di un ordine di spedizione automatica di prodotti e all’acquisto di diversi pacchetti.

L’AGCM aveva poi portato alla luce che i bonus erano scollegati dai volumi di vendita diretta o indiretta dei partecipanti alle *downline* e che l’azienda si era focalizzata sui premi che riconosceva ai partecipanti, i quali erano collegati al numero di membri che ciascun soggetto aveva come sottoposti, al numero di ordini automatici di prodotti effettuati e alla distribuzione tra i due canali della *dowline*.

La poca capacità di evoluzione e la rigidità dell’AGCM sono qui dimostrate dal fatto che il provvedimento dell’Autorità afferma che la semplice presenza di acquisti in autoconsumo da parte degli incaricati è un chiaro indice della natura piramidale del sistema e, come è stato affermato, ciò *“è un altro evidente segnale che nel nostro sistema i criteri ermeneutici sono ancora troppo autoreferenziali e non adeguati alle esigenze interpretative che la vendita multilevel richiederebbe, al fine di garantire un funzionamento del mercato e una tutela del contraente debole nelle vendite, anche in considerazione dei nuovi fenomeni commerciali.”* (Barela, 2017).

Ulteriore differenza tra l’Autorità italiana e quella statunitense si può ritrovare nell’approccio delle stesse nei confronti delle proposte transattive delle aziende.

La FTC ha utilizzato lo strumento dell’accordo transattivo per concludere procedimenti giurisdizionali a cui aveva dato inizio e che sarebbero stati diretti all’emissione di provvedimenti sospensivi e sanzionatori. Infatti, per mezzo di tali accordi, la FTC ha imposto alle aziende specifiche condizioni per il proseguimento della loro attività e sanzioni economiche dirette al risarcimento dei consumatori ingannati e

danneggiati, in cambio della rinuncia al proseguimento dell'azione giudiziaria che minacciava la sospensione dell'attività o l'applicazione di sanzioni<sup>123</sup>.

L'intervento in tal senso della FTC ha permesso alle aziende di continuare la propria attività sebbene all'interno dei paletti imposti, ma anche di definire un livello minimo di tutela per i consumatori e i confini di liceità cui le aziende, non solo quelle coinvolte nei casi concreti ma tutte quelle che utilizzano schemi di vendita *multilevel*, devono attenersi.

All'opposto, l'AGCM, forse anche per il ridotto numero di casi coinvolgenti schemi piramidali, non ha avuto modo di creare un proprio preciso criterio ermeneutico e, con specifico riferimento agli accordi transattivi, ha sempre respinto le proposte presentate dalle aziende, mantenendo una rigidità di giudizio e fermandosi alla propria funzione sanzionatoria, senza spingersi oltre nella sua funzione di interpretazione delle norme.

---

<sup>123</sup> Tale è stato l'esito, ad esempio, nei casi Vemma e Herbalife.

## **6.2. Il confine labile tra lecito e illecito: a confronto gli elementi di conformità al modello legale e i tratti di pericolosità**

La truffa Ponzi e le vendite *multilevel marketing* sono in stretta correlazione, data la somiglianza delle strutture alla base. Infatti, in entrambi i casi si riscontra la presenza di una formazione tale per cui un soggetto entra nella struttura per mezzo del pagamento di una somma e poi recluta nuovi soggetti.

La differenza principale consiste nel proposito lecito delle vendite *multilevel* e di quello illecito degli schemi Ponzi, che possono essere tranquillamente inquadrati come schemi piramidali illeciti. Infatti, lo scopo dell'instaurazione di un sistema piramidale lecito può essere definito come una ricerca delle condizioni per avere e mantenere una posizione stabile sul mercato; un sistema illecito, invece, avrà la finalità di appropriarsi di risorse esistenti sul mercato nel tempo più breve possibile.

Lo schema Ponzi è un sistema fraudolento e configura una truffa ai sensi del Codice penale, mentre i sistemi piramidali leciti sono strategie di marketing, utilizzate allo scopo di implementare il volume delle vendite e diminuire i costi, soprattutto quelli di pubblicità.

Inoltre, come già visto, nel caso di schema non conforme alla legge non è prevista la vendita di alcun prodotto, tanto nel caso in cui l'oggetto del contratto consiste in beni materiali, quanto nel caso in cui lo schema si realizzi a livello di investimenti finanziari. In questo ultimo caso, il gestore attirerà i clienti, promettendo alti guadagni sulla base di strategie di investimento molto redditizie che però resteranno inattuato. Diversamente, uno schema, per poter essere definito lecito, ha bisogno di avere ad oggetto un bene o un servizio realmente venduto.

Inoltre, quanto ai prodotti o servizi venduti, bisogna sottolineare che nelle vendite piramidali lecite il bene ha una qualità elevata e spesso un elemento di forte innovazione. Invece, anche nel caso in cui un sistema illecito dovesse offrire un prodotto ai propri

clienti, si tratterà di un prodotto scadente utilizzato al mero scopo di ottenere un margine di profitto nel breve termine.

Sempre a livello di prodotti, nel sistema di *multilevel marketing*, l'obiettivo è quello di vendere beni al consumatore e mantenere con esso un rapporto stabile di durata e per questo in tali sistemi si evita il ricorso a pressioni commerciali eccessive; invece, nel sistema illecito la tendenza è quella di scaricare tutti i prodotti possibili sempre più verso la base e nel tempo più breve possibile.

In forza di ciò, nello schema illecito, spesso non ci sono guadagni effettivi, dunque, i rendimenti pagati ai membri saranno costituiti dalle cifre pagate all'ingresso dai nuovi membri; mentre, nello schema lecito, i profitti dei partecipanti derivano dalla vendita di prodotti effettuata da essi e dai componenti della *downline*.

Infatti, una diversità si trova nella fase di entrata nel sistema: nello schema lecito, l'ingresso è subordinato ad un costo basso o nullo, mentre, nelle piramidi illecite la quota di entrata è un introito alto e ciò è fondamentale poiché l'ideatore sa già in partenza che si tratterà di un sistema a breve termine e perciò cercherà di remunerare tutto il possibile.

Ulteriore differenza consiste nel momento terminale: lo schema Ponzi è destinato a implodere in forza di una crisi di liquidità, invece, uno schema lecito non ha tale destinazione necessitata.

Ancora, una diversità c'è nella previsione del diritto di recesso e di rimborso, presente e dotato di effettività nei sistemi leciti, invece, nei sistemi illeciti può essere presente ma non è effettivo. Tali diritti costituiscono una tutela del membro della piramide che consente di creare una maggiore fiducia nei confronti dei nuovi affiliati, perciò, sono utili per i promotori che vogliono ampliare la propria *downline*, oltre che essere dei diritti che la legge impone nei contratti di vendita piramidale. Tuttavia, contro la presenza effettiva e concreta degli stessi nelle vendite lecite, nei sistemi illeciti, si tratta di una presenza solo formale e, per quanto possibile, tali facoltà non saranno rispettate.

Dunque, la similarità tra lo schema Ponzi e lo schema piramidale lecito è solo apparente poiché si riscontra solamente a livello di struttura. Tuttavia, può risultare difficile, all'atto pratico, distinguere un sistema lecito da uno illecito e perciò può essere utile utilizzare alcune linee guida che aiutino ad individuare i campanelli d'allarme da tenere presente per evitare di incorrere in una truffa.

Si tratta di una serie di *red flags* individuate tramite un confronto tra vari schemi Ponzi realizzati nel corso del tempo, soprattutto in ambito di investimenti finanziari e che identificano le situazioni e i comportamenti tipici del soggetto che cerca di mascherare la propria truffa dietro ad un'operazione lecita. I segnali di pericolo sono i seguenti: 1) l'investimento mantiene in maniera costante rendimenti molto più elevati rispetto ad altri investimenti effettuati con soggetti diversi ma utilizzando la medesima strategia. Si tratta di una circostanza in cui l'investimento sembra separato dall'andamento del mercato e ciò costituisce fattore di rischio; 2) l'individuo o la società che offre l'investimento non è registrata a tal fine; 3) l'offerente presenta l'investimento in modo vago, con linguaggio poco comprensibile e senza dare concrete informazioni; 4) chi offre l'investimento fa pressione per ottenere una veloce risposta. La celerità nella risposta, infatti, non permette all'investitore di effettuare controlli approfonditi e può portarlo ad accettare comunque l'offerta, nonostante la carenza di controlli, per la paura di perdere un'occasione; 5) l'investimento risulta poco trasparente; 6) i soggetti posti all'apice della società o l'individuo che propone l'investimento risultano avere vari ruoli, ad esempio, un unico soggetto può risultare contemporaneamente broker e consulente, a volte realizzando un conflitto di interessi; 7) il truffatore potrebbe utilizzare un soggetto, presentato come un suo cliente, allo scopo di convincere l'investitore; 8) altro elemento di allarme è la mancanza di documentazione scritta<sup>124</sup>.

---

<sup>124</sup> JACOBS Pearl, SCHAIN Linda (2011), "*The Never Ending Attraction of Ponzi Scheme.*", in *Journal of Comprehensive Research*, No. 9, pp. 40-46.





## 7. L'inquadramento giuridico: i casi italiano e statunitense

L'analisi della regolamentazione italiana concernente i sistemi piramidali richiede lo studio delle norme riguardanti i contratti di vendita, da un lato, e quello delle norme riguardanti gli investimenti, dall'altro.

Le vendite piramidali sono disciplinate dal Codice del consumo e dalla legge numero 173 del 2005, la quale, insieme all'opera della giurisprudenza, vale anche a tracciare un confine tra i contratti di vendita piramidale leciti e quelli illeciti; in materia di investimenti, invece, gli schemi piramidali possono trovare disciplina all'interno del Testo Unico della Finanza (D. lgs. 58/1998) e sono puniti come reati di esercizio abusivo di servizi e attività di investimento. Questo è il quadro di riferimento, all'interno del quale un ruolo fondamentale è svolto dall'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato, avente la funzione di proteggere del mercato e di adire le corti giurisdizionali nel caso in cui si presenti una violazione delle norme in materia.

Il sistema americano vede la presenza soprattutto della Securities Exchange Commission, commissione con ruolo ispettivo e regolatorio in materia di investimenti, e della Federal Trade Commission, autorità sostanzialmente corrispondente alla AGCM.

Una precisazione necessaria attiene allo stato della legislazione italiana e americana in materia di vendite piramidali. Infatti, mentre la situazione negli Stati Uniti è sufficientemente sviluppata, in forza dell'elevato numero di truffe poste in essere utilizzando i sistemi di vendite piramidali, in Italia, lo stato di avanzamento della legislazione e della giurisprudenza non è altrettanto avanti. A dimostrazione di ciò, si ricorda la tendenza italiana all'appiattimento sulle interpretazioni date dalle corti americane (Barela, 2017).

Il principio di fondo, infatti, nelle due legislazioni, è il medesimo: quando il maggior guadagno degli incaricati alle vendite proviene dal reclutamento di nuovi soggetti e non dalla vendita di beni materiali o immateriali, siamo di fronte ad una struttura piramidale illecita. Il concetto è stato elaborato dalla giurisprudenza americana, la quale però è riuscita a svilupparsi e a perdere alcuni tratti di rigidità che, invece, permangono nell'interpretazione italiana delle norme in materia di vendite piramidali lecite e illecite.



## 7.1. La fattispecie a livello nazionale

### 7.1.1. Codice del consumo e legge numero 173 del 2005: i requisiti di legalità e le sanzioni in caso di violazione delle norme

La legislazione italiana prende in considerazione le vendite strutturate secondo uno schema piramidale, considerandole illegali, e le distingue dai diversi contratti di vendita diretta, espressione del *multilevel marketing*.

L'analisi delle norme nazionali che ruotano attorno agli schemi piramidali richiede lo studio congiunto del Codice del consumo e della legge numero 173 del 2005<sup>125</sup>, avente ad oggetto “Disciplina della vendita diretta a domicilio e tutela del consumatore dalle forme di vendita piramidale”.

Il Codice del Consumo, in particolare, considera pratica commerciale ingannevole quella di “*avviare, gestire o promuovere un sistema di promozione a carattere piramidale nel quale il consumatore fornisce un contributo in cambio della possibilità di ricevere un corrispettivo derivante principalmente dall'entrata di altri consumatori nel sistema piuttosto che dalla vendita o dal consumo di prodotti;*”, dove per pratiche commerciali ingannevoli si intendono quei comportamenti idonei a falsare le scelte compiute dai consumatori, divulgando informazioni non vere o che, seppure corrette, inducono in errore o sono idonee ad indurre in errore il consumatore medio.

Mentre, la legge 173/2005 all'articolo 5 vieta le forme di vendita piramidali, all'articolo 6 detta gli elementi presuntivi per la individuazione di una struttura di vendita vietata e all'articolo 7 detta le sanzioni previste per la violazione delle norme.

---

<sup>125</sup> Come aggiornato con decreto legislativo numero 146 del 2007.

In base all'articolo 6, sono tre le circostanze che costituiscono elemento presuntivo della sussistenza di un'operazione o struttura di vendita vietata: l'eventuale obbligo del soggetto reclutato di acquistare dall'impresa organizzatrice, o da altra componente della struttura, un grosso quantitativo di prodotti senza diritto di restituzione o di rifusione del prezzo relativamente ai beni invenduti ma ancora vendibili, in misura non inferiore al novanta per cento del costo originario; l'eventuale obbligo del soggetto reclutato di versare, all'atto del reclutamento e comunque quale condizione per la permanenza nell'organizzazione, all'impresa organizzatrice o ad altra componente la struttura, una somma di denaro o titoli di credito o altri valori mobiliari e benefici finanziari in genere di rilevante entità e in assenza di una reale controprestazione; l'eventuale obbligo del soggetto reclutato di acquistare, dall'impresa organizzatrice o da altro componente la struttura, materiali, beni o servizi, compresi materiali didattici e corsi di formazione, non strettamente inerenti e necessari all'attività commerciale in questione e comunque non proporzionati al volume dell'attività svolta.

Le tre categorie necessitano di un'interpretazione.

Per quanto attiene alla prima categoria, il problema interpretativo sorge con riferimento al significato da dare all'espressione "rilevante quantità di prodotti", si tratta, cioè, di stabilire quando si possa parlare di una quantità rilevante. Tuttavia, possiamo considerare questo problema di poca importanza poiché la norma procede stabilendo che, per aversi una vendita lecita, deve essere possibile, in caso di mancata o parzialmente mancata vendita, restituire o rifondere almeno il 90% del costo originario.

Anche la seconda categoria richiede uno sforzo interpretativo: l'interprete dovrà valutare quando il prezzo del prodotto o del servizio sia effettivamente sproporzionato. Questo problema ermeneutico si pone soprattutto con riferimento ai prodotti e ai servizi finanziari e assicurativi<sup>126</sup>.

Nella terza categoria di presunzioni, il legislatore esemplifica i possibili casi pratici in cui la fattispecie può venire in gioco, nominando l'ipotesi in cui il soggetto sia onerato dell'obbligo di acquistare materiale didattico o corsi di formazione. Infatti,

---

<sup>126</sup> Questa categoria che prevede la corresponsione di una somma di denaro anche ingente in assenza di una controprestazione ricopre anche l'ambito degli schemi Ponzi, nei quali, nonostante l'iniziale somma che viene versata, il gestore non effettua le operazioni finanziarie promesse.

poiché la formazione dell'incaricato alle vendite è elemento essenziale, tale materiale risulta essere un perfetto pretesto per far pagare ai nuovi partecipanti una quota superiore al reale valore del materiale medesimo: in forza dell'utilità del materiale, ai nuovi membri viene chiesto il pagamento di una cifra sproporzionata al loro valore.

Inoltre, in alcuni casi è presente anche l'obbligo di versare una quota a titolo di "formazione", infatti, non avendo questa un costo prestabilito, il suo valore è difficilmente contestabile.

Fanno parte della terza categoria di presunzioni in analisi anche i casi in cui l'azienda produttrice dà all'incaricato alle vendite la possibilità di acquistare un pacchetto di strumenti utile all'attività di vendita, normalmente sottolineando che si tratta di una possibilità e non di un obbligo. Nondimeno, l'acquisto di tali pacchetti si rivela poi necessario al conseguimento di profitti e bonus (Chiadò et al., 1998).

Affinché sia possibile parlare di schema piramidale vietato, è sufficiente che una di queste tre circostanze sia presente, infatti, ciascuna di esse, anche in via autonoma, se posta a fondamento del contratto di vendita, costituirebbe l'interesse alla base di un contratto atipico, interesse che però non sarebbe in grado di soddisfare il requisito di meritevolezza della tutela imposto dall'articolo 1322 del Codice civile. Tuttavia, anche nel caso in cui siano presenti tutte le tre condizioni previste dalla legge, non si può automaticamente dire di trovarsi di fronte ad uno schema illecito, essendo necessaria una analisi della situazione concreta per verificare la sussistenza delle illegalità.

La giurisprudenza ha identificato anche un ulteriore meccanismo illecito interno ai sistemi di vendite piramidali: infatti, spesso è previsto un meccanismo di spedizione automatica, in forza del quale, gli affiliati ricevono periodicamente un quantitativo di merce destinato al consumo personale, il quale è conteggiato nel volume personale di vendita e rileva ai fini del mantenimento della qualifica di associato attivo che è necessaria a percepire remunerazioni e bonus<sup>127</sup>.

L'articolo 7 si apre con una clausola di riserva "*salvo che il fatto costituisca più grave reato*", implicando così che la fattispecie sia da considerare assorbita quando il comportamento concreto è idoneo a integrare anche un reato più grave. Nel contesto

---

<sup>127</sup> TAR Lazio, sede di Roma, Sez. I, sentenza numero 8779 del 20 luglio 2017.

degli schemi piramidali, i reati che più spesso vengono in considerazione risultano essere il reato di truffa di cui all'articolo 640 del Codice penale, l'esercizio abusivo della raccolta di risparmio e il reato di associazione a delinquere. In aggiunta a ciò, possono verificarsi i reati di estorsione, minaccia e violenza privata, in conseguenza all'utilizzo delle tecniche di comunicazione e persuasione utilizzate dai venditori<sup>128</sup>.

I fatti più gravi che integrano la clausola di apertura dell'articolo 7 sono generalmente difficili da provare, motivo per cui risulta opportuna la previsione di una sanzione direttamente all'interno della legge specifica. La difficoltà probatoria consiste soprattutto nella circostanza che spesso, attraverso le vendite piramidali illecite, vengono colpiti amici e persone vicine ai soggetti che mettono in atto gli artifici e i raggiri. Tale circostanza è ciò che ha portato il legislatore a inserire nell'articolo 7 elementi sintomatici della illegittimità dello schema facili da provare e nei quali gli artifici e i raggiri sono considerati implicitamente esistenti.

Altra caratteristica della disposizione dell'articolo 7 consiste nel fatto che sia previsto che, ai fini dell'applicazione della sanzione e stante che i requisiti dell'articolo devono essere presenti, è sufficiente che siano predisposte strutture o attività volte alla realizzazione di uno schema piramidale, non essendo necessario che l'attività commerciale o il reclutamento siano portati a termine.

La sanzione prevista dalla norma in esame per la realizzazione e la promozione di sistemi di vendite piramidali e l'induzione di soggetti all'adesione, alla associazione o alla affiliazione ai sistemi medesimi identifica il reato previsto come una contravvenzione punibile con l'arresto da sei mesi a un anno o con l'ammenda da 100mila a 600mila euro, rendendo così possibile l'estinzione del reato tramite oblazione. Si tratta di un'oblazione rimessa alla volontà del giudice, il quale può decidere se ammettere la domanda o respingerla in ragione della gravità del fatto.

Inoltre, è prevista anche la sanzione accessoria della pubblicazione del provvedimento sanzionatorio e della sua comunicazione alle associazioni dei consumatori e degli utenti rappresentative a livello nazionale.

---

<sup>128</sup> Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore, pp. 51-52.

In aggiunta alla sanzione penale, la legge prevede anche una sanzione amministrativa pecuniaria, il cui ammontare oscilla tra i 1550 e i 5mila euro e che risulterà applicata in alcuni specifici casi, ovvero quando: l'impresa *“non rispetti le disposizioni relative all'atto con il quale si attribuisce l'incarico a vendere con l'espressa comunicazione della possibilità di poter sempre rinunciare con fatti concludenti, purché di questi prenda atto l'impresa, ovvero attraverso lettera raccomandata con avviso di ritorno; non contempa e non comunichi il diritto dell'incaricato alle vendite di recedere dall'incarico con l'eventuale obbligo di restituzione dei beni e materiali, nonché il diritto al rimborso delle somme eventualmente pagate; non ritiri il tesserino di riconoscimento in caso di rinuncia o revoca dell'incarico; controverta alla prescrizione che prevede il diritto di restituzione e di rifusione del prezzo, relativamente ai beni e ai materiali integri eventualmente posseduti, in misura non inferiore al 90% del costo originario, o, infine, non stabilisca per iscritto le provvigioni e le loro modalità di corresponsione<sup>129</sup>”*.

Nel 2007 è intervenuto il decreto legislativo numero 146, il quale esclude l'applicabilità della sanzione di cui all'articolo 7 della legge del 2005 nel caso in cui la vendita piramidale preveda un contributo dal parte del soggetto che si identifica solamente come consumatore<sup>130</sup>, non avendo caratteristiche tipiche della figura del professionista così come descritte all'articolo 3 del Codice del consumo. In particolare il decreto del 2007 all'articolo 5 comma 1 stabilisce che *“gli articoli 5, comma 1, e 7, della legge 17 agosto 2005, n. 173, recante disciplina della vendita diretta a domicilio e tutela del consumatore dalle forme di vendita piramidale, sono abrogati nella parte in cui riguardano forme di vendita piramidali tra consumatori e professionisti definite all'articolo 23, comma 1, lettera p), recante Codice del consumo in cui è previsto o ipotizzabile un contributo da parte di un consumatore come definito dall'articolo 18,*

---

<sup>129</sup> Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore, pp. 54-56.

<sup>130</sup> Ettore BATTELLI (2019), *“Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM”*, romatrepres, <https://romatrepres.uniroma3.it/wp-content/uploads/2019/12/Vendite-a-domicilio-e-piramidali-una-disciplina-ancora-attuale.-Le-nuove-fattispecie-all%E2%80%99attenzione-dell%E2%80%99AGCM.pdf>.

*comma 1, lettera a), del predetto codice. I suddetti articoli 5 comma 1 e 7 restano applicabili per applicabili, pertanto, alle forme di promozione piramidale che coinvolgano qualsiasi persona fisica o giuridica che agisce nel quadro della sua attività commerciale, industriale, artigianale o professionale.”.*

Sono dunque escluse dall'applicazione delle sanzioni previste dalla legge del 2005 le vendite descritte all'articolo 23, comma 1, lettera p) del Codice del consumo, in base al quale è considerata pratica commerciale ingannevole l'avvio, la gestione o al promozione di un sistema di promozione a carattere piramidale nel quale il consumatore fornisce un contributo in cambio della possibilità di ricevere un corrispettivo. Quest'ultimo deriva principalmente dal contributo versato dai neo-affiliati o dalla vendita o dal consumo di prodotti. In altre parole, il consumatore che realizzi o promuova le attività vietate di stampo piramidale che la legge del 2005 è diretta a punire va esente dalle sanzioni previste, sempreché non effettui tale attività nell'ambito di un'attività commerciale, industriale, artigianale o professionale.

La legge numero 173 del 2005 è poi utile alla delimitazione delle attività piramidali vietate rispetto alla lecita attività di multilevel marketing. Infatti, l'articolo 5 al primo comma stabilisce che *“Sono vietate la promozione e la realizzazione di attività e di strutture di vendita nelle quali l'incentivo economico primario dei componenti la struttura si fonda sul mero reclutamento di nuovi soggetti piuttosto che sulla loro capacità di vendere o promuovere la vendita di beni o servizi determinati direttamente o attraverso altri componenti la struttura.”*, mentre al secondo comma vieta la *“la promozione o l'organizzazione di tutte quelle operazioni, quali giochi, piani di sviluppo, “catene di Sant'Antonio”, che configurano la possibilità di guadagno attraverso il puro e semplice reclutamento di altre persone e in cui il diritto a reclutare si trasferisce all'infinito previo il pagamento di un corrispettivo.”*.

Dunque, non risulta escluso il sistema di vendita multilivello, il quale comprende gli schemi di vendite effettuate fuori dai locali commerciali e nei quale i soggetti incaricati alle vendite dei prodotti o dei servizi hanno anche il ruolo di invitare i consumatori a partecipare alla rete commerciale, sottoscrivendo un contratto di incarico. In tale tipo di organizzazione, definita *“gerarchica”* dal Consiglio di Stato, ciascun incaricato può guadagnare una percentuale commisurata ai prodotti venduti da lui e da tutti gli



incaricati che discendono da lui direttamente e indirettamente, essendo così i profitti proporzionati alla posizione del singolo nella piramide<sup>131</sup>.

Altro tratto essenziale è poi il fatto che il *multilevel marketing* si fonda su una vendita reale di prodotti esistenti e determinante la creazione di un profitto effettivo.

La legislazione italiana si pone nel quadro dell'ordinamento europeo, il quale pure vieta i sistemi piramidali con le caratteristiche nominate. Infatti, anche per l'ordinamento europeo è considerata pratica commerciale sleale l'avvio, la gestione, la promozione di un sistema a carattere piramidale in cui il consumatore fornisce un contributo in cambio della possibilità di ricevere un corrispettivo che derivi dall'entrata di altri consumatori nello schema piuttosto che dalla vendita o consumo di prodotti<sup>132</sup>. Tale disposizione è contenuta nell'allegato 1 della direttiva europea numero 29 del 2005, al punto 14. La pratica in esame è vietata dall'articolo 5 comma 5 della direttiva medesima, in quanto configura una pratica commerciale sleale, ovvero falsa o idonea a falsare in misura rilevante il comportamento economico, in relazione al prodotto, del consumatore medio cui è diretta o del membro medio di un gruppo se la pratica commerciale è diretta ad un gruppo di consumatori.

La legge numero 173 del 2005 è stata oggetto di applicazione da parte della Cassazione penale, le cui sentenze risultano utili soprattutto al fine di definire i confini applicativi della sanzione penale. Prendiamo in considerazione la sentenza della Cassazione penale numero 37049 del 30 maggio 2012, la quale ha dichiarato inammissibile l'impugnazione di una sentenza di condanna ai sensi della legge 173/2005 alla sola ammenda. La sentenza è di particolare interesse anche per il fatto che si tratta di un'ipotesi in cui non è nemmeno stato necessario il ricorso alle presunzioni di cui all'articolo 6 della legge, stante la corrispondenza tra la condotta concreta e la fattispecie disciplinata all'articolo 5 comma 1.

---

<sup>131</sup> Consiglio di Stato, Sez. VI, sentenza numero 321 del 13 gennaio 2020.

<sup>132</sup> Ettore BATTELLI (2019), "*Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM*", romatrepres, <https://romatrepres.uniroma3.it/wp-content/uploads/2019/12/Vendite-a-domicilio-e-piramidali-una-disciplina-ancora-attuale.-Le-nuove-fattispecie-all%E2%80%99attenzione-dell%E2%80%99AGCM.pdf>.

Il caso riguardava un soggetto, titolare di due siti web, che aveva posto in essere strutture di vendita piramidali qualificate come illecite poiché in esse gli incentivi economici erano legati meramente al reclutamento di nuovi soggetti e non alla capacità di vendita degli incaricati<sup>133</sup>. Nel caso di specie, il reato è facilmente inquadrabile come reato ai sensi della legge del 2005 poiché non veniva svolta nessuna attività di vendita: ai soggetti che riuscivano a reclutare altri venivano offerti buoni e premi. Dunque, il premio costituiva un corrispettivo, peraltro non certo o determinato ma solo eventuale, pagato per il reclutamento di nuovi membri; mentre, chi si iscriveva al sistema, dopo aver pagato una quota di ingresso, non riceveva alcuna controprestazione ma solo la promessa del premio conseguente al reclutamento di nuovi membri.

### *7.1.2. Il reato di truffa: l'articolo 640 del Codice Penale*

Il reato di truffa è previsto all'articolo 640 del Codice Penale e incrimina le offese al patrimonio perpetrate attraverso il ricorso alla frode, dunque, gli interessi protetti sono due, da un lato, l'integrità del patrimonio della vittima e, dall'altro, la formazione libera della sua volontà e del suo consenso.

La truffa è un delitto a cooperazione artificiosa della vittima, infatti, l'inganno posto in essere dal truffatore induce la vittima stessa a compiere un atto di disposizione patrimoniale e, così facendo, ad auto-danneggiarsi.

La truffa ai sensi dell'articolo 640 è un reato comune, pertanto può essere realizzato da qualunque soggetto dell'ordinamento; mentre la condotta necessaria all'integrazione del reato deve necessariamente rispecchiare quanto previsto dal legislatore, trattandosi di reato a forma vincolata: a tal fine, è necessario che l'autore del reato ponga in essere una condotta caratterizzata da artifici e raggiri, tale da indurre altro soggetto in errore,

---

<sup>133</sup> Valentina BARELA (2017), *“Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.”*, Torino, Giappichelli Editore.

determinandolo al compimento di un atto di disposizione patrimoniale che importi al truffatore un ingiusto profitto e una ingiusta diminuzione patrimoniale al truffato<sup>134</sup>.

Affinché il reato sia compiuto, è necessario non solo che il truffatore abbia agito, realizzando gli artifici e i raggiri necessari ad indurre la vittima in errore, ma anche che si sia verificata una concreta lesione del patrimonio.

Per quanto attiene agli artifici e raggiri, essi sono da intendere come atti di dissimulazione o simulazione idonei ad indurre una persona in errore per effetto di una percezione falsa della realtà. Il requisito in esame è idoneo a ricomprendere tutte le attività e i comportamenti in grado di celare ciò che esiste o di far apparire esistente ciò che non esiste, a tal fine sono idonei sia la menzogna che il silenzio su un fatto rilevante.

La rilevanza della truffa nell'ambito degli schemi piramidali è chiara, essendo questi posti in essere con l'obiettivo del gestore di arricchirsi a scapito degli investitori ed essendo attuato tramite la creazione di una doppia menzogna: il gestore propone e promette investimenti ad alto rendimento e basso rischio ma questi non sono reali in quanto non coerenti con la realtà materiale del mercato; si tratta inoltre di investimenti che non verranno mai effettuati.

### *7.1.3. Il reato di appropriazione indebita: articolo 646 del Codice Penale*

Anche il reato di appropriazione indebita può avere un ruolo nelle vicissitudini relative alle truffe in genere e agli schemi piramidali.

Infatti, tale reato, di cui parla l'articolo 646 del Codice Penale, punisce, con la reclusione da due a cinque anni e con la multa da mille a tremila euro, chiunque, per

---

<sup>134</sup> Roberto GAROFOLI (2017), *“Manuale di Diritto Penale. Parte speciale. Tomo III.”*, IV Edizione, Molfetta, N. Editore.

procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, si appropria di denaro o di cosa mobile altrui di cui abbia, a qualsiasi titolo, il possesso. In aggiunta, la norma stabilisce che la pena deve essere aumentata se l'appropriazione ha ad oggetto cose possedute a titolo di deposito, come avviene tipicamente nell'ambito di uno schema Ponzi<sup>135</sup>.

Il reato è perseguibile a querela della persona offesa ma l'aggravante speciale del deposito è perseguibile d'ufficio, così come quando il fatto è commesso con abuso di autorità o di relazioni domestiche oppure con abuso di reazioni d'ufficio, di prestazione d'opera, coabitazione o ospitalità.

L'oggetto materiale del reato è il denaro o la cosa mobile altrui, mentre la condotta rilevante deve consistere nella appropriazione del bene. Per appropriazione si intende il comportamento di chi tratta il denaro o la cosa mobile altrui come se ne fosse il proprietario, pertanto, si tratta del possessore che si comporta *uti dominus*, arrogandosi poteri tipici del proprietario e che non gli spetterebbero.

L'appropriazione può realizzarsi con diverse modalità, tra le quali la ritenzione e la distrazione<sup>136</sup>.

La ritenzione consiste nel comportamento di chi, avendone il possesso, trattiene la cosa presso di sé, nonostante abbia ricevuto la richiesta di restituzione da parte del proprietario. Se il possessore oppone al proprietario richiedente la restituzione un rifiuto immotivato o nega di averla ricevuta o mostra di voler trattenere la cosa per un tempo indefinito, prende vita il reato di appropriazione indebita.

La distrazione consiste nell'utilizzo di un bene per una finalità diversa da quella prestabilita per il medesimo. Anche in questo caso, essendo il bene oggetto di un vincolo di destinazione, il possessore che lo utilizzi con finalità diverse può essere incriminato di appropriazione indebita.

---

<sup>135</sup> Il reato di appropriazione indebita risulta presente soprattutto con riferimento ai casi Madoff e Stanford, i quali risultano aver utilizzato per scopi personali rispettivamente 250 milioni e 2 miliardi di dollari, tratti dai conti degli investitori presso le loro società.

<sup>136</sup> Fabio DI VIZIO (2016), *“Tutela penale del risparmio: forme di repressione degli abusi nell'erogazione del credito e nella gestione degli investimenti.”*, in *Questione giustizia*, Roma, Associazione Magistratura Democratica.

Inoltre, si può arrivare al reato di cui all'articolo 646 Codice penale anche nel caso di usufrutto, locazione, mandato, pegno, comodato, deposito e contratto di lavoro.

La consumazione del reato avviene nel momento in cui il possessore si comporta come se la cosa fosse di sua proprietà, ovvero quando compie sulla stessa un atto di disposizione che è riservato al proprietario. Non è dunque necessario che l'autore del reato consegua un profitto, infatti, esso è parte dell'elemento psicologico e non della condotta tipica e, in tale ottica, il delitto è perfetto anche in assenza di un'utilità concreta. Dal momento che per la realizzazione del reato in esame possono richiedersi più atti distinti, è considerato configurabile il tentativo di reato in relazione alla fattispecie concreta. Il reato è punito a titolo di dolo specifico, dunque, sono necessarie la coscienza e la volontà del soggetto attivo di sottrarre indebitamente il bene che gli era stato affidato e di appropriarsene illegittimamente, con l'intenzione di trarne un ingiusto profitto per sé o per altri<sup>137</sup>.

#### *7.1.4. Il Testo Unico della Finanza: abusivismo del mercato e confusione dei patrimoni*

Con riferimento al Testo Unico della Finanza, parlando di schemi piramidali, sono degni di nota in modo particolare gli articoli 166 e 168<sup>138</sup>.

Il TUF, all'articolo 166, punisce l'abusivismo del mercato con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da 4mila a 10mila euro, ovvero, punisce chi svolge attività di investimento, di gestione collettiva del risparmio, di promozione di prodotti finanziari,

---

<sup>137</sup> Roberto GAROFOLI (2017), *“Manuale di Diritto Penale. Parte speciale. Tomo III.”*, IV Edizione, Molfetta, N.Editore.

<sup>138</sup> CONSOB, *“Gli abusivismi finanziari”*, <https://www.consob.it/web/investor-education/gli-abusivismi-finanziari>.

servizi o attività di investimento, di consulenza finanziaria senza esservi abilitato o essere iscritto all'albo.

Il reato di cui all'articolo 166 del TUF è un reato di pericolo, dunque, realizza una anticipazione della tutela degli investitori; inoltre si tratta di un reato comune, dunque, può essere posto in essere da chiunque.

Poiché il reato di abusivismo è un reato di pericolo, diretto a tutelare gli interessi degli investitori alla negoziazione solo con soggetti affidabili e l'interesse del mercato ad escludere gli intermediari non abilitati, esso può concorrere con il reato di truffa, il quale è, invece, reato istantaneo di danno. Infatti, in quanto reato istantaneo di danno, il reato di truffa richiede la effettiva lesione del patrimonio del cliente creata per mezzo di artifici e raggiri e di una condotta preordinata a gestire infedelmente il patrimonio altrui<sup>139</sup>.

Il reato di abusivismo ricorre nell'ambito degli schemi piramidali poiché l'articolo 166 punisce l'esercizio di servizi finanziari svolti in maniera professionale nei confronti del pubblico da soggetti a ciò non autorizzati o al di fuori delle sedi in cui ciò è autorizzato. Il reato punisce, cioè, le attività poste in essere da promotori finanziari privi di abilitazione.

Requisito dell'articolo 166 è che gli atti svolti professionalmente dal promotore non autorizzato siano rivolti al pubblico, intendendo con ciò, in base all'interpretazione della Corte di cassazione, che è necessario che l'attività sia rivolta ad una platea non qualitativamente determinata di soggetti<sup>140</sup>.

La violazione dell'articolo 166 può determinare l'applicazione della pena oppure di una sanzione amministrativa ai sensi dell'articolo 190.3 del TUF. La sanzione amministrativa si applica in via residuale quando i fatti non integrano il reato previsto.

In base all'articolo 190.3, nel caso in cui le norme siano violate, viene applicata la sanzione amministrativa pecuniaria da 30mila a 5milioni di euro, ovvero fino al 10% del fatturato quando tale importo supera determinate soglie, ai gestori delle sedi di

---

<sup>139</sup> Cass. Pen. Sez. V, sentenza n. 32514, 16 ottobre 2020; ex multis, Cass. Pen. Sez. II, sentenza n. 42085, 9 novembre 2010; Cass. Pen. Sez. V, sentenza n. 43026, 24 settembre 2009.

<sup>140</sup> Cass. Pen., Sez. V, numero 27246, 25 maggio 2013.

negoziatore, ai gestori dei mercati regolamentati, agli internalizzatori sistematici, agli organizzatori e operatori dei sistemi di deposito in euro, ai membri e ai partecipanti ammessi ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione nonché ai clienti di sistemi organizzativi di negoziazione.

L'articolo 168 punisce, invece, la confusione dei patrimoni<sup>141</sup>: infatti, salvo che il fatto costituisca più grave reato, è punito con l'arresto da uno a tre anni e con l'ammenda da 5mila euro a 100mila euro, chi, nell'esercizio di servizi o attività di investimento, di gestione collettiva del risparmio o di custodia degli strumenti finanziari, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, violi le disposizioni concernenti la separazione patrimoniale, arrecando danno agli investitori.

La norma ha il fine di proteggere i patrimoni degli investitori, impedendo che sugli stessi l'intermediario finanziario abbia disponibilità e di garantire sempre la identificabilità dei patrimoni stessi.

La fattispecie di cui all'articolo 168 TUF costituisce un reato proprio, i cui soggetti attivi possono essere i gestori di servizi o attività di investimento e i gestori di organismi di gestione collettiva del risparmio.

La condotta penalmente rilevante necessaria ad integrare la fattispecie consiste nella trasgressione delle norme relative alla separazione patrimoniale e, nello specifico,

---

<sup>141</sup> La separazione patrimoniale è principio imposto dall'articolo 22 TUF.

dell'articolo 22<sup>142</sup> del TUF e dell'articolo 36<sup>143</sup>, nonché delle ulteriori norme cui i due articoli rimandano. Tuttavia, è necessario specificare che la sanzione prevista per le

---

<sup>142</sup> Articolo 22 del TUF: “1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dalla Sim, dall'impresa di investimento UE, dall'impresa di paesi terzi diversa dalla banca, dalla Sgr, dalla società di gestione UE, dai GEFIA UE o dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del T.U. bancario, nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell'eventuale depositario o sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi. 2. Per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi non operano le compensazioni legale e giudiziale e non può essere pattuita la compensazione convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal sub-depositario nei confronti dell'intermediario o del depositario. 3. Salvo consenso scritto dei clienti, la Sim, l'impresa di investimento UE, l'impresa di paesi terzi diversa dalla banca, la Sgr, la società di gestione UE, il GEFIA UE, l'intermediario finanziario iscritto nell'albo previsto dall'articolo 106 del T.U. bancario e la banca non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi titolo. La Sim, l'impresa di investimento UE, l'impresa di paesi terzi diversa dalla banca, l'intermediario finanziario iscritto nell'albo previsto dall'articolo 106 del T.U. bancario, la Sgr, la società di gestione UE e il GEFIA UE non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, le disponibilità liquide degli investitori, da esse detenute a qualsiasi titolo.”.

<sup>143</sup> Articolo 36 co. 4 del TUF: “Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.”.



suddette violazioni può prendere due diverse configurazioni, essendo prevista sia la sanzione amministrativa che quella penale<sup>144</sup>.

La sanzione penale può essere applicata solamente nel caso in cui la violazione delle norme sulla separazione patrimoniale, avvenuta a titolo di dolo specifico, si accompagni alla creazione di un concreto danno di natura patrimoniale, avendo la fattispecie natura di contravvenzione e non essendo, perciò, prevista la configurabilità del tentativo di reato con riferimento ad essa.

Nel caso in cui il danno agli investitori non si sia effettivamente prodotto, la condotta non passa in ogni caso inosservata, venendo in soccorso la sanzione amministrativa di cui all'articolo 190 del TUF.

La disposizione entra in gioco quando si parla di norme che possono essere violate nell'ambito della predisposizione di uno schema Ponzi per il fatto che la realizzazione di quest'ultimo porta il gestore al pagamento dei propri clienti con i patrimoni investiti da altri.

Ulteriore norma da prendere in considerazione è l'articolo 21 del TUF, il quale riporta i criteri generali che devono essere seguiti nella prestazione di servizi e attività di investimento dai soggetti a ciò abilitati. Si tratta di principi i cui interessi fondanti si sostanziano nel fatto di servire al meglio l'interesse dei clienti e nel mantenere l'integrità dei mercati e sono i seguenti: il dovere di diligenza, correttezza e trasparenza; il dovere di acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre informati adeguatamente; il dovere di utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; il dovere di disporre di risorse e procedure anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività; il dovere di redigere per iscritto i contratti di investimento e consegnarne una copia ai clienti.

---

<sup>144</sup> Fabio DI VIZIO (2016), *“Tutela penale del risparmio: forme di repressione degli abusi nell'erogazione del credito e nella gestione degli investimenti.”*, in *Questione giustizia*, Roma, Associazione Magistratura Democratica.



## **7.2. La normativa statunitense: il ruolo della SEC, la liquidazione della SIPC voi e la regolamentazione prettamente statale del *multilevel marketing***

Negli Stati Uniti gli schemi Ponzi sono illegali e con riferimento ad essi sono presenti sia norme di tipo civile, che di tipo amministrativo, che di tipo penale: le norme penali, per poter essere applicate, richiedono la presenza di una prova in grado di dimostrare la colpevolezza del soggetto oltre ogni ragionevole dubbio; mentre, le azioni civili e amministrative richiedono solo che le prove preponderanti siano nel senso della colpevolezza.

Inoltre, possiamo dire che la realizzazione di tali schemi può essere inquadrata all'interno dei confini di diverse violazioni specifiche di legge (ad esempio truffa effettuata per via telematica oppure mancata registrazione come gestore di servizi finanziari), a seconda dei particolari tratti delle singole vicende.

In ogni caso è centrale il ruolo della *Securities Exchange Commission*, la quale verrà di seguito analizzata.

Tra il 1933 e il 1938, il Congresso americano approvò il *New Deal*, ovvero un pacchetto di riforme economiche, tra le quali comparvero il *Securities Act* (SA) e il *Securities Exchange Act* (SEA), entrambi oggi contenuti nel *Code of Laws of the United States of America*, ovvero l'insieme di leggi federali vigenti attualmente negli Stati Uniti<sup>145</sup> (D'Alessandro, 2014). L'importanza di questi due atti emerge chiaramente e immediatamente, vedendo come il SA abbia i due specifici obiettivi di fare in modo che gli investitori ricevano informazioni chiare e complete e che vengano proibite falsità, rappresentazioni fuorvianti e altre frodi connesse agli strumenti finanziari.

Il SEA, invece, servì al Congresso per creare la *Securities Exchange Commission*, ovvero un organo con poteri di controllo sul mercato finanziario, in capo al quale deve

---

<sup>145</sup> Il SA e il SEA sono inseriti nel Codice al titolo quindicesimo, rubricato “*Commerce and Trade*”, ai capitoli 2A e 2B.

essere garantita una certa indipendenza rispetto al potere politico e ciò è confermato nella Sez. 4 (a) dell'atto, in base al quale i commissari sono cinque e vengono nominati dal Presidente degli Stati Uniti su consiglio del Senato ma solo tre dei commissari possono appartenere al medesimo partito politico. Inoltre, i commissari non possono svolgere diverse attività lavorative né svolgere alcuna attività sui mercati finanziari. Oltre ai cinque commissari, la SEC è composta da 3500 dipendenti, cinque divisioni<sup>146</sup> e ventuno Uffici<sup>147</sup>.

---

<sup>146</sup> La *Division of Corporate Finance* ha la funzione di gestire le informazioni che vengono date agli investitori sul mercato, controllando la loro correttezza e completezza; inoltre, tale commissione è deputata a ricevere periodicamente informazioni da parte degli operatori del mercato e a pubblicare mensilmente un bollettino con le notizie più rilevanti, come, ad esempio, il caso in cui un emittente non abbia adempiuto gli obblighi di *disclosure*.

La *Division of Trading and Markets* sorveglia su ciò che avviene nei mercati e ha il compito di mantenere in essi l'ordine, l'equità e l'efficienza, vigilando sul comportamento degli operatori del mercato e collaborando con essi alla stesura delle nuove regole necessarie nella prassi (le quali verranno poi approvate dalla Commissione oppure, se la Commissione la autorizza, dalla Divisione stessa). Inoltre, la divisione in esame supervisiona la SIPC.

La *Division Investment Management* ha il compito di verificare che le informazioni che vengono date agli investitori individuali da parte dei fondi comuni di investimento siano trasparenti e comprensibili e partecipa alla formazione delle nuove regole riguardanti il mondo dell'investimento collettivo.

La *Division of Economic Risk Analysis*, invece, svolge un ruolo di analisi statistica dei rischi e dei trend del mercato e offre supporto nella formazione delle nuove regole di mercato, anche Over The Counter.

La *Division of Enforcement* ha il compito di verificare se ci sono state violazioni sul mercato finanziario e di promuovere eventualmente le azioni civili davanti alle Corti federali o i procedimenti amministrativi davanti alla Commissione. Nel caso poi di azioni penalmente rilevanti, la divisione collabora con le agenzie federali degli Stati Uniti aventi competenza nel singolo caso.

<sup>147</sup> Francesco D'ALESSANDRO (2014), *“Regolamenti del mercato, enforcement e sistema penale. Itinerari di diritto penale.”*, Torino, Giappichelli Editore.

Altra disposizione stabilisce in cinque anni la durata della carica e prevede che sia il Presidente degli Stati Uniti a nominare il Presidente della commissione.

La SEC detiene una serie di poteri molto rilevanti nell'ambito dei mercati finanziari e, in particolare: interpreta le norme federali sui mercati finanziari e, dove necessario, provvede alla loro modifica e all'emanazione di regole nuove; vigila sul comportamento degli attori del mercato finanziario; coordina il diritto dei mercati finanziari statunitensi, garantendone la coerenza.

Le principali leggi da prendere in considerazione sono il *Securities Act* del 1933, il *Securities Exchange Act* del 1934, l'*Investment Advisers Act* del 1940 e l'*Investment Company Act* del 1940, le quali, tra le altre cose, sanzionano la perpetrazione di truffe riguardanti gli investimenti e i titoli azionari, rendono necessaria la registrazione delle attività riguardanti i titoli azionari e disciplinano la materia della consulenza sugli investimenti.

Va innanzitutto preso in considerazione il *Securities Act* del 1933 che prevede un sistema di registrazione degli strumenti finanziari offerti sul mercato e dei soggetti che li emettono, con l'esclusione solo delle offerte intra-Stati, delle offerte provenienti dai governi municipali, statali e federali, e delle *private offering*, ovvero le offerte dirette ad un numero di investitori limitato. Con l'eccezione di questi soggetti, tutti gli altri operatori del mercato devono essere registrati presso la SEC. La registrazione è necessaria per rendere disponibili agli investitori tutte le informazioni indispensabili circa gli emittenti, gli strumenti finanziari emessi e le operazioni compiute. La registrazione consiste nella compilazione di un modulo che può poi essere consultato dagli investitori.

Anche il SEA del 1934 contiene disposizioni atte a garantire la trasparenza sui mercati e contiene anche norme disciplinanti i reati di *market manipulation* e di *insider trading*. Sono anche presenti l'*Investment Company Act* e l'*Investment Advisers Act*, contenenti norme che dispongono la necessità di registrare presso la SEC i fondi comuni di investimento, le società di gestione del risparmio e le attività di consulenza sugli investimenti.

Facendo riferimento alla necessità di registrazione, vanno analizzate, oltre alle norme previste per la registrazione presso la *Securities Exchange Commission* (SEC), anche quelle previste dalla *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Con riferimento all'attività di gestione dei fondi, dunque essenzialmente con riferimento all'attività di

brokeraggio, la soglia oltre la quale la registrazione è richiesta coincide con la gestione di fondi altrui per un ammontare di 100milioni di dollari: quando un gestore di fondi maneggia e investe denaro altrui per un ammontare superiore a tale cifra, la registrazione diventa necessaria. Inoltre, ciascuno Stato può avere dei regolamenti maggiormente tutelanti, ad esempio lo Stato di New York richiede che la registrazione sia effettuata al superamento dell'inferiore soglia di 25milioni di dollari, come ammontare di denaro altrui gestito (D'Alessandro, 2014).

Mentre, con riferimento all'attività di consulenza sugli investimenti, per effetto dell'*Investment Advisers Act* del 1940 Sezione 203 (a), chiunque fornisca tale servizio ha necessità di effettuare la registrazione<sup>148</sup>.

In base ad uno studio che prende in considerazione 1359 casi di schema Ponzi, solamente nel 12% delle ipotesi si è in presenza di un'attività legittimamente registrata<sup>149</sup>.

Altra regola di portata generale presente nel sistema americano consiste nell'esistenza di una presunzione sulla presenza implicita dell'intento di truffare, il quale sarebbe presente in tutti i casi in cui viene realizzato uno schema Ponzi. Tale presunzione ha lo scopo di permettere alle autorità di restituire più velocemente il guadagno illecitamente ottenuto attraverso la perpetrazione dello schema alle vittime. Infatti, non esistendo una norma diretta ad incriminare specificamente lo schema Ponzi, al fine di ottenere una condanna del truffatore, è necessario inquadrare il fatto all'interno di un esistente reato. L'automatismo della qualificazione di uno schema Ponzi come truffa permette che il passaggio sopra descritto avvenga più rapidamente, garantendo una condanna più solerte dello schema e del suo gestore.

---

<sup>148</sup> Come previsto in Section 203 (a) dell'*Investment Advisers Act*: “*Except as provided in subsection (b) and Section 203A, it shall be unlawful for any investment adviser, unless registered under this section, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce in connection with his or its business as an investment adviser.*”.

<sup>149</sup> Marie SPRINGER (2020), “*The Politics of Ponzi Schemes. History, Theory and Policy.*”, New York, Routledge.

Prendiamo ora in considerazione, a titolo esemplificativo, anche alcuni esempi di norme degli atti citati che vietano in modo esplicito l'utilizzo di schemi piramidali nell'esercizio dell'attività sui mercati finanziari.

La sezione 17 (a) del *Securities Act* del 1933 dispone sull'illegalità dell'utilizzo di sistemi fraudolenti allo scopo di attirare nuovi soggetti in qualsiasi attività commerciale avente ad oggetto strumenti finanziari. Tra i mezzi illegali nominati dalla sezione in esame sono presenti gli schemi fraudolenti e tale categoria comprende gli schemi Ponzi. Infatti, la sezione 17 (a) prevede che è illegale il commercio di titoli azionari effettuato mediante l'impiego di qualsiasi mezzo o strumento di trasporto o comunicazione, compreso l'utilizzo della posta allo scopo diretto o indiretto di: truffare individui mediante schemi, artifici o raggiri; ottenere denaro o proprietà per mezzo di dichiarazioni false circa un fatto materiale oppure di omissioni di fatti rilevanti, in modo da rendere ingannevole la dichiarazione falsa o omessa; innestare qualsiasi transazione, pratica o attività commerciale operante come truffa o raggiro con riferimento al compratore.

L'*Investment Advisers Act* del 1940, proprio come il nostro Codice del consumo, nella Sezione 202 (a) fornisce alcune definizioni. Tra queste, al punto (3) viene definito *broker* "any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others, but does not include a bank" e consulente per gli investimenti o *investment adviser* "any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities".

Va considerato anche l'*Investment Advisers Act* che, alla Sezione (3), considera le ipotesi di reato per violazione delle norme sulla registrazione dell'attività di gestione e consulenza sugli investimenti, successivamente al paragrafo (i) prevede anche delle sanzioni di tipo amministrativo e monetario e alla Sezione 209 (e) le sanzioni di tipo civile.

In aggiunta, va considerata la norma della Sezione 206 dell'atto medesimo che vieta, in quanto illegale, l'attività di qualsiasi consulente che, direttamente o indirettamente: impegni strumenti, schemi o artifici per truffare un cliente o un potenziale cliente; sia parte di qualsiasi transazione, pratica o attività che si basi su una truffa o un inganno dei

clienti o potenziali clienti; consapevolmente inganni il cliente al fine di ottenere il suo consenso alla conclusione di una transazione; sia parte di qualsiasi atto, pratica, attività che sia fraudolenta, ingannatoria o manipolativa<sup>150</sup>.

La SEC ha l'autorità per aprire un'investigazione quando ci sia il dubbio che un soggetto abbia violato una disposizione di legge riguardante il mercato finanziario.

Quando una Divisione o un Ufficio della Commissione riceve una segnalazione, gli agenti devono prima svolgere una serie di indagini per comprendere se le informazioni ricevute sono plausibili e se la notizia è fondata e dunque se è presente una violazione delle norme. Successivamente, vengono individuate con precisione le norme violate e quali sono gli agenti che dovranno occuparsi dell'indagine. Si apre così la fase investigativa.

Se la fase investigativa ha dato esito positivo, essendosi conclusa con la convinzione che una violazione ci sia stata, si avvia il *Wells Process*, ovvero una fase dibattimentale, che si innesta con l'invio al soggetto indagato di una *Wells Notice*, contenente l'avviso dell'intenzione di attivare la fase dibattimentale nei suoi confronti.

---

<sup>150</sup> Investment Advisers Act 1940, Sezione 206: “*It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly: (1) To employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client; (2) To engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client; (3) Acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph (3) shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction; (4) To engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commission shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative.*”.



Dopo la ricezione della notifica, i soggetti interessati possono chiedere alla SEC di prendere visione delle investigazioni compiute nei loro confronti e possono chiedere un incontro con gli agenti che si sono occupati del caso.

L'incontro può concludersi con un *settlement agreement*, da sottoporre all'approvazione della Commissione, il quale permette all'individuo di non essere soggetto ad una procedura sanzionatoria formale; oppure l'incontro può concludersi con la proposta di una *enforcement action* alla Commissione.

In quest'ultima eventualità, il gruppo che si è occupato del caso invia alla Commissione la richiesta unitamente al fascicolo contenente il materiale delle indagini. Tale materiale viene analizzato dai cinque membri della Commissione, i quali devono assumere una decisione prima che scadano centottanta giorni dalla data in cui è stata notificata la *Wells Notice*. La Commissione ha tre possibilità di azione: può archiviare il caso; può scegliere la strada di un'azione civile; può avviare un procedimento amministrativo<sup>151</sup>.

Nell'ipotesi in cui la Commissione non archivi il caso, il soggetto può arrivare ad ottenere un accordo transattivo.

Tuttavia, se la SEC decide di avviare un'azione civile, viene avviato un giudizio davanti alle corti distrettuali degli Stati Uniti. Tale strada viene tipicamente intrapresa quando la SEC vuole ottenere un ordine diretto al soggetto interessato che contenga un divieto di compimento di ulteriori atti o pratiche violative delle norme sui mercati. Attraverso l'azione civile, è possibile anche ottenere una sanzione di tipo pecuniario da pagare alla controparte oppure anche un ordine di restituzione di quanto illecitamente ottenuto per effetto delle operazioni illegali<sup>152</sup>.

Inoltre, le azioni civili possono portare i soggetti che hanno posto in essere le violazioni ad essere oggetto di sospensione o esclusione dalla possibilità di effettuare attività di trading e di consulenza, oppure dalla possibilità di assumere una posizione di

---

<sup>151</sup> Francesco D'ALESSANDRO (2014), "*Regolamenti del mercato, enforcement e sistema penale. Itinerari di diritto penale.*", Torino, Giappichelli Editore.

<sup>152</sup> SEC, <https://www.sec.gov/>.

supervisione o direzione nei confronti di soggetti sottoposti che svolgono materialmente l'attività di trading.

Inoltre, la SEC, in conseguenza di un'azione civile, può revocare la registrazione effettuata per l'attività di consulenza per gli investimenti o per altre attività. Le proibizioni e le esclusioni dallo svolgimento delle attività possono essere permanenti o temporanee.

La sospensione è una sanzione non spesso utilizzata nel contesto degli schemi Ponzi, infatti, affinché sia irrogata, è necessario che almeno da un determinato momento in poi sia stata effettivamente svolta attività di trading e spesso ciò non si verifica quando si è in presenza di uno schema Ponzi.

Infine, la Commissione può richiedere anche l'applicazione di *ancillary reliefs*, ovvero rimedi ausiliari diretti ad impedire la perpetrazione di condotte illecite da parte dell'autore del comportamento illegale. Uno dei rimedi ausiliari più comuni è l'*assets freeze*, ovvero il congelamento dei beni, il quale viene chiesto tutte le volte in cui ci sia ragione di temere che il soggetto possa dissipare il proprio patrimonio, comportando l'impossibilità di risarcire le controparti<sup>153</sup>.

L'altra via percorribile dalla Commissione consiste nell'avvio di un procedimento amministrativo davanti ai giudici della SEC.

I giudici della SEC formano l'*Office of Administrative Judges* e svolgono la loro funzione in maniera indipendente rispetto ai membri della Commissione.

Nel caso sia questa la strada che ha intenzione di percorrere, la Commissione deve depositare un *Order Instituting Proceedings* (OIP), del quale devono essere informate tutte le parti, alle quali viene comunicata anche la data delle udienze in un termine ragionevole. Inoltre, l'OIP deve indicare la natura di ogni udienza, la giurisdizione sotto la quale avverrà, il giudice competente, gli elementi in fatto e in diritto oggetto di contestazione (i quali possono essere modificati dalla Commissione anche in seguito alla avvenuta notificazione dell'OIP alle parti), le sanzioni di cui la Commissione vuole chiedere l'irrogazione.

---

<sup>153</sup> Francesco D'ALESSANDRO (2014), *“Regolamenti del mercato, enforcement e sistema penale. Itinerari di diritto penale.”*, Torino, Giappichelli Editore.

A questo punto, le parti hanno il diritto di prendere visione degli atti ed estrarre copia dei documenti e, entro venti giorni, possono rispondere alle allegazioni effettuate dalla Commissione, depositando memorie.

Successivamente, si tiene l'udienza pubblica, nella quale le parti possono esercitare il diritto di prova e controprova, e, al termine di questa, il giudice emette una decisione iniziale che contiene le eventuali sanzioni. Tale decisione può essere impugnata totalmente o parzialmente attraverso un'istanza di revisione da depositare entro ventuno giorni dalla notifica della decisione iniziale. Se la decisione non viene impugnata, il giudice pronuncia la decisione finale, stabilendo la data a partire dalla quale le sanzioni devono essere irrogate.

Invece, nel caso in cui le parti decidano di impugnare la decisione, organo di secondo grado è la Commissione stessa, la quale può decidere se accogliere o meno l'istanza. Una volta accolta l'istanza, è sempre la Commissione a dover stabilire se le disposizioni date nella sentenza siano da modificare, ribaltare o confermare<sup>154</sup>.

Inoltre, un aspetto considerevole consiste nel fatto che la SEC, essendo parte in causa nel giudizio, ha essa stessa la possibilità di impugnare la decisione del giudice nel caso sia ad essa sfavorevole. Allora sarà la Commissione a dover decidere sull'impugnazione effettuata da se stessa ma a questo punto l'esito è prevedibile (D'Alessandro 2014).

Esiste anche il versante delle azioni penali, il quale risulta complesso e, nello specifico, nel caso della realizzazione di uno schema Ponzi, prevede che possano venire in gioco vari capi d'accusa. La maggior parte dei casi in America viene inquadrata nella categoria delle truffe effettuate via mail o posta, delle truffe riguardanti titoli e prodotti finanziari e altri tipi di truffa, oltre che nelle truffe coinvolgenti falsa documentazione e appropriazione indebita.

Degna di considerazione è anche l'opera della *Federal Trade Commission* (FTC), cioè un'organizzazione governativa avente competenza nel perseguire truffe del calibro degli

---

<sup>154</sup> SEC, <https://www.sec.gov/>.

schemi Ponzi. Infatti, a tale organizzazione possono rivolgersi i soggetti che si ritrovano coinvolti in attività truffaldine e riguardanti investimenti e titoli azionari<sup>155</sup>.

Inoltre, anche la FTC ha l'autorità per agire civilmente contro i gestori di schemi Ponzi, allo scopo di chiedere l'applicazione di sanzioni pecuniarie e altri rimedi diretti ad evitare future truffe e lavora in collaborazione con altri organismi governativi aventi giurisdizione sulle truffe concernenti titoli azionari e investimenti, come la SEC. In aggiunta a ciò, la FTC ha anche un ruolo informativo circa i rischi di tale tipo di truffe e lavora sul riconoscimento e sulla prevenzione delle medesime.

Vanno presi in considerazione anche il *Securities Investors Protection Act* (SIPA) e la *Securities Investors Protection Corporation* (SIPC).

La SIPC è una società non governativa senza scopo di lucro, fondata nel 1970 e avente la funzione di supervisionare la liquidazione dei membri della SIPC che sono costretti a chiudere in seguito ad una crisi finanziaria o ad un fallimento. In particolare, la SIPC detiene il *SIPC Fund*, ovvero un fondo assicurativo, che protegge i propri membri nel caso in cui le società vadano incontro a crisi finanziarie e non abbiano una copertura sufficiente al rimborso dei clienti. Il fondo soccorre anche dei clienti di attività andate incontro al fallimento dopo aver predisposto una truffa, come nel caso di truffe Ponzi, a condizione che l'attività truffatrice fosse già membro della SIPC<sup>156</sup>.

La SIPC non è però un organo governativo e dunque non ha l'autorità per effettuare indagini né per emettere regolamenti diretti ai propri membri, infatti, tale società di protezione degli investitori è sottoposta al controllo della SEC, la quale può condurre indagini sul suo operato. La SEC inoltre effettua la revisione del rapporto annuale della SIPC e ne approva lo statuto, il regolamento e qualsiasi modifica statutaria e del regolamento.

Normalmente, quando una società di brokeraggio arriva al fallimento, la SIPC dispone il trasferimento dei conti aperti presso la società fallita verso un'altra società di

---

<sup>155</sup> Marie SPRINGER (2020), *"The Politics of Ponzi Schemes. History, Theory, and Policy."*, New York, Routledge.

<sup>156</sup> SIPC, <https://www.sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund>.

brokeraggio attiva. Invece, nell'eventualità in cui la SIPC non sia in grado di trasferire i conti da una società all'altra, quella fallita viene liquidata. La liquidazione della società può avvenire ai sensi dei regolamenti del *Bankruptcy Code* oppure, se la SIPC non presenta la domanda presso la corte distrettuale per avere tale forma di protezione o se la corte pensa che il cliente della società fallita non abbia necessità di protezione in tal senso, la liquidazione avviene ai sensi del SEPA<sup>157</sup>.

Anche nel sistema americano è possibile distinguere tra schemi Ponzi illegali e sistemi di vendita piramidale leciti, come i *Multilevel contracts*, e, anche qui, il tratto di differenziazione consiste nella presenza di un effettivo prodotto che viene venduto e acquistato e, conseguentemente, nella presenza di un materiale profitto.

Per quanto riguarda la regolazione dei contratti di *multilevel marketing*, nonostante ci sia una legislazione generale governativa proveniente soprattutto dalla SEC, dalla FTC e dall'US Postal Service, la maggior parte delle norme rimane comunque di livello statale<sup>158</sup>.

Ad esempio, il Codice Penale della California alla Sezione 327 punisce con la reclusione le catene (*endless chain*), definendole “*any scheme for the disposal or distribution of property whereby a participant pays a valuable consideration for the chance to receive compensation for introducing one or more additional persons into participation in the scheme or for the chance to receive compensation when a person introduced by the participant introduces a new participant. Compensation, as used in this section, does not mean or include payment based upon sales made to persons who are not participants in the scheme and who are not purchasing in order to participate in the scheme.*”.

Mentre la legge dell'Oregon definisce piramidale un sistema vendita nel quale una persona, sotto la condizione della realizzazione di un investimento, possa arrivare ad ottenere l'autorizzazione o il diritto di coinvolgere, dietro compenso, altre persone, alle quali ugualmente sarà promessa tale autorizzazione o diritto, e che continueranno la

---

<sup>157</sup> SIPC, <https://www.sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund> - United States Courts; Securities Investors Protection Act (SIPA), <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/securities-investor-protection-act-sipa>.

<sup>158</sup> Jeff BABENER, “*MLM Laws in 50 States*”, <https://www.mlmlgal.com/statutes.html>.

catena, coinvolgendo sempre più persone. Sempre in base alla definizione data dallo Stato dell'Oregon, gli schemi piramidali vietati non comportano la vendita di alcun prodotto né la distribuzione di alcun servizio.

Nella sostanza, queste due legislazioni proibiscono il pagamento di un corrispettivo per il fatto di aver coinvolto nuovi soggetti nello schema, quando tale corrispettivo non è legato ad una effettiva e materiale vendita di un prodotto o di un servizio.

In aggiunta a ciò, ci sono alcuni Stati che hanno regolato nello specifico i contratti di *multilevel marketing* – ad esempio, Georgia, Louisiana, Maryland, Massachusetts, Montana, Wyoming – definendo una compagnia che effettua vendite sulla base di un sistema multilivello come qualsiasi persona, compagnia, società o altra attività commerciale che venda, distribuisca o fornisca, per un valore considerevole, servizi o beni, attraverso la predisposizione di diversi livelli nei quali vengono apposti i partecipanti al programma, i quali possono coinvolgere nel sistema nuovi soggetti<sup>159</sup>. Le commissioni, le commissioni indirette, i bonus, i rimborsi, gli sconti, i dividendi e le altre remunerazioni vengono pagate ai partecipanti come risultato del reclutamento di nuovi soggetti ma anche in relazione alle vendite effettivamente concluse.

---

<sup>159</sup> Jeff BABENER, “*MLM Laws in 50 States*”, <https://www.mlmlegal.com/statutes.html>.

## **8. Conclusioni: vantaggi aziendali e libertà negoziale, i risvolti positivi nell'utilizzo lecito dei sistemi piramidali**

La presente tesi ha tentato di mostrare come il fenomeno delle strutture piramidali sia dotato di molte sfaccettature che lo rendono in grado di adattarsi a diversi contesti, compresi quelli che fuoriescono dal circuito della legalità.

Dapprima sono stati presi in considerazione esempi di utilizzo illecito delle strutture piramidali, dimostrando che, nella gran parte dei casi, l'intenzione decettiva è presente sin dalle prime azioni ingannevoli. In altri casi, diversamente, l'intento originario non era tale da configurare una truffa e, tuttavia, in conseguenza dell'insorgere di momenti finanziari avversi, lo è diventato. Infatti, la realizzazione di schemi Ponzi e di schemi illeciti di vendita piramidale tocca già la soglia dell'illegalità quando il suo fondamento risulta essere quello di usare *artifici e raggiri* per indurre altri in errore in modo tale da procurarsi un vantaggio ingiusto a scapito dei primi.

Malgrado quanto esposto, si è anche mostrato come l'essenza della struttura fondante gli schemi Ponzi – riassumibile negli elementi della creazione di uno stato di fiducia, dei meccanismi di passaparola, della celere ascesa dei prezzi e dell'altrettanto rapido crollo – sia rinvenibile anche in fenomeni naturalmente presenti nel mercato, ovvero nell'evoluzione delle crisi finanziarie dell'apparato economico e nelle bolle speculative.

Invero, nelle bolle finanziarie e negli schemi Ponzi è rinvenibile il medesimo meccanismo di esplosione ed implosione: in entrambi i casi, ad un primo momento di espansione verificatasi per effetto della diffusione di un, tanto rapido quanto irrazionale, senso di euforia e fiducia, segue una trasformazione dell'euforia in paura di perdere i propri capitali e, così, lo scoppio della bolla.

La distinzione attiene al momento genetico dei fenomeni. I meccanismi decentrati, come le bolle finanziarie, di cui sono esempio il caso Tulipanomania, il caso John Law e il *Minsky moment*, nascono in modo naturale, ovvero senza che sia individuabile un soggetto con un ruolo di gestore che manovri il tutto, e in modo diffuso. I meccanismi decentrati, infatti, non richiedono agli investitori lo sforzo di ricercare nuovi clienti poiché la fiducia nella crescita dei prezzi si diffonde spontaneamente a mo' di circolo vizioso: maggiore è il numero di soggetti che investono, più rapida è l'ascesa dei prezzi e più i

prezzi salgono, maggiore è il numero di soggetti che si dimostra interessato all'investimento.

Diversamente, nei meccanismi centralizzati, come quelli rappresentati dagli schemi Ponzi, si vede un gestore che dirige i lavori, coinvolgendo i soggetti con lo scopo di aumentare il livello di liquidità detenuto e non con lo scopo di trarre un reale lucro per mezzo dell'investimento dei capitali. Infatti, questa ultima categoria non determina un rialzo dei prezzi sul mercato poiché in essi non è previsto un accesso ad esso: il capitale degli individui non arriva al mercato, viene depositato nel conto del gestore per poi essere distribuito all'occorrenza.

Possiamo allora configurare quello intrinseco alle vendite piramidali come un rischio finanziario poiché, più che il rischio economico di pervenire ad uno squilibrio tra i costi e i ricavi, sono qui da rintracciare soprattutto il rischio che il rendimento non venga pagato ai clienti a causa del fallimento del gestore e il rischio che il gestore si trovi a non avere la liquidità necessaria per adempiere ai propri oneri. Le vendite piramidali in genere comprendono questa fascia di rischio, infatti, esso è una variabile con ambiti di dipendenza rispetto alla percezione degli investitori, la quale ha un ruolo fondamentale nelle strutture suddette, soprattutto se illecite, discendendo la loro vitalità dalla presenza di nuovi membri e dunque dalla fiducia che l'ingresso nel sistema sia profittevole.

Procedendo nell'analisi del fenomeno, è stato possibile notare anche che le strutture piramidali possono essere utilizzate a fini leciti, come dimostra la loro regolamentazione all'interno della legge numero 173 del 2005. Invero, si tratta di fenomeno non estremamente diffuso in Italia, sebbene si siano presentati diversi casi anche di una certa rilevanza, pensiamo, a titolo di esempio, al caso AmwayItalia e al caso Herbalife.

Si sono anche rilevate le problematiche che il fenomeno piramidale pone a livello di inquadramento giuridico. Infatti, poiché tali strutture portano il pensiero nel contesto dei contratti innominati, rappresentando un'espressione della libertà di iniziativa economica costituzionalmente riconosciuta all'articolo 41, si sono poste alcune questioni soprattutto circa la specifica previsione di diritti e obblighi dei nuovi membri. La conclusione cui si è giunti è che il nuovo membro entrante in uno schema di vendita diretta di tipo piramidale è da considerare consumatore, ai sensi del Codice del consumo, finché non agisce come soggetto di un'attività professionale. Tale figura usufruirà allora delle tipiche garanzie del consumatore: diritto di recesso, diritto di informazione e diritto al rimborso.



Inoltre, come si è avuto modo di notare, può risultare evanescente il confine tra uno schema lecito e uno illecito. Per tale ragione è stato necessario puntualizzare i maggiori tratti distintivi dei due modelli, per poter estrarre anche i segni di una piramide eccessivamente rischiosa. Dunque, di seguito vengono riportate alcune delle principali caratteristiche degli schemi piramidali, realizzando contestualmente un raffronto tra le piramidi lecite e quelle illecite.

In particolare, si è riscontrata una peculiarità comune agli schemi leciti e illeciti consistente nel bisogno che la *downline* si estenda sempre di più per garantire un flusso di liquidità nel sistema che permetta di adempiere eventuali richieste di rimborso. Tuttavia, si è vista una capacità delle aziende di marketing piramidale lecito di rimanere a galla, trattandosi di sistemi sostenibili e convenienti per le aziende e riguardanti vendite di prodotti o servizi reali e di qualità; invece, i sistemi illeciti come i Ponzi sono destinati a crollare poiché la prerogativa appena descritta è assente.

Un elemento tipico dei contratti di *multilevel marketing* si è osservata poi nel fatto che i prodotti dell'azienda vengono acquistati direttamente da parte dagli addetti alle vendite, i quali possono anche utilizzare parte dei beni acquistati per consumi personali. Tuttavia, nel momento in cui l'acquisto dei medesimi o di altro genere di *kit di ingresso* diventasse sostanzialmente obbligatorio, anche se formalmente facoltativo, lo schema assumerebbe carattere illegale poiché mostrerebbe la tendenza del sistema aziendale a incentivare non le vendite ma il reclutamento di nuovi soggetti.

In aggiunta, è emerso che l'addetto alle vendite ha i tratti di un imprenditore indipendente poiché nel contesto delle vendite può assumere autonomamente alcune decisioni di tipo strategico, come quale prezzo praticare, quale quantità di prodotti ordinare e quanti nuovi soggetti reclutare, operando in forza di contratti di agenzia o di incarico.

Inoltre, nelle piramidi lecite esiste un compenso anche in base alle vendite realizzate dai membri della *downline*, tuttavia, non c'è un compenso derivante unicamente dal numero di soggetti reclutati. La quota di ingresso nel sistema non risulta eccessiva, non sono presenti costi di uscita, essendo previsto il diritto di recesso, e non è presente un obbligo di acquisto di tutta la merce invenduta, poiché c'è un diritto al rimborso. I sistemi illeciti, invece, non prevedono un diritto di recesso, o lo prevedono solo in via formale, e presumono il pagamento di una quota di entrata di valore elevato che normalmente è

accompagnata dalla consegna di un kit di ingresso dal valore nettamente inferiore rispetto alla quota e accompagnato dalla promessa di futuri guadagni cospicui, pur senza la esplicazione della modalità di realizzo dei medesimi. Diversamente, la promozione delle vendite nei sistemi di *multilevel marketing* risulta avere alla base l'offerta di informazioni dettagliate sull'attività di vendita che deve essere effettuata, senza promettere guadagni futuri ed eccessivi.

Ulteriore tratto peculiare è l'assenza di negozi fisici per la vendita dei prodotti e l'utilizzo dei meccanismi del passaparola come mezzo pubblicitario che permettono una riduzione dei costi e una diretta conoscenza della clientela. L'utilizzo del passaparola e l'assenza dei prodotti nei canali ufficiali di distribuzione fa emergere la necessità che i beni venduti siano di alta qualità e magari con connotazioni innovative. Invece, in una struttura piramidale illecita i prodotti e i servizi offerti possono non esserci oppure essere di scarsa qualità, infatti, la loro funzione è quella di dare copertura ad un sistema di guadagno che si fonda unicamente sul reclutamento di nuovi membri.

Dunque, possiamo riassumere i segnali di pericolo di uno schema piramidale illecito come segue: l'assenza di un prodotto o servizio effettivamente venduto o la presenza di un prodotto di scarsa qualità; nel contesto del mercato finanziario, la carenza di un prodotto si concretizza nella mancata realizzazione dell'investimento promesso; l'esistenza di un sistema di incentivi fondato sulla capacità del soggetto di reclutare nuovi membri e non sulla capacità di vendita; la presenza di informazioni poco chiare e di una indisponibilità nel fornire chiarimenti da parte dei soggetti posti più vicini al vertice; una quota di ingresso sproporzionata e la facoltà-obbligo di acquisto di un kit di ingresso; la mancanza o la presenza solo formale di un diritto di recesso e l'assenza dei diritti di rimborso e di informazione; la complessità dei meccanismi di uscita dallo schema; la ricerca di nuovi membri allo scopo di introdurre liquidità e non meramente a scopo pubblicitario.

Dunque, in seguito alla disamina delle norme in materia a livello nazionale e alla considerazione, come termine di confronto, dell'esempio statunitense, è stato possibile mostrare che le strutture piramidali, trovandosi sul confine tra il lecito e l'illecito, hanno la possibilità di svilupparsi in entrambe le direzioni. Inoltre, e a maggior sostegno della tesi circa la necessità di una migliore regolamentazione sul punto allo scopo di poter sfruttare al meglio le potenzialità di questi schemi, è stato possibile sostenere che

l'utilizzo degli schemi di vendita piramidale, come accade nel *multilevel marketing*, risulta vantaggioso per l'azienda a monte sotto diversi aspetti e in particolare dal punto di vista della riduzione dei costi di pubblicità del prodotto e di analisi delle esigenze dei consumatori.

Dal punto di vista legislativo, si è invece osservata una carenza nel settore nazionale, soprattutto nell'elasticità nell'applicazione dei principi interpretativi sviluppati in diversi ambiti territoriali – e facciamo particolare riferimento al criterio della prevalenza – e nella capacità di adeguare le già esistenti categorie e definizioni giuridiche ad un mondo contrattuale in evoluzione e segnato da esperienze normative diverse e globalizzate, di cui, per l'appunto, le vendite piramidali costituiscono un esempio.

L'analisi della normativa nazionale in materia di schemi piramidali comporta anche una necessaria riflessione sulla sufficienza della legislazione nella limitazione dello scoppio di bolle nascenti da meccanismi di tipo centralizzato, come gli schemi piramidali e Ponzi. Sul punto si può affermare che le norme attualmente presenti e già analizzate, in particolare la legge del 2005 numero 173, se interpretate e applicate correttamente e senza eccessive rigidità, dovrebbero assolvere al ruolo predetto. Infatti, l'elemento determinante la creazione della bolla è da individuare nel meccanismo di finanziamento del sistema. Finché il sistema si nutre unicamente di denaro immesso come conseguenza del mero ingresso di nuovi soggetti, l'esplosione risulta evento ineliminabile poiché manca una vera fonte di reddito.

Diversamente, il sistema diventa sostenibile nel momento in cui si configura come una piramide ma al contempo come una vera struttura di vendita avente ad oggetto un bene esistente. Infatti, questa conformazione permette allo schema di ottenere sostentamento, non solo dalle quote di ingresso dei nuovi partecipanti, ma anche dalle vendite realizzate da tutti i membri. Così, anche quando una struttura di vendite di tale tipologia non avesse più possibilità di espansione ulteriore, potrebbe ugualmente rimanere vitale perseguendo l'attività di vendita diretta.

Infine, possiamo dire che la tesi risponde all'obiettivo di realizzare un'indagine delle possibili applicazioni delle strutture piramidali in ambito di vendite di beni materiali e immateriali, marcando un confine netto tra due intenti: da un lato, quello di una predisposizione truffaldina di uno schema decettivo, dall'altro, quello di una implementazione delle vendite unita ad una riduzione dei costi per l'azienda produttrice.



## 9. Bibliografia

50minutes.com (2015), “*Ponzi Scheme. Learn to detect scams and take care of your money.*”, <https://www.perlego.com/book/9329/ponzi-scheme-avoid-scam-investments-pdf>

AMOAHA Benjamin (2018), “*Mr Ponzi with Fraud Scheme is Knocking: Investors Who May Open.*”, in *Global Business Review*, Vol. 19, No. 5, SAGE Publications

ARVEDLUND E. Erin (2001), “*Don't Ask, Don't Tell: Bernie Madoff is so secretive, he even asks his investors to keep mum*”, in *Barron's*

BANFI Albert, BIASIN Massimo, BORRONI Mariarosa; ORIANI Marco; RAGGETTI Gianmario (2018), “*Economia degli intermediari finanziari.*”, Novara, Isedi

Valentina Barela, “*Nuove fisionomie di consumatori e professionisti. Un'ipotesi applicativa: network marketing*”, in *Comparazione e diritto civile*, [https://www.comparazionediritto.civile.it/data/uploads/colonna%20sinistra/6.%20obbligazioni%20e%20contatti/fisionomie\\_barela.pdf](https://www.comparazionediritto.civile.it/data/uploads/colonna%20sinistra/6.%20obbligazioni%20e%20contatti/fisionomie_barela.pdf)

BARELA Valentina (2017), “*Vendita multilevel e parametri di tutela in Italia e negli USA.*”, Torino, Giappichelli Editore

BASU Kaushik (2014), “*The Ponzi Economy.*”, in *Scientific American. Nature America*. Vol. 310, No. 6, pp. 70-75

BATTELLI Ettore (2019), “*Vendite a domicilio e piramidali: una disciplina ancora attuale. Le nuove fattispecie all'attenzione dell'AGCM*”, romatrepress, <https://romatrepress.uniroma3.it/wp-content/uploads/2019/12/Vendite-a-domicilio-e-piramidali-una-disciplina-ancora-attuale.-Le-nuove-fattispecie-all%E2%80%99attenzione-dell%E2%80%99AGCM.pdf>.

BELTRATTI Andrea (2022), “*Investimenti finanziari.*”, Milano Egea

BERNARD Carole, BOYLE Phelim (2009), “*Mr. Madoff's Amazing Returns: an analysis of the Split-Strike Conversion Strategy.*”, in *Journal of Derivatives*, Vol. 17, No.1

BERTOCCO Giancarlo (2005), “*Alcune osservazioni sulla relazione tra incertezza e moneta in Keynes*”, Quaderni della facoltà di economia dell’università dell’Insubria, Varese

BHARGAVA Nikhil (2009), “*Broker-Dealers and Investment Advisers: the administration’s plan for the future of regulation.*”, in *Administrative Law Review*, Vol. 29, No. 4, pp. 907-918, American Bar Association

CARROLL Michael P., MORVILLO Richard J. (2010), “*Auditor Liability in the Current Environment: how to protect yourself.*”, New York, *Practising Law Institute*

CHIADÒ Fiorio Elena, CIRAVEGNA Daniele, PELLEGRINI Luca, HAINES Martine, BERRETTINI Cristina, BERRY Richard, FALDUTO Leonardo, DE MASI Domenico (1998) “*Il marketing multilivello: la nuova frontiera del marketing. Aspetti economici, giuridici e sociologici.*”, Università di Torino, Ufficio Relazioni Esterne AMWAY Italia

CLAUSS Pierre, RONCALLI Thierry, WEISANG Guillame (2009), “*Risk Management Lessons from Madoff Fraud.*”, in *International Finance Review*, Vol. 10, pp. 505-543, Emerald Group Publishing Limited

CNDCEC – Consilio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2023), “*Il risarcimento del danno da illecito anitrust.*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti

D’ALESSANDRO Francesco (2014), “*Regolamenti del mercato, enforcement e sistema penale. Itinerari di diritto penale.*”, Torino, Giappichelli Editore

DASH Mike (2023) “*La febbre dei tulipani. La prima grande crisi economica della storia.*”, Milano, BUR Rizzoli

DEGASPERI Gianni (1999), “*La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger*”, Tech Report No. 5; Alea – Centro di ricerca sui rischi finanziari, Università di Trento

DE LUCA Giuseppe (2015), *“Le crisi finanziarie dalla Tulipanomania alla bolla del 1978: lezioni dalla storia.”*, in *Italiano LinguaDue*, No. 2, Università degli Studi di Milano

DI GIOVINAZZO Viviana (2014), *“Gli economisti dissenzienti. Hyman Minsky.”*, in *ParamondOnline*, Pearson

DI GIOVINAZZO Viviana (2014), *“Nel lungo periodo siamo tutti morti. John Maynard Keynes”*, in *Paramond*, Pearson

DI VIZIO Fabio (2016), *“Tutela penale del risparmio: forme di repressione degli abusi nell'erogazione del credito e nella gestione degli investimenti.”*, in *Questione giustizia*, Roma, Associazione Magistratura Democratica

GAROFOLI Roberto (2017), *“Manuale di Diritto Penale. Parte speciale. Tomo III.”*, IV Edizione, Molfetta, N. Editore

GRATTAGLIANO Ignazio, CATANESI Roberto, CARUCCI Fulvia, DI MARCANTONIO Michele (2019), *“Criminalità economica: il caso Madoff.”*, in *Rassegna Italiana di Criminologia*, Anno XIII, No. 2, pp. 102-111; Pensa MultiMediaEditore

GREGORIOU Greg N., LHABITANT François-Serge (2009), *“Madoff: A Riot of Red Flags”*, Edhec Risk and Asset Management Research Centre, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1335639](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639)

HEYDENBURG Michael R. (2015), *“The Ponzi Scheme as a Deception Operation: the Bernie Madoff case Study.”*, in *American Intelligence Journal*, Vol. 32, No. 2, pp. 27-34, National Military Intelligence Foundation

HOSSAIN Md. Uzzal (2022), *“An Analysis of Madoff Investment Securities: How The Biggest Financial Scam Took Place and The Failure of Assurance Service”*, <https://ssrn.com/abstract=4365065>

JACOBS Pearl, SCHAIN Linda (2011), *“The Never Ending Attraction of Ponzi Scheme.”*, in *Journal of Comprehensive Research*, No. 9, pp. 40-46

KATZENSTEIN J. Peter, NELSON Stephen, VATTA Alessia (2011), “*Incertezza e rischio in tempi difficili.*”, in *Stato e mercato*, No. 93, pp. 369-393, Il Mulino

KLOCK Mark (2010), “*Lessons Learned from Bernard Madoff: why we should partially privatize the Barney Fifes at the SEC*”, in *Arizona State Law Journal*, *Forthcoming*, <https://www.researchgate.net/publication/228126054>

LANDE Lawrence, CONGDON Tim (1991), “*John Law and the invention of paper money*”, in *RSA Journal*, Vol. 139, No. 5414, pp. 916-928, Royal Society for the Encouragement of Arts, Manufactures and Commerce

LEWIS S. Lionel (2016), “*Bernard Madoff and His Accomplices. Anatomy of a Con.*”, Santa Barbara; Praeger

LEWIS S. Lionel (2017), “*Con Game. Bernard Madoff and his victims.*”, New York, Routledge

LEWIS S. Lionel (2010), “*Madoff’s Victims and Their Day in Court*”, in *Culture and Society*, Vol. 43, pp. 439-450

MACCARI Patrizia, “*Storia di una crisi economica*”, in *ParamondOnline*, Pearson

MARKOPOLOS Harry (2005), “*The World’s Largest Hedge Fund is a Fraud.*”, <https://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509/exhibit-0293.pdf>

MUGARURA Norman (2016), “*The use of anti-money laundering tools to regulate Ponzi and other fraudulent investment schemes.*”, in *Journal of Money Laundering Control*, Londra, Emerald Publishing Limited

PENSO DE LA VEGA Joseh (2013), “*Confusion de Confusiones [1688]. Portions Descriptive of the Amsterdam Stock Exchange.*”, Martino Fine Books, Ristampa del 1957, traduzione di Hermann Kellenbenz

PERRI Stefano (2022), “*La macroeconomia keynesiana: premessa ai moderni modelli di crescita economica*”, Università di Macerata,



<https://docenti.unimc.it/stefano.perri/teaching/2022/26510/files/dispense-parte-i/3-keynes>.

PRESSMAN Steven (1998), “*On Financial Fraud and Their Causes: Investor Overconfidence*”, in *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 57, No. 4, pp. 405-421

SHILLER Robert J. (2009), “*Euforia irrazionale. Alti e Bassi di Borsa.*” Bologna; ilMulino

SILIPO Damiano Bruno (2009), “*Minsky e la crisi finanziaria*”, Università della Calabria

SMITH Randall (1992), “*Wall Street Mystery Features a Big Board Rival.*”, in *The Wall Street Journal*

SPALDING Albert D., WARWICK-YOUNG WALSH Antoine (2012), “*Recognizing and responding to red flags: The Stanford Ponzi Scheme.*”, in *Journal of Legal Issues and Case Business*

SPRINGER Marie (2020), “*The Politics of Ponzi Schemes. History, Theory, and Policy.*”, New York, Routledge

TAYLOR Jon M. (2000), “*When Should an MLM or Network Marketing Program Be Considered an Illegal Ponzi Scheme?*”, <https://sequenceinc.com/fraudfiles/wp-content/uploads/2011/03/illegalpyramidscheme.pdf>

TURRI Lia Lucilla, PANEBIANCO Mauro, STEFANIN Giovanni, Fondo Master Feeder, PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), <https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/master-feeder.pdf>

U.S. SEC, “*Litigation Release No. 20901/February 17, 2009. Securities and Exchange Commission v. Stanford International Bank, et al., Case No. 3-09CV0298-L (N.D.TX.). Sec Obtains Temporary Restraining Order, Asset Freeze, And Other Relief Against Defendants*”, <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr-20901>

U.S. SEC, OIG – United States Securities and Exchange Commission Office of Inspector General (2009), “*Report of investigation. Investigation of Failure of the SEC To Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme. Case No. OIG-509*”, <https://www.sec.gov/files/oig-509-exec-summary.pdf>

François R. VELDE (2007), “*John Law’s System*”, in *The American Economic Review*, Vol. 97, No. 2, pp. 276-279, American Economic Association

WINTER Spencer (2012), “*The law of Ponzi Payouts*”, in *Michigan Law Review*, Vol. 111, No. 1, University of Michigan Law School

## 10. Sitografia

AGCM, <https://www.agcm.it/>, consultato in ottobre 2023

AGCM, PS7621 - PS8171 - PS8202 - Vendite piramidali: Antitrust accende faro sulle vendite multilivello illecite e sanziona Vemma Italia, Asea Italy e Organo Gold Europe per pratiche commerciali scorrette con multe pari a complessivi 500mila euro, <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2014/3/alias-6815>, consultato in novembre 2023

BABENER Jeff, *“MLM Laws in 50 States”*, <https://www.mlmllegal.com/statutes.html>, consultato in ottobre 2023

BANCO BPM, *“Penny stocks”*, Glossario, <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/penny-stocks/>, consultato in ottobre 2023

BENETAZZO Eugenio (2018), *“Lo schema Zarossi”*, <https://eugeniobenetazzo.com/la-storia-dello-schema-ponzi-agli-inizi-del-novecento/>

BRACCILI Gabriella (2021), *“La frode aziendale e il profilo del frodatore”*, <https://scienzecriiminologiche.com/2021/08/10/la-frode-aziendale-e-il-profilo-del-frodatore/>, consultato in settembre 2023

CHEBANCA! – Gruppo Mediobanca, *“Certificati di deposito”*, <https://www.chebanca.it/public/investimenti/emissioni/certificati-di-deposito>, consultato in ottobre 2023

CONSOB, *“Alcuni casi storici. Carlo Ponzi. Bernard Madoff”*, <https://www.consob.it/web/investor-education/alcuni-casi-storici->, consultato in agosto 2023

CONSOB, *“I derivati”*, <https://www.consob.it/web/investor-education/i-derivati>, consultato in ottobre 2023

CONSOB, *“Gli abusivismi finanziari”*, <https://www.consob.it/web/investor-education/gli-abusivismi-finanziari>, consultato in ottobre 2023

CONSOB, *“Rischi dell’investimento”*, <https://www.consob.it/web/investor-education/rischi-dell-investimento>, consultato in settembre 2023

DEFENDI Gianluca (2021), *“L’instabilità finanziaria di Minsky”*, in *Milanofinanza* [https://www.milanofinanza.it/investimenti-trading/l-instabilita-finanziaria-di-minsky-202109071004547303?refresh\\_cens](https://www.milanofinanza.it/investimenti-trading/l-instabilita-finanziaria-di-minsky-202109071004547303?refresh_cens), consultato in novembre 2023

DODGE Angela, Public Affairs Officer (2012), *“Department of Justice Allen Stanford Convicted in Houston for Orchestrating \$7 billion Investment Fraud Scheme”*, <http://www.usdoj.gov/USAO/TXS>, consultato in ottobre 2023

FBI – The Federal Bureau of Investigation (2009), *“Bernard L. Madoff Charged in 11-Count Criminal Information”*, <https://archives.fbi.gov/archives/newyork/press-releases/2009/nyfo031009.htm>, consultato in ottobre 2023

FSFI – Federazione fra le Società Filateliche Italiane (2016), *“I buoni di risposta internazionale”*, <http://expo.fsfi.it/cadetti2016/exhibits/empoli/04Nardone.pdf>, consultato in settembre 2023

FEDERAL TRADE COMMISSION – consumer advice, *“Multi-level Marketing Business and Pyramid Scheme”*, <https://consumer.ftc.gov/articles/multi-level-marketing-businesses-pyramid-schemes>, consultato in novembre 2023

FEDERAL TRADE COMMISSION – Protecting America’s Consumers, *“Mission”*, <https://www.ftc.gov/about-ftc/mission>, consultato in novembre 2023

GEORGE Elesha (2022), *“US financial services regulator to begin public hearing against convicted felon, Leroy King”*, in *Observer*, <https://antiguaobserver.com/us-financial-services-regulator-to-begin-public-hearing-against-convicted-felon-leroy-king/>, consultato in ottobre 2023

GRUPPO BANCO (BPM), *“Penny stocks”*, in *Glossario*, <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/penny-stocks/>, consultato in ottobre 2023

INTERNATIONAL BANKER, *“Charles Ponzi (1920)”*, <https://internationalbanker.com/history-of-financial-crises/charles-ponzi-1920/>, consultato in settembre 2023

MENOZZI Sonia (2020), *“Sistemi di vendita piramidali: perché sono vietati?”*, <https://avvocatomenozzi.it/sistema-vendita-piramidale/>, consultato in ottobre 2023

SEC, <https://www.sec.gov/>, consultato in ottobre 2023

SEC, “*Ponzi Scheme*”, <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/ponzi-scheme>, consultato in settembre 2023

SIPC, <https://www.sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund>, consultato in novembre 2023

THE NEW YORK TIMES (2009), “*Texas Financier and Antiguan Official Accused of Fraud*”, <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2009/06/19/texas-financier-and-antiguan-official-indicted-in-fraud/>, consultato in Settembre 2023

THE UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE ARCHIVES, <https://www.justice.gov/archives/jm/criminal-resource-manual-940-18-usc-section-1341-elements-mail-fraud>, consultato in ottobre 2023

United States Courts; Securities Investors Protection Act (SIPA), <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/securities-investor-protection-act-sipa>, consultato in novembre 2023

UPU – Universal Postal Union, “*International reply coupons*”, [https://www.upu.int/en/Universal-Postal-Union/Activities/Philately-IRCs/International-Reply-Coupons-\(IRCs\)](https://www.upu.int/en/Universal-Postal-Union/Activities/Philately-IRCs/International-Reply-Coupons-(IRCs)), consultato in settembre 2023