

Che cos'è un derivato?

Appunti per una ricerca tutta da fare

Achille C. Varzi
Department of Philosophy, Columbia University

[Versione finale pubblicata in Appendice a: Alberto Berrini, *Le crisi finanziarie e il "Derivatus paradoxus"*, Saronno, Editrice Monti, 2008, pp. 143–171.]

«Ci sono più cose in cielo e in terra di quante se ne sogni la tua filosofia».¹ Amleto si rivolgeva ad Orazio, ma le sue parole risuonano ancora oggi come un monito severo per chiunque – e siamo in tanti – si ostini a voler costringere la meravigliosa diversità dell'universo che ci circonda entro schemi categoriali ottusi e limitati. Per la verità c'è anche il rischio opposto, come osservava Nelson Goodman: «Ci sono filosofie che si sognano di cose che non stanno né in cielo né in terra»². Tuttavia è difficile negare che le grandi rivoluzioni copernicane si verificano proprio quando riusciamo ad ampliare i nostri orizzonti e uscire dal provincialismo ontologico che ci tiene imprigionati. Questo vale per le scoperte astronomiche (le galassie, i buchi neri) così come per quelle microscopiche (l'antimateria, i quark, le stringhe). E vale ogniqualvolta ci troviamo dinnanzi a qualcosa che non sappiamo come classificare perché ci manca la categoria, come i coloni australiani dinnanzi ai primi esemplari di quell'animale che oggi chiamiamo *ornitorinco*: non un mammifero, per via delle uova; non un rettile, per via del sangue caldo; non un uccello, per via delle zampe. Nessuno si era mai sognato potesse esserci una bestia siffatta, eppure eccola lì, come dice Umberto Eco citando Lesson, sdraiata «di traverso sul sentiero del metodo tassonomico per provarne la fallacia»³.

¹ W. Shakespeare, *Amleto*, atto I, scena V.

² N. Goodman, *Fatti, ipotesi e previsioni*, Laterza, Roma/Bari 1985 (ed. originale: *Fact, Fiction, and Forecast*, Athlone, Londra 1954), p. 34.

³ U. Eco, *Kant e l'ornitorinco*, Bompiani, Milano 1997, p. 216.

Probabilmente Amleto non aveva in mente nessuno di questi casi, e forse non aveva affatto in mente casi particolari. Il suo è un monito generale, di quelli che lasciano il segno proprio perché continuano a valere ad ogni *upgrade* del sistema categoriale a cui facciamo riferimento. Detto questo, non mi sembra un'esagerazione dire che tra le tante cose di cui i filosofi non si sono mai sognati, tra quelle cose che sfuggono alle griglie analitiche della metafisica tradizionale, ve ne siano molte che appartengono alla nostra quotidianità prima ancora che alle sfere più remote dell'esperienza. Abbiamo fatto fatica a trovare un posto per i buchi neri, le stringhe, l'ornitorinco. Ma in un certo senso facciamo ancora più fatica a capire che cosa sia un'opera d'arte, un'istituzione, un contratto, un gioco, una battuta di spirito, uno scacco matto. Facciamo cioè fatica a «classificare» tutte quelle cose di cui si compone non già il mondo naturale che ci capita di abitare, ma il mondo sociale che noi stessi siamo andati costruendo. Che questo secondo mondo sia in ultima analisi *riducibile* al primo è di per sé una tesi filosofica interessante e appassionante, e probabilmente vera. Ma in attesa di un'eventuale riduzione, in attesa della formula magica che consenta di tradurre le leggi dell'economia nel linguaggio della biologia o le leggi dell'auditel in quello della meccanica quantistica, faremmo bene a riconoscere la necessità di una riflessione seria, ancorché provvisoria, su queste cose. Che cos'è il denaro? Che cos'è una mancia? Che cos'è una merce? Sicuramente una merce non è un semplice corpo materiale; ma come ha scritto Marx, non appena cerchiamo di andare più a fondo ci accorgiamo che si tratta di «cosa imbrogliatissima, piena di sottigliezza metafisica e di capricci teologici»⁴. Che cos'è un ristorante? Un'università? Uno stato? Sicuramente l'Italia non è un semplice lembo di territorio; ma come ha scritto Régis Debray, nessuno ha mai *visto* uno stato, «né a occhio nudo, né al microscopio, né in una foto presa dall'aereo»⁵.

A costo di spararla grossa, credo che anche quando cerchiamo di spiegare fenomeni come quelli di cui si tratta in questo libro – la crisi finanziaria e tutto ciò l'accompagna – buona parte della difficoltà risieda proprio nella povertà delle categorie ontologiche con le quali ci troviamo a lavorare. Giu-

⁴ K. Marx, *Il Capitale*, libro I, cap. 1, §4.

⁵ R. Debray, *Lo stato seduttore*, Editori Riuniti, Roma 1997, p. 54 (ed. originale: *L'état seducteur*, Gallimard, Parigi 1993).

seppe Gallo afferma che il fenomeno è sintomo del fallimento del paradigma economico neoliberista e della sua politica economica ma aggiunge anche, giustamente, che «lo scacco ... di un paradigma non coincide con la conoscenza dei fattori strutturali che hanno concorso a determinarlo»⁶. Ogni sintomo rinvia a una malattia, ma ogni malattia rinvia a un fattore di disturbo, e se è difficile individuare di volta in volta *quali* siano i fattori rilevanti, ancora più difficile è capire *che cosa* siano. Per Marx, i sintomi della malattia che avrebbe portato al decesso del capitalismo si nascondevano nella natura «imbrogliatissima» della merce, e non è un caso che il primo libro del *Capitale* cominci proprio da lì. Il primo libro del *Capitale* è un testo di metafisica bell'e buona, perché se non sappiamo con che razza di creatura abbiamo a che fare non possiamo pretendere di capire quali leggi ne determinano il comportamento. Analogamente, i sintomi del fallimento del paradigma neoliberista si manifestano nell'attuale crisi finanziaria, e capire che i derivati sono tra i principali fattori alla base della malattia è di importanza cruciale. Ma se non sappiamo che cos'è un derivato – non nel senso puramente economico del termine, così come possiamo trovarlo definito sulle pagine de *Il Sole 24 Ore*, ma in un senso propriamente ontologico – allora ci resta ancora del lavoro da fare, e non è escluso che proprio lì si nascondano i germi della rivoluzione (copernicana) che prima o poi investirà il nostro modo di concepire l'economia e le leggi che la governano. Che cos'è un derivato? Che posizione occupa nel sistema di categorie di cui ci serviamo per classificare le cose di questo mondo? E prima ancora: abbiamo una categoria che faccia al caso?

Ammettiamolo: se c'è qualcosa di cui i filosofi non si sono mai sognati, i derivati sono un ottimo esempio. Per la verità, Alberto Berrini mi ha rammentato che, in un certo senso, l'idea di derivato risale nientemeno che a un filosofo, e precisamente al primissimo filosofo che la storia ricordi: Talete di Mileto. È una specie di leggenda metropolitana, ma la fonte è autorevole. Nella *Politica*, Aristotele racconta infatti che Talete, «avendo previsto in base a calcoli astronomici un'abbondante raccolta di olive, ancora in pieno inverno, pur disponendo di poco denaro si accaparrò tutti i frantoi di Mileto e di Chio per una cifra irrisoria, dal momento che non ve n'era alcuna richiesta; quando giunse il tempo della raccolta, cercando in tanti urgen-

⁶ Cfr. *infra*, «Prefazione», p. ...

temente tutti i frantoi disponibili, egli li affittò al prezzo che volle imporre, raccogliendo così molte ricchezze e dimostrando che per i filosofi è molto facile arricchirsi, sebbene non sia questa la loro preoccupazione».⁷ Anche Cicerone riporta l'aneddoto, badando bene di spiegare che quando i filosofi usano la testa per prevedere eventi futuri, «li possiamo chiamare “prudenti”, cioè “preveggenti”, ma certamente non dotati di divinazione».⁸

Purtroppo temo che né Aristotele né Cicerone avessero le idee chiare. Se davvero il nostro filosofo aveva fatto incetta di *tutti* i frantoi, a quel punto non serviva aver previsto un grande raccolto: *qualunque* raccolto sarebbe andato bene per arricchirsi subaffittando i frantoi. È questo il potere del monopolio. I calcoli astronomici erano superflui. Piuttosto, la bravura di Talete sta nell'aver fatto bene i suoi calcoli quando venne il momento di fissare i prezzi per l'affitto a fronte del raccolto: una tariffa troppo bassa non avrebbe portato alcuna ricchezza, e una tariffa troppo elevata avrebbe indotto i produttori d'olio di Mileto e di Chio (ben consapevoli di non poter a loro volta vendere la merce a prezzi esagerati) a importare le macchine per la frangitura da qualche altra città. Comunque sia, resta il fatto che l'Asia Minore del VII-VI secolo a.C., con la sua economia a base di olive e tappeti, era ben altro mondo rispetto al nostro, dove l'economia si regge in buona parte sul potere magico dei derivati *in quanto tali*. E che dinnanzi a queste creature non si sappia che categorie usare è un dato che mi sembra indiscutibile.

* * *

Proviamo a fare l'esercizio. Quantomeno, cerchiamo di impostarlo cominciando col chiederci quali siano le opzioni. Ce ne sono fondamentalmente due: o i derivati sono entità di un certo tipo che già conosciamo, nel qual caso si tratta di *svelarne* la natura; oppure i derivati sono una specie del tutto *nuova*, nel qual caso si tratta invece di riconoscere la necessità di una categoria della quale non ci eravamo mai sognati. Per riprendere l'analogia con le tassonomie biologiche, i derivati sono un po' come l'ornitorinco, e si tratta di capire se abbia fatto meglio lo zoologo scozzese William Hay Caldwell (che finì col classificare quello strano oviparo tra i mammiferi)

⁷ Aristotele, *Politica*, A 11, 1259a

⁸ Cicerone, *Sulla divinazione*, I 49, 111.

oppure l'illustre teratologo francese Etienne Geoffroy de Saint-Hilaire (che invece creò *ex novo* la categoria dei monotremi).⁹

Se prendiamo la letteratura di settore, cioè quella di taglio economico-finanziario, la prima opzione sembrerebbe giustificare un certo ottimismo. Christian Marazzi, per esempio, definisce i derivati alla stregua di «prodotti finanziari che si comprano e si vendono come qualsiasi altra merce», salvo per il fatto che «sono costruiti sulla base di un altro prodotto finanziario ad esso preesistente»¹⁰. Si tratta cioè di prodotti «che non hanno un valore “in sé”, ma un valore che *deriva* da prodotti sottostanti che possono essere i normali titoli azionari, le obbligazioni, le divise, le ipoteche, i debiti e i crediti, gli interessi, le materie prime come il petrolio, il grano, la carne bovina»¹¹. È una definizione piuttosto comune, e non c'è dubbio che spieghi bene l'etimologia del termine. Non solo, dal momento che non c'è limite al novero dei prodotti sottostanti, i quali possono in linea di principio includere qualunque bene o servizio normalmente scambiato sul mercato, si capisce anche perché i derivati stiano conquistando fette di mercato sempre più rilevanti. (Marazzi cita Robert Shiller, secondo il quale è solo questione di tempo prima che si arrivi a concepire *tutto* il PIL alla stregua di «sottostate» di derivati acquistati e venduti in Borsa¹².) Ciononostante, una definizione di questo tipo presuppone che ci siano delle merci o prodotti i quali, a differenza dei derivati, hanno un valore «in sé», e a ben vedere le cose stanno diversamente.

Prendiamo ad esempio l'oro. Che cosa fa sì che un pezzo d'oro abbia un certo valore? La risposta intuitiva, come anche quella di una certa tradizione in ambito socio-economico, è che l'oro è dotato di valore in ragione della sua natura fisica: è un *metallo prezioso*. Benissimo. Ma che cosa significa dire che un certo metallo è prezioso? Evidentemente, l'oro è prezioso in

⁹ La vicenda dell'ornitorinco è effettivamente molto istruttiva, fosse anche solo in senso metaforico. Cfr. Harriet Ritvo, *The Platypus and the Mermaid, and Other Figments of the Classifying Imagination*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 1997, e A. Moyal, *Platypus: The Extraordinary Story of How a Curious Creature Baffled the World*, Smithsonian Institution Press, Washington (DC) 2001.

¹⁰ C. Marazzi, *E il denaro va. Esodo e rivoluzione dei mercati finanziari*, Bollati Boringhieri, Torino 1998, p. 54.

¹¹ Ivi.

¹² R. J. Shiller, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, Clarendon Press, Oxford 1993.

quanto siamo noi a ritenerlo tale. E che cosa significa dire che un certo oggetto o una certa sostanza ha una determinata caratteristica *in quanto* noi riteniamo che sia così?

Il modo migliore per rispondere a questa domanda è quello di richiamarsi alla tradizionale distinzione tra caratteristiche *intrinseche* e caratteristiche *estrinseche*, o *dipendenti dall'osservatore*. Le caratteristiche intrinseche di un oggetto sono quelle che risiedono interamente nell'oggetto medesimo. Per esempio, la massa, la forma e la composizione chimico-fisica di questo anello sono caratteristiche di tal genere: che l'anello le possieda dipende esclusivamente dall'anello. Non dipende da me, non dipende da voi e non dipende nemmeno dalla forza di gravità. Per contro, le caratteristiche estrinseche o dipendenti sono quelle caratteristiche la cui esistenza o il cui possesso da parte di un oggetto richiedono, appunto, l'esistenza o la presenza di un osservatore, di un soggetto, di un agente esterno. Un classico esempio di caratteristiche di questo tipo sono i colori. Una volta si pensava che i colori fossero caratteristiche intrinseche, ma con la fisica del XVII secolo si è capito che in realtà essi dipendono dall'osservatore. È intrinseco alla luce che si disperda quando viene riflessa dalle superfici, ed è intrinseco agli esseri umani che abbiano sensazioni soggettive di colore quando la luce riflessa dalle superfici degli oggetti colpisce i loro sistemi visivi. Ma i colori non sono intrinseci agli oggetti, dato che il loro possesso da parte di questi ultimi è relativo alle esperienze degli osservatori sotto l'effetto della luce. Altri esempi di caratteristiche estrinseche sono le cosiddette proprietà secondarie, come i suoni, i sapori e gli odori. Come già scriveva Galileo, «tolti via gli orecchi, le lingue e i nasi» queste cose «non sono altro che nomi, come appunto altro che nome non è il solletico e la titillazione, rimosse le ascelle e la pelle attorno al naso»¹³. Quindi, per tornare a quest'anello, è vero che è giallo, così come è vero che ha l'odore e il sapore tipici dell'oro, ma queste non sono proprietà intrinseche all'anello: se non ci fossimo noi – e forse dovremmo dire, più in generale, se non ci fossero organismi senzienti – non avrebbe senso attribuirle all'anello. Il fatto stesso che sia un *anello*, e precisamente una fede matrimoniale, riflette una caratteristica che non è intrinseca all'oggetto, perché dipende in modo cruciale

¹³ G. Galilei, *Il saggiaiore* [1623]; ora in *Le Opere di Galileo Galilei*, ed. nazionale a cura di A. Favaro, vol. VI, Barbèra Firenze, 1896, p. 348.

da noi, dai nostri costumi, dal fatto che nella nostra società vige l'istituzione del matrimonio. Dal punto di vista dell'«occhio di Dio», cioè dal punto di vista di chi è fuori dal mondo e dalla storia, quest'oggetto non è una fede matrimoniale così come non è giallo. È semplicemente un oggetto con una certa massa, una certa forma e una certa composizione chimico-fisica.

Ebbene, data questa distinzione, torniamo adesso al problema di attribuire un significato preciso alla nostra osservazione sul valore dell'oro. È evidente, infatti, che anche il *valore* di un oggetto è una caratteristica estrinseca. Dal punto di vista dell'«occhio di Dio», l'oro non ha valore proprio come non ha colore: siamo noi ad attribuirgli queste proprietà. Dire che l'oro è prezioso *in quanto* siamo noi a ritenerlo tale significa dunque dire che il suo essere prezioso non è una caratteristica intrinseca dell'oro; è una caratteristica che dipende da noi. E che le cose stiano davvero così si può capire con l'aiuto di un semplice esperimento mentale. Supponiamo di tornare indietro nel tempo e di considerare com'era il mondo *prima* che il genere umano facesse la sua comparsa. Diremmo che in quel mondo l'oro è un metallo prezioso? Sicuramente no. Diremmo che è un metallo, che ha un certo peso specifico, che possiede determinate caratteristiche chimico-fisiche, e così via; ma proprio come non potremmo dire che in quel mondo l'oro è giallo, allo stesso modo non potremmo dire che in quel mondo l'oro è prezioso. Questa è una proprietà che non appartiene all'oro in quanto tale, ma solo all'oro in quanto considerato da noi.

Tutto questo per dire che definire i derivati come delle merci o prodotti che non hanno un valore «in sé» non aiuta molto, dal momento che nessuna merce o prodotto ha un valore «in sé». Quello che vale per l'oro, infatti, vale per qualsiasi merce o prodotto. (Qual è il valore intrinseco del petrolio, di un pacchetto di sigarette, di una dose di eroina?) E se nessuna merce o prodotto ha un valore «in sé», allora tutte le merci o prodotti sono derivati. Non c'è da sorprendersi, quindi, se qualcuno abbia concluso che la definizione standard finisce con l'includere tra i derivati «anche la luna e le stelle», proponendo come unica soluzione ragionevole quella adottata dal giudice Potter Stewart nei confronti della pornografia: «Non ho idea di come si possa definire, ma quando la vedo la riconosco»¹⁴.

¹⁴ Cfr. C. L. Culp, *Risk Transfer: Derivatives in Theory and Practice*, Wiley, Londra, 2004, pp. 14-15, nota 1.

Si potrebbe pensare che il problema sia solo apparente. Per capire che cosa siano i derivati bisogna mettere l'accento sul fatto che il loro valore *deriva da prodotti sottostanti* (piuttosto che, per esempio, dalle nostre disposizioni ad attribuire loro un valore). Non mi è chiaro, tuttavia, se ciò possa costituire un passo in avanti significativo, visto che anche questa sembra una caratteristica comune a moltissimi altri prodotti. Quest'anello, tanto per limitarci al nostro esempio, non deriva il proprio valore dal legame sentimentale che rappresenta: sul piano commerciale, il suo valore deriva effettivamente da quello (a sua volta derivato) dell'oro. Naturalmente possono esserci casi speciali. Se si venisse a sapere che si tratta della fede matrimoniale che Nicolas Sarkozy ha consegnato all'anulare di Carla Bruni, allora il valore commerciale dell'anello non dipenderebbe da quello dell'oro di cui è fatto se non in misura irrisoria: il suo valore sarebbe di gran lunga superiore rispetto a quello che aveva in negozio prima dell'acquisto da parte del romantico Presidente francese. Tuttavia credo che anche in questo caso si possa individuare il sottostante a cui fare riferimento: forse il matrimonio stesso, in quanto evento sociale, o forse il *caché* pagato dai fotografi a cui è stato concesso di presenziare la cerimonia. Non sono sicuro. Il punto generale, comunque, è che si tratta di capire *in che senso* il valore dei derivati deriva da quello dei prodotti sottostanti. E se le cose stanno così, allora siamo al punto di partenza: si tratta di capire che cosa significa «prodotto derivato» *nel senso che ci interessa*.

Altra possibilità: si potrebbe pensare che il problema derivi dall'incuria con cui si parla comunemente di *prodotti* derivati. A rigor di termini, i derivati sono dei *contratti*, e i contratti, anche quando diventano merce di scambio, sono entità molto particolari. Di sicuro quest'anello non è un contratto, e di sicuro non lo sono la luna e le stelle. In effetti penso che questo sia un punto importante, e avremo modo di ritornarvi. Tuttavia, anche in questo caso l'ottimismo iniziale si sgonfia non appena cerchiamo di capire meglio in che cosa consista il vantaggio di questa qualifica. Tanto per cominciare, come già accennavo all'inizio, la natura dei contratti è di per sé piuttosto sfuggente. Sono oggetti? Sono eventi? Sono l'una e l'altra cosa? Generalmente c'è un pezzo di carta stampata (o un corrispettivo elettromagnetico) sul quale si appongono delle firme (o qualcosa di analogo). Ma, appunto, se la carta è un oggetto, la firma di un contratto è un evento. Più precisamente, è un evento sociale: non è tanto il movimento della mano che co-

stituisce la sigla di un contratto, bensì quel gesto *in quanto* firma. E questo ci riporta al problema di cui sopra: tutti i contratti sono, almeno in senso lato, entità derivate. E poi, anche ammesso di riuscire a chiarirci le idee in proposito – per esempio insistendo anche in questo caso sul fatto che il senso pertinente di «derivato» rinvia al nesso tra il valore del contratto e quello di un certo *sottostante* – resta da chiarire una cosa importante: dove si nasconde il sottostante? Abbiamo un pezzo di carta (un oggetto) e abbiamo una firma (un evento), ma evidentemente nessuna di queste due cose costituisce il bene sul cui valore si costruisce il valore del contratto. Evidentemente, il bene in questione è qualcosa *a cui si fa riferimento* nel contratto stesso. Ma questo significa che per capire quale sia il sottostante di un derivato bisogna fare i conti con questioni di natura squisitamente *semantica*. Significa tirare in ballo il *significato* del contratto. E sul piano ontologico questo è un passo tutt'altro che banale. Se è vero che sin qui la fonte del problema risiedeva nel fatto che i derivati sono tra quelle cose «in cielo e in terra» di cui i filosofi non si sono mai sognati, i significati sono in prima fila nell'elenco di quelle cose che, pur figurando nei sogni (e negli incubi) di molti filosofi, non sembrano stare da nessuna parte. Per dirla con Willard Quine, quello di «un museo in cui gli oggetti esposti sono i significati e le parole sono le etichette» è un mito della semantica acritica¹⁵. Va da sé che esistono teorie «critiche» che si sforzano di non cadere nel mito, cioè di non presupporre un'indebita reificazione del nesso di significazione. Ma sono teorie complesse, controverse, dense di insidie e difficoltà. Insomma, se da un lato la nozione di derivato in quanto prodotto sembra indurre categorizzazioni troppo ampie, dall'altro quella di derivato in quanto contratto sembra risolversi in una definizione disgraziatamente problematica, e non è chiaro se per questa strada si riesca ad andare lontano.

* * *

Tant'è per la prima strategia, quella *à la* Caldwell: cercare di assegnare i derivati a una delle categorie di cui disponiamo già (posto, e non concesso, che a loro riguardo si abbiano le idee chiare). Tutto quello che mi sembra si

¹⁵ W. V. O. Quine, *La relatività ontologica e altri saggi*, Armando, Roma 1986 (ed. originale: *Ontological Relativity and Other Essays*, Columbia University Press, New York 1968), p. 60.

possa dire è che i derivati appartengono alla grande famiglia delle *entità sociali*. Ma dire questo è un po' come dire che l'ornitorinco appartiene al regno animale: siamo ben lontani dall'aver individuato la categoria di appartenenza in modo soddisfacente. Sicuramente siamo lontani da una caratterizzazione ontologica che possa risultare di qualche aiuto per capire la crisi finanziaria.

Proviamo allora l'altra strategia, quella *à la* Geoffroy: anziché insistere sulle caratteristiche che accomunano i derivati a certe altre entità, concentriamoci sulle differenze, sulle peculiarità di queste strane creature del nostro tempo. Qui il nostro esercizio è tutto in salita e non pretendo di svolgerlo in queste pagine. È proprio questa la ricerca «tutta da fare» a cui alludo nel titolo. Però può essere utile provare almeno a fissare dei paletti.

A questo fine è opportuno concentrarsi su un esempio schematico, anzi due. Solitamente si distinguono infatti due grandi famiglie di derivati: i cosiddetti *future*, consistenti in contratti che impegnano all'acquisto o alla vendita di un certo bene a una scadenza e a un prezzo prefissati, e le *opzioni*, consistenti in contratti che conferiscono il diritto (ma non l'obbligo) all'acquisto o alla vendita di un certo bene a una scadenza e a un prezzo prefissati. La differenza tra le due tipologie risiede nel fatto che mentre nel primo caso la contrattazione si basa sul valore *ipotizzato* che il bene sottostante avrà sul mercato alla data di scadenza – sicché il prezzo del derivato stesso rappresenta, come diceva bene Riccardo Sabbatini nella sua *Guida*, «il punto di equilibrio delle aspettative formulate dal mercato»¹⁶ – nel secondo caso la contrattazione si basa soltanto sul valore del *diritto* ad acquistare o vendere il prodotto sottostante al prezzo ipotizzato da un certo operatore (e non anche sull'effettivo prezzo futuro del sottostante). Concentriamoci dunque su un esempio schematico per ciascuna tipologia.

(1) Come esempio di *future*, può essere conveniente tornare agli albori del mercato dei derivati, quando le contrattazioni avevano per oggetto una merce comune (e non, per esempio, un prodotto finanziario, ovvero un prodotto appartenente a sua volta alla categoria dei derivati). L'operatore X è detentore di una certa merce, M, e l'operatore Y acquista M a un prezzo P che verrà pagato a X a una certa data D. Il valore V di M a D sarà di fatto

¹⁶ A. Sabbatini (a cura di), *Guida ai prodotti derivati*, supplemento a *Il Sole 24 Ore*, 30 ottobre 1996, pp. 2–3.

determinato dal mercato, ma il prezzo P che Y pagherà a X è fissato in anticipo e unicamente sulla base delle previsioni congiunte dei due operatori (e su eventuali costi di stoccaggio, spese di assicurazione contro i rischi di deperimento di M , ecc.). Al sopraggiungere di D , se il valore effettivo V della merce M sarà maggiore di P , l'operatore Y registrerà un guadagno (e X una perdita) pari a $V - P$; se invece V sarà minore di P , Y registrerà una perdita (e X un guadagno) pari a $P - V$.

(2) Esempio di *opzione*. L'operatore X è detentore di una certa merce, M , e l'operatore Y acquista da X per un certo importo I il diritto ad acquistare M da X a una certa data D a un prezzo P (maggiore di I) che al momento del contratto entrambi giudicano conveniente. Come nel caso (1), il valore V di M a D sarà di fatto determinato dal mercato, ma il prezzo P che Y pagherebbe a X è fissato in anticipo e unicamente sulla base delle previsioni dei due operatori (e su eventuali costi di stoccaggio, assicurazione, ecc.). Al sopraggiungere di D , se il valore effettivo V della merce M sarà maggiore della somma $I + P$, l'operatore Y avrà tutto l'interesse ad acquistare M pagando P a X (il quale registrerà una perdita complessiva pari a $V - (I + P)$); se V sarà minore della differenza $P - I$, Y avrà tutto l'interesse a non pagare P lasciando M a X (e registrando una perdita contenuta, pari a I , a fronte di un guadagno complessivo di X pari a $I + (V - P)$); negli altri casi, Y è libero di acquistare M o di lasciare M a X sacrificando la spesa iniziale I .

Ora, la prima cosa da notare, in entrambi i casi, è che il numero delle variabili è elevato. Capire *che cosa* sia un future o un'opzione significa innanzitutto capire bene il peso di tutte queste variabili. Ancora più importante, tuttavia, è il peso di quei fattori che si nascondono dietro le variabili esplicite. Mi limito a segnalarne tre.

Innanzitutto, notiamo come la nozione stessa di *valore* di un derivato sia di natura diversa rispetto a quella che si riferisce ai beni sottostanti. In buona sostanza, il valore della merce M , quello previsto (P) come quello effettivamente determinato dal mercato (V), si misura in soldoni; il valore del contratto si misura invece in termini di convenienza o sconvenienza. Nel caso dei future potremmo anche pensare di identificare queste entità con il *valore assoluto* della differenza $V - P$ (valore che prende segno positivo per uno dei due contraenti e negativo per l'altro), ma così facendo perderemmo di vista diversi elementi che pure sembrano conferire «valore aggiunto» alla

transazione: per esempio, il fatto che Y non sia tenuto a disporre della somma P al momento della sigla del contratto; oppure il fatto che Y possa beneficiare della disponibilità di P per tutto il tempo che precede D (per esempio investendo il denaro in Borsa), così come il fatto che X possa beneficiare del possesso di M per tutto il tempo che precede D (fatto che in certi casi può essere tutt'altro che irrilevante: supponiamo che M non sia un sacco di farina o una partita di tela ma un lotto di automobili o un pacchetto azionario); oppure semplicemente il fatto che sia X che Y possono considerare l'affare fatto e dedicarsi ad altre attività sino al sopraggiungere di D. Nel caso delle opzioni, questi fattori sono ancora più complessi. È vero che in questo caso il contratto stesso ha un costo, I, così come è vero che anche qui si potrebbe identificare la convenienza o sconvenienza complessiva della transazione con un certo valore assoluto determinato dai parametri V e P (oltre a I). Ma è evidente che il vero «valore» del contratto sta altrove. Non solo valgono le considerazioni appena fatte per i future. In questo caso è evidente che, dal punto di vista di Y, un ulteriore fattore trainante è il cosiddetto *leverage*, o «effetto leva»: la possibilità di controllare una somma elevata (P) a fronte di una piccola spesa (I), con tutta la tranquillità psicologica che ne deriva. Ed è altresì evidente che, dal punto di vista di X, il valore aggiunto del contratto risiede proprio nella tranquillità derivante dall'aver coperto almeno in parte un eventuale deprezzamento di M. Sono solo esempi, e si moltiplicano nel momento in cui si passasse a considerare derivati di «secondo ordine», cioè future o opzioni in cui la variabile M si riferisce a sua volta a un prodotto finanziario o addirittura a un prodotto derivato, piuttosto che a una merce tradizionale.

Il secondo fattore nascosto è questo: comunque lo si vada a stimare, il valore di un derivato non deriva dal valore del sottostante, ma dall'*andamento* di quel valore. Questo è una caratteristica cruciale, dal momento che l'andamento di un certo valore di mercato può essere *influenzato* dagli stessi agenti finanziari; in particolare, il valore V di M può essere influenzato tanto da X come da Y, o da entrambi. Come a dire: se «ufficialmente» l'obiettivo dell'accordo tra X e Y è quello di ridurre il rischio legato alla variabilità dei prezzi di mercato di M, è evidente che X e Y avranno comunque tutto l'interesse a intervenire in prima persona nelle dinamiche del mercato al fine di convogliare il prezzo di M verso il valore P. È per questo motivo che i derivati vengono generalmente considerati una forma di spe-

culazione, sino a indurre autori come Guido Rossi ad affermare che la legge li dovrebbe «vietare espressamente, o controllare nel modo più severo»¹⁷. In effetti, nei casi più comuni Y è un risparmiatore, e siccome il tipico risparmiatore non ha le competenze necessarie per determinare con accortezza il valore di P (o prevedere il valore di V), si trova in una evidente condizione di asimmetria rispetto a X, che tipicamente è rappresentato da una banca. Ma il punto non è soltanto che uno dei due operatori può essere sprovveduto (e l'altro senza scrupoli). Questo è un problema pratico, per così dire. Sul piano teorico, il punto è che, nella misura in cui l'andamento del valore del sottostante risulta influenzabile dagli operatori finanziari, i meccanismi che determinano il valore del derivato non sono lineari. Più precisamente, non sono semplici meccanismi di «preveggenza». Può darsi che questo termine si applichi bene a Talete, che si affidò esclusivamente a calcoli legati al movimento della luna e dei pianeti. Oggi non è più così. Oggi abbiamo a che fare con contratti derivati in cui spesso i contraenti si impegnano in prima persona a far sì che il mercato si evolva in un certo modo. In breve, abbiamo a che fare con contratti in cui *prevedere è prestabilire*. (Di nuovo, le cose si complicano parecchio quando il sottostante è a sua volta un derivato: si capisce a questo punto perché ogni manifestazione di una crisi finanziaria acquisti istantaneamente dimensioni macroscopiche, visto che qualsiasi intervento può far crollare il delicatissimo gioco di equilibri condizionati su cui si regge l'intero sistema.)

Terzo fattore: non solo X e Y possono influenzare l'andamento del valore di mercato del sottostante. È il loro stesso accordo – il derivato stesso – che può avere quest'effetto. Non ho esempi concreti sottomano, ma se ho capito bene, la stipula di un contratto derivato costituisce di per sé un evento che il mercato dei sottostanti non può ignorare. Sapere che X e Y hanno concordato il prezzo P significa sapere che alla data D ci saranno clienti disposti a scambiare la merce M a quel prezzo, e ciò non può che ripercuotersi sui meccanismi che determinano il valore effettivo V. Di nuovo, prevedere è influenzare. Ed è così, o può essere così, indipendentemente dall'intervento diretto di X e Y. Quasi paradossalmente, questo significa che se da un lato i derivati derivano il loro valore dall'andamento dei sottostanti, dall'altro sono *i sottostanti stessi* a derivare il proprio valore (almeno

¹⁷ Cfr. G. Rossi, *Il mercato d'azzardo*, Adelphi, Milano 2008.

in parte) dall'andamento dei derivati. Una matassa assai ingarbugliata, non c'è che dire.

* * *

Come si vede, si tratta solo di alcuni spunti. Il lavoro da fare, prima di poter dire di aver capito *che cosa* sono i derivati, è tanto. Ma spero anche che cominci a risultare più chiaro per quale motivo sono convinto (ed è una convinzione che devo interamente a Berrini) che quando cerchiamo di spiegare fenomeni come quelli di cui tratta questo libro, buona parte della difficoltà risieda precisamente nella povertà del sistema categoriale al quale facciamo riferimento. E se le cose stanno così, il lavoro da fare non è solo un interessante esercizio filosofico: è un lavoro che può avere conseguenze importanti sul piano dell'analisi applicata.

Prima di concludere vorrei far notare un'ultima cosa. Se le considerazioni svolte sono corrette, i tre fattori citati sopra dimostrano che la dimensione *temporale* e quella *causale* acquistano una valenza cruciale ai fini della corretta determinazione dei derivati. Ma questo significa che anche la classificazione dei derivati nell'ampia categoria delle entità sociali è tutt'altro che scontata. Per meglio dire: i derivati sembrano sfuggire alla teoria generale con la quale si identificano le entità in questione, e questo è un ulteriore elemento di cui occorrerà tener conto nel lavoro da fare.

Che cosa recita la teoria generale? Come dicevo in apertura, siamo ancora lontani da una formulazione chiara: i filosofi si sono occupati fino alla nausea del mondo della natura, ma l'ontologia della realtà sociale è solo agli inizi. Semplificando un po', possiamo comunque dire che oggi, grazie soprattutto all'opera di John Searle¹⁸, c'è un certo consenso su due tesi fondamentali.

La prima tesi è che le entità sociali non sono ciò che sono in virtù delle loro caratteristiche *intrinseche* (nel senso precisato sopra con riferimento al valore delle merci). Prendiamo a titolo di esempio il denaro. Questo foglietto di carta stampata è una banconota da 50 euro e questo disco di metallo pressato una moneta da 2 euro. Evidentemente, non è grazie alle proprietà fisiche, chimiche, cromatiche, ecc. del foglio e del disco che possiamo ser-

¹⁸ J. R. Searle, *La costruzione della realtà sociale*, Edizioni di Comunità, Milano 1996 (ed. originale: *The Construction of Social Reality*, Free Press, New York 1995).

vircente per acquistare una camicia o pagare un cappuccino. Tant'è vero che quest'altra banconota che conservo nel portafoglio, una vecchia banconota da 2000 lire che fino a qualche anno fa mi avrebbe consentito di pagare il cappuccino, oggi è inutilizzabile sebbene abbia conservato quasi intatte le sue proprietà fisiche. (Può avere ancora un certo valore, ma in quanto pezzo d'antiquariato, non in quanto denaro.) Quindi: il denaro è qualcosa di reale e a modo suo tangibile, e ciononostante non *coincide* con il supporto materiale in cui lo troviamo incarnato. E ciò che vale per il denaro sembrerebbe valere per buona parte delle entità sociali, oggetti o eventi che siano. Certamente non è in virtù delle loro proprietà intrinseche che gli *objets trouvés* di Marcel Duchamp sono *opere d'arte*, così come non è in virtù delle loro proprietà intrinseche che le scatole *Brillo* di Andy Warhol si trovano al *Museum of Modern Art*: io ne ho di perfettamente simili e nessuno le degna di uno sguardo. Certamente non è in virtù delle loro proprietà intrinseche che quei gesti e quelle parole costituiscono un *matrimonio*, tant'è vero che non basta ripeterli per sposarsi di nuovo. E certamente non era in virtù delle sue proprietà intrinseche che Romano Prodi era Presidente del Consiglio, tant'è vero che da un giorno all'altro ha cessato di esserlo pur conservando, come possiamo supporre, tutte quelle proprietà che fanno di lui la persona che è. Ebbene, questo tratto distintivo delle entità sociali sembrerebbe caratterizzare anche le entità di cui ci stiamo occupando qui, i derivati. Come già abbiamo avuto modo di osservare, non è in virtù delle proprietà intrinseche di quella carta stampata o di quei movimenti della mano che si può dire che X e Y stanno firmando un *future*, o un'opzione.

Il problema riguarda la seconda tesi, che interviene a completare ciò che la prima tesi lascia irrisolto: se non è in virtù delle loro proprietà intrinseche che le entità sociali sono ciò che sono, a che cosa si deve la loro natura? Qui la risposta è un po' più complessa, ma in prima battuta possiamo riassumerla così: un'entità sociale è ciò che è *in quanto la si considera tale*. Questo foglio di carta è una banconota da 50 euro in quanto lo stabilisce l'attuale contesto economico. Quella scatola di detersivo *Brillo* è un'opera d'arte in quanto così la considera la comunità dei critici. Quei gesti e quelle parole equivalgono a sposarsi, cioè sono un matrimonio, in quanto ricevono l'imprimatur della collettività. «Considerare», «stabilire», «ricevere», e così via sono termini piuttosto generici, che rinviano a loro volta a processi estremamente complessi, ma l'idea di fondo è chiara: abbiamo a che fare con

oggetti o eventi ai quali la comunità di riferimento conferisce una certa funzione. Searle parla a questo proposito di *attribuzione di status* e riassume la regola costitutiva delle entità sociali attraverso la seguente formula generale: «A conta come B nel contesto C»¹⁹ (dove A è, appunto, un certo oggetto o evento concreto e B la sua identità sociale, e dove il contesto C si fa carico di specificare la collettività di riferimento, il tempo storico, il sistema legale, e tutti quegli altri fattori di circostanza che in un modo o nell'altro concorrono nel processo di attribuzione di status).

Ora, non è questa la sede per entrare nei dettagli della formula, che è tanto generale quanto implicitamente complessa e sofisticata. Per apprezzarla sino in fondo bisognerebbe infatti fornire una caratterizzazione precisa di che cosa significhi attribuire una funzione, o status, a un'entità concreta, e questo non è un compito facile: occorre chiarire che parte svolge l'intenzionalità (quella individuale come quella collettiva), che cos'è una regola costitutiva, come entra in gioco il linguaggio (soprattutto la sua dimensione performativa) nella creazione dei fatti istituzionali, e molto altro. Searle ha fatto tutto questo e l'ha fatto decisamente bene, sebbene non tutti siano d'accordo con il risultato (per esempio: proprio in quanto la teoria presuppone sempre l'esistenza di un qualche supporto fisico, A, non è chiaro come la si possa applicare a quelle entità sociali che non paiono possedere *alcuna* controparte fisica, come i debiti²⁰) o sulle sue implicazioni metafisiche (per esempio: nel momento in cui le entità sociali non vanno confuse con le entità materiali su cui si fondano, si tratterebbe in qualche modo di entità di «ordine superiore», e secondo alcuni questa posizione comporta un dualismo insostenibile²¹). Ma, appunto, non è il caso di addentrarsi troppo in questi dettagli. La questione che ci interessa è se la formula «A conta come B nel contesto C» si adatti sufficientemente bene ai derivati. E qui

¹⁹ Cfr. *ivi*, p. 28 e *passim*.

²⁰ Cfr. B. Smith, «Un'aporia nella costruzione della realtà sociale. Naturalismo e realismo in John R. Searle», in *Ontologia sociale*, a cura di P. Di Lucia, Quodlibet, Macerata 2003, pp. 137–152 (ed. originale: «John Searle: From Speech Acts to Social Reality», in *John Searle*, a cura di B. Smith, Cambridge University Press, Cambridge 2003, pp. 1–33). È significativo che al termine del suo saggio, nel citare casi sempre più problematici per la formula di Searle, Smith si spinga sino a citare proprio i derivati (p. 151), sebbene senza elaborare ulteriormente.

²¹ Su questo punto rimando al mio «Il denaro è un'opera d'arte (o quasi)», *Quaderni dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*, 24 (2007), pp. 17–39.

purtroppo la risposta mi sembra negativa. Proprio nella misura in cui dipende da fattori temporali e causali, la natura di queste entità sembra sfuggire alle maglie della formula di Searle. (Dico «sembra», perché non escludo che un'analisi più accurata possa restituire un verdetto diverso: anche questa verifica fa parte del lavoro da fare.)

Cerchiamo infatti di capire a che cosa corrispondano i tre termini A, B, e C nel caso in questione. Come abbiamo visto, c'è una certa differenza tra future e opzioni, ma per semplificare il discorso possiamo limitarci a considerare i primi, e limitatamente alla forma rudimentale illustrata sopra. Cominciando da A, mi sembra evidente che l'unico candidato a questo ruolo sia il complesso costituito dalla carta stampata (o simile) e dalle firme (o simili) che costituiscono il contratto siglato dai due agenti. Che tale complesso sia un oggetto, un evento, o entrambe le cose poco importa: è quella cosa lì che costituisce il supporto all'eventuale entità sociale che stiamo cercando di caratterizzare. Che dire di B? La risposta intuitiva è che il candidato a questo ruolo è proprio l'entità in questione, il future. Qui, però, occorre essere più precisi, dal momento che «future» di per sé non significa nulla. Che mai potrebbe voler dire considerare A come un future, cioè attribuire ad A lo status di future? Per chiarire questo punto, torniamo un attimo al caso del denaro. Con riferimento a questa banconota, la formula non dice che essa conta come denaro (che mai potrebbe voler dire?); dice che conta come 50 euro, ovvero, più precisamente, che conta come documento valido per acquistare legalmente merci per un valore pari a 50 euro. (Oggi certi dettagli sono scomparsi, ma è significativo ricordare che sulle vecchie banconote della Federal Reserve americana c'era una scritta con tanto di firma che impegnava il Tesoro a «pagare al portatore», su richiesta, l'equivalente in «dollari», e prima ancora in oro; idem per le sterline britanniche e, immagino, anche per le vecchie lire italiane, sebbene io ricordi solo la firma del Governatore della Banca d'Italia). In altre parole, se vogliamo possiamo tranquillamente parlare di denaro, ma le entità sociali che ricadono sotto questo concetto generale, e che corrispondono di volta in volta al termine B della formula, sono entità più precise, più specifiche, possiamo anche dire *ontologicamente complete*. Ebbene, penso si debba dire lo stesso a proposito dei future. Possiamo parlarne in termini generali, se vogliamo, ma quando si tratta di applicare la formula a dei contratti particolari, quelli che di volta in volta corrispondono al termine A, bisogna specificare di che future

si tratta. Con riferimento allo schema (1) discusso in precedenza, quindi, potremmo dire che *A conta come* promessa di Y ad acquistare M da X alla data D al prezzo P, quale che sia il valore reale V alla data D. Proprio come inizialmente il denaro era una promessa, ancorché piuttosto generica, allo stesso modo i future sono delle promesse, ancorché molto specifiche.

Fin qui tutto bene. Ed è facile rendersi conto che le medesime considerazioni si applichino anche al caso delle opzioni. Con riferimento allo schema (2), possiamo infatti dire che il contratto tra X e Y, A, *conta come* promessa di X a vendere M a Y alla data D al prezzo P (quale che sia il valore reale V alla data D) qualora Y ne facesse richiesta. Per inciso, si noti anche che questo modo di identificare A e B instaurando fra loro il nesso «*conta come*» si prende cura della difficoltà citata in precedenza con riferimento all'ipotesi di trattare i derivati alla stregua di contratti puri e semplici. La difficoltà nasceva dal fatto che per far emergere il sottostante bisognava chiamare in causa quelle cose misteriose che sarebbero i significati. Ma qui non occorre fare tanto. È la relazione «*conta come*» che si preoccupa di collegare il contratto, A, al sottostante che figura nella specificazione del derivato, B, e quale sia il fondamento di tale relazione è fissato dagli elementi che fanno da sfondo alla teoria generale: una certa teoria del linguaggio, una certa teoria dell'intenzionalità, e così via.

A questo punto resta dunque da chiarire solo il terzo termine della formula «A conta come B nel contesto C», cioè il termine C. Ed è qui che nasce il problema. A prima vista sembrerebbe facile: quando B è un derivato, C non può che essere il contesto economico-finanziario di riferimento. Ma attenzione: quel contesto non è fissato al momento della firma del contratto, A. Il contesto si evolve. E la sua evoluzione *temporale* risente, almeno in parte, del potere *causale* dei derivati, tra cui B stesso. Ma allora, se C non è indipendente da B, non è chiaro in che modo si possa determinare la locuzione «A conta come B» facendo affidamento a C.

Si potrebbe osservare che anche nel caso del denaro il contesto di riferimento è lo stesso, e anche lì il tempo svolge un ruolo non trascurabile. Il processo di inflazione ne è la testimonianza più tangibile. Perché allora dovrebbe essere un problema solo per i derivati? La risposta, credo, è che nel caso del denaro la dimensione temporale di C non svolge alcun ruolo nella determinazione della relazione «A conta come B»: questo foglio di carta conta come 50 euro, e continuerà a contare come 50 euro sino a quando il

contesto economico determinato da certe normative europee sarà in vigore. Tale contesto non è statico, ma lo è dal punto di vista di B. In altre parole, il portatore di questa banconota sarà sempre nelle condizioni di utilizzarla per acquistare merci pari 50 euro. Che le *merci* non siano fissate una volta per tutte, che cioè l'inflazione possa determinare un cambiamento anche significativo nell'effettivo *potere di acquisto* di B, è del tutto irrilevante ai fini della determinazione di B stesso. (So bene che questa è una semplificazione, visto che il denaro è a sua volta una merce sul mercato internazionale; ma non mi sembra che il punto di fondo ne risenta.) Per contro, nel caso dei derivati la dimensione temporale del contesto economico C svolge un ruolo cruciale nella determinazione di B. Il valore del prezzo pattuito P dipende dalle *previsioni* di X e Y in merito allo stato di C alla data D. Per di più, abbiamo visto che lo stato di C alla data D può a sua volta dipendere da eventuali interventi correttivi ad opera dei due agenti, o dal valore indotto associato allo stesso B. La situazione è quindi profondamente differente rispetto al caso del denaro. Anzi, la situazione sembra esattamente ribaltata. In questo caso, è il potere di acquisto associato a B a non risentire dell'andamento di C. Ed è naturale che sia così, giacché proprio questa è la *raison d'être* dei future, e dei derivati in generale: ridurre il rischio collegato alla variabilità del prezzo di mercato delle merci.

La morale, dunque, è che a conti fatti la formula generale «A conta come B nel contesto C» non sembra applicabile ai derivati. E se le cose stanno così, addirittura l'inclusione dei derivati nell'ampia categoria delle entità sociali presenta difficoltà serie. Come dicevo, questo è un ulteriore elemento di cui occorrerà tener conto nel lavoro da fare, anzi forse è il primo e più importante se non vogliamo cadere vittime del provincialismo ontologico da cui ci metteva in guardia Amleto. E un po' come se ci trovassimo ancora alla fine del Settecento, quando non era neppure chiaro se l'ornitorinco fosse davvero un animale e non invece una creatura degli inferi, o lo scherzo di un taxidermista. Dinnanzi a quella *cosa*, il naturalista tedesco Johann Friedrich Blumenbach non trovò di meglio da fare che chiamarla *Ornithorhynchus paradoxus*²², e il nostro caso non sembra molto diverso.

²² J. F. Blumenbach, «Einige anatomische Bemerkungen über den Ornithorhynchus paradoxus aus Neu-Südwallis», *Magazin für den neuesten Zustand der Naturkunde mit Rücksicht auf die dazu gehörigen Hilfswissenschaften* 2:2 (1800), pp. 284–291.

Nonostante questo esito negativo, vorrei concludere ribadendo ancora la convinzione di fondo – tutt'altro che pessimista – che ispira queste pagine. Se vogliamo, possiamo anche noi coniare *ex novo* la categoria del *Derivatus paradoxus*. Ma non è una categoria marginale, e interrogarsi sulle caratteristiche che la definiscono non costituisce soltanto un interessante esercizio filosofico. È un esercizio che può rivelarsi di grande aiuto anche sul piano dell'analisi applicata, tanto più utile quanto più accettiamo la sfida a esaminare il complesso mondo dell'economia contemporanea, e la crisi finanziaria che lo affligge, spingendoci «oltre la cronaca». È un esercizio difficile? Ci mancano dei dati? Cerchiamoli. Non si tratta di un esercizio faticoso. Quale che sia la soluzione esatta, è anche da questa sfida che dipende la nostra capacità di sopravvivere nella «foresta», come la chiama Alberto Berrini, che si estende innanzi a noi.