

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>

n. 17 - giugno 2018

L'UMANITÀ DEL RISCHIO E L'ONTOLOGIA DELL'INCERTEZZA NEI MERCATI FINANZIARI

Daniele D'Alvia

L'UMANITÀ DEL RISCHIO E L'ONTOLOGIA DELL'INCERTEZZA NEI MERCATI FINANZIARI*

Daniele D'Alvia

*Module Convener del corso di Diritto Comparato e Diritto Finanziario
Islamico presso la Birkbeck University di Londra e docente del Master breve
in Diritto Bancario e Finanziario Islamico presso la ICC di Roma.
Avvocato presso il Foro di Roma*

Il presente contributo re-interpreta il rischio e l'incertezza dei mercati finanziari al fine di configurare, altresì, un realismo ontologico tale da superare le astratte teorizzazioni del rischio più volte percorse da Knight e Keynes. Il rischio è l'oggettivizzazione del futuro e il suo carattere ontologico ha portato allo sviluppo di "umane" o talvolta "disumane" società del rischio. Perciò si suggerisce di rivalutare l'incertezza in chiave umanistica e fenomenologica ove accanto ad essa anche il rischio e la competizione assumono carattere fondante della nuova economia dei mercati.

This paper re-interprets the features of risk and uncertainty within financial systems in order to re-define a new ontological realism, so that the abstract theorisations of Knight and Keynes can be finally superseded. Indeed, risk represents the objectification of the future, and its ontological feature has led to the development of "human" or sometimes "inhuman" risk societies. Therefore, a revaluation of uncertainty from a humanist perspective is suggested, taking into account risk and competition as forms of the new economy of financial systems.

Sommario:

1. Introduzione
2. Il rischio
 - 2.1. L'epistemologia del rischio
 - 2.2. L'ontologia del rischio (finanziario)
 - 2.2.1. L'"umana umanità" e l'"umana disumanità" del rischio
3. L'incertezza
 - 3.1. L'epistemologia dell'"irrealistica realistica" dell'incertezza
 - 3.2. L'ontologia dell'incertezza nei mercati finanziari
4. Il mercato finanziario come modello teorico
 - 4.1. Rischio ed incertezza nei mercati finanziari
5. Conclusioni

* Si ringrazia la Prof.ssa Michelle Everson (*Birkbeck University of London*) per l'introduzione alle letture e teorizzazioni di Knight e alla quale devo l'indipendenza critica del mio pensiero. In particolare, il presente contributo riporta la classica distinzione tra rischio ed incertezza che ha caratterizzato gran parte dei miei studi durante gli anni di dottorato che ho trascorso a Londra presso *Birkbeck University of London*. Specificamente, sono qui riportati i primi cenni verso una possibile teoria di autopoiesi dei mercati finanziari che al tempo di pubblicazione di questo articolo ha iniziato ad essere apprezzata presso la nota conferenza annuale dell'*Institute for Global Law and Policy* ad *Harvard Law School* (Giugno 2018) e che ho avuto anche modo di presentare come coordinatore di uno *stream* dedicato al tema della rigenerazione dei mercati presso la nota *Critical Legal Conference* di Londra (Settembre 2018)

1. Introduzione

Da un punto di vista filosofico non vi è mai stato un vero approfondimento generale sul rischio e specificamente sul suo significato all'interno dei mercati finanziari. In qualche modo l'assenza di un'ontologia dell'essere in relazione al rischio è una conseguenza naturale delle riflessioni circa l'esistenza dell'uomo e dell'umanità, che almeno inizialmente non potevano che riguardare null'altro che l'uomo nella sua interezza e nelle sue fragilità senza dover ricorrere alla sua inter-relazione con l'Altro.¹ Invero, tale filosofia del “Volto”, che è stata introdotta da Lévinas risente indirettamente di una mutata concezione del rischio volta a configurare il rischio non solo secondo un parametro relazionale ma addirittura esistenziale soprattutto se si pensa al sempre più frequente sviluppo di società del rischio.²

Per tale motivo prime considerazioni sul rischio verranno esposte nel paragrafo 2 del presente contributo, per poi analizzare specificamente le connotazioni economiche del rischio finanziario. Invero, la necessità di una definizione del rischio finanziario appare oggi impellente soprattutto dopo gli effetti sociali che sono stati visibili a seguito dell'attuale crisi finanziaria iniziata nel 2007 in America con il *default* dei *sub-prime mortgages* e continuata nel 2008 con il noto fallimento della banca d'investimento *Lehman Brothers*. Tali eventi hanno contribuito al diffondersi del c.d. rischio sistemico (*systemic risk*), che al pari di un'epidemia ha attaccato ogni settore del mercato finanziario (s'intende il mercato finanziario *tout court*, quindi il mercato dei prestiti obbligazionari, il mercato assicurativo, il mercato azionario, etc.) e si è riflesso nei – purtroppo noti – costi sociali d'impoverimento, disoccupazione e perdita di beni primari. A causa di tale “*socializzazione*” del rischio finanziario si pone l'esigenza di esaminare quella che può essere definita come la forza generatrice del denaro nelle democrazie occidentali, vale a dire l'incertezza. Quest'ultima, come verrà esplicitato, rappresenta in termini economici la concretizzazione del rischio e l'attuazione delle sue aspettative. Di conseguenza il presente contributo analizza nel paragrafo 3 il significato e l'ontologia dell'incertezza per poi esaminare l'interazione del rischio e dell'incertezza nei mercati finanziari nel paragrafo 4. Considerazioni finali saranno esposte nel paragrafo 5.

¹ LÉVINAS, *Tra noi: saggi sul pensare all'altro*, Milano, 2016.

² BECK, *La società del rischio: verso una seconda modernità*, Roma, 2000.

2. Il rischio

La storia del rischio in chiave moderna ripercorre la storia dell'umanità.³ Invero, secondo Bernstein quella del rischio è:

<<(…) the story of a group of thinkers whose remarkable vision revealed how to put the future at the service of the present (...) transforming risk-taking into one of the prime catalysts that drives modern Western society. Like Prometheus, they defied the gods and probed that darkness in search of the light that converted the future from an enemy into an opportunity. The transformation in attitudes towards risks management unleashed by their achievements has channelled the human passion for games and wagering into economic growth, improved quality of life, and technological progress>>⁴

Tale introduzione alla storia del rischio di Bernstein vuole ricordare come la stessa sia una storia umana fatta da uomini e pensatori vissuti in diversi periodi storici ma soprattutto il suo ragionamento riguarda la categorizzazione del futuro come un'entità manipolabile, misurabile e gestibile al contrario del fato misterioso o della volontà divina (*voluntas dei*) che s'imponeva originariamente sull'uomo. Per tale motivo il dubbio circa la filosofia naturale aristotelica che fu avanzato da Galileo Galilei, padre della scienza moderna, è il simbolo dell'uomo che si ribella alla sua condizione esistenziale e si oppone al fato e a Dio dimostrando che il futuro nasconde innate opportunità di progresso, guadagno e sviluppo, che sono umanamente possibili di scoperta e di sfruttamento. Tale approccio è anche confermato in termini sociologici da uno dei più grandi sociologi inglesi Anthony Giddens, che riconosce il carattere "*rischioso*" della modernità in termini di *<<open human control>>* e soprattutto in chiave di colonizzazione del futuro.⁵ Quindi, se il futuro è un'entità colonizzabile ed oggetto di controllo da parte dell'uomo si può definire la modernità come una condizione determinata da scelte e decisioni rischiose fino all'addivenire di vere e proprie società del rischio teorizzate dal noto sociologo tedesco Ulrich Beck in cui la

³ BERNSTEIN, *Against the gods: the remarkable story of risk*, Londra, 1996.

⁴ ID., I.

⁵ GIDDENS, *Modernity and Self-identity*, Stanford, 1991, 110-114.

produzione della ricchezza va di pari passo alla distribuzione sistematica dei rischi.⁶

Per tale motivo il rischio diventa un connotato essenziale della modernità almeno per due ordini di ragioni: in un primo significato il rischio assume un connotato sociologico per cui il rischio è studiato come la manifestazione di uno stato dell'essere del tessuto sociale ovvero quale fenomeno capace di influenzare la stessa costituzione e sviluppo della società; dall'altro lato, il rischio ha un connotato ontologico che oggi è soprattutto manifestato nei mercati finanziari in termini di rischio d'investimento. In breve, le scelte dell'investitore influenzano non solo i margini di profitto ma anche i costi della “*privatizzazione*” di tali scelte rischiose.

In questo contributo l'attenzione è posta sul secondo paradigma ovvero come il rischio finanziario possa influenzare il mercato e come il rischio indirettamente manipoli anche la società attraverso la c.d. “*socializzazione*” del rischio finanziario.

2.1. L'epistemologia del rischio

A prescindere dallo studio filosofico, sociologico o legale che si intraprende, il rischio va dapprima esaminato nel suo significato epistemologico. L'epistemologia può essere definita quale scienza del sapere e della conoscenza per tale motivo la conoscenza del rischio genera immediatamente un primo paradosso.

Invero, se vi è un rischio qualche cosa deve essere sconosciuta o quanto meno i risultati di un'azione intrapresa devono essere almeno in parte sconosciuti e, quindi, imprevedibili. Di conseguenza la conoscenza del rischio in senso epistemologico è la conoscenza di una mancata conoscenza. Tale endiadi: conoscenza e mancata conoscenza costituiscono l'argomento centrale del rischio e pur tuttavia esplicano davvero poco della natura del rischio e della ragione della sua esistenza. In breve, il riconoscimento di tale endiadi può generare un argomento tautologico per cui se l'epistemologia è legata alla disseminazione della conoscenza, in relazione al rischio si può

⁶ BECK, *La società del rischio: verso una seconda modernità*, cit., 25. Sempre sul rischio un altro noto sociologo tedesco Niklas Luhmann ha distinto coloro i quali assumono decisioni rischiose da coloro che subiscono l'effetto del rischio di tali decisioni. Tale connotazione del rischio è prettamente sociologica e volta a giustificare o condannare dinamiche di potere e controllo così come di soggezione e dominio (LUHMANN, *Risk: a sociological theory*, IV ed., New Jersey, 2008, 1 ss.).

affermare che è la stessa conoscenza relativa ad una mancata conoscenza a costituire un limite.⁷

Infondo se come è stato detto nel paragrafo precedente, la storia del rischio è intesa come storia dell'umanità e dei suoi progressi di colonizzazione del futuro appare logico come il riconoscimento di un limite epistemologico del rischio non sia altro che il riconoscimento della finitudine dell'essere umano la cui conoscenza del futuro è necessariamente limitata. In qualche modo si tende a reagire ad una situazione presente e non passata attraverso l'immagine che si ha del futuro corso degli eventi. Questo significa che il comportamento umano allo stato di coscienza è determinato da azioni ed inferenze che coinvolgono facoltà sensoriali ed istintive. Eppure la conoscenza che si può acquisire del presente e le azioni che vengono predisposte per il futuro non sono infallibili ma contengono sempre un margine di errore.⁸

È questo riconoscimento dello “*sbagliare*” che rappresenta un segno della indeterminatezza del mondo, ma allo stesso tempo riflette l'impossibilità degli esseri umani di rappresentare “*futuri*” esatti, determinati e in cui ogni azione risulta essere predeterminata. In altre parole, gli esseri umani non sono macchine, ma commettono spesso errori. Questo poiché non si può avere una nitida immagine del futuro dove ogni evento o circostanza è classificata, valutata e, quindi, anticipata. In breve, il futuro ha rivelato un elemento incontrollabile d'ignoranza che caratterizza, ad un primo sguardo d'insieme, l'epistemologia del rischio in termini di mancata conoscenza.

2.2. L'ontologia del rischio (finanziario)

L'epistemologia del rischio nel paragrafo precedente ha rivelato la fallacità dei sensi dell'uomo e la limitata intellegibilità del mondo. Per tale motivo occorre definire – se possibile – cos'è il rischio e distinguerlo da ciò che non è. In altre parole, occorre ricercare l'ontologia di rischio al fine di individuare direttamente uno *status* metafisico di rischio nei termini di una qualità del mondo fisico che implichi un realismo ontologico per cui sia possibile prefigurare ed identificare gli stati del mondo che sono suscettibili di essere qualificati come “rischio”.

⁷ D'ALVIA, *A philosophical dialogue on financial risk: the (dis)illusion of a singular meaning*, in *Critical legal thinking*, 7 Marzo 2016 <<<http://criticallegalthinking.com/2016/03/07/philosophical-dialogue-financial-risk-disillusion-singular-meaning/>>> (accesso 31 Marzo 2018).

⁸ KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, New York, 2014, 201.

In questo senso il rischio può essere definito come la probabilità del verificarsi di un evento che può o meno verificarsi. Per tale motivo il significato di rischio ha una nuova valenza quando il termine “*evento*” è analizzato. Evento deriva dal latino antico <<*e venio*>> ovvero letteralmente <<deriva da>>.⁹ Per questo è possibile affermare attraverso la linguistica che la conoscenza del rischio è la conoscenza di una situazione conoscibile: è la conoscenza di un evento passato. Solo in questo senso la conoscenza del rischio è vicina ad una conoscenza quasi-perfetta poiché possediamo quasi tutte le informazioni necessarie ad esprimere una corretta valutazione del passato.

Per tale ragione su una linea temporale il discorso sul rischio andrebbe posto nel passato. È un falso argomento quello per cui il rischio è nel futuro, semmai l'incertezza è la concretizzazione di un evento futuro e, quindi, incerto. Tuttavia, prima di focalizzarsi sull'incertezza bisogna ancora riflettere sull'ontologia del rischio. Invero, quale implicazione ha il fatto di connettere l'ontologia del rischio con il passato? Specificamente, il soggetto programma le sue azioni nel futuro e tenta di essere avverso al rischio sulla base dei dati oggettivi accumulati nel passato e sulla base dei nuovi stimoli ed interferenze prodotte dal presente. In questo senso, la conoscenza quasi-perfetta del passato e le decisioni influenzate dagli eventi presenti rendono il soggetto un agente quasi-informato.

Ciò significa che da un punto di vista del realismo ontologico del rischio è possibile potenzialmente dividere le situazioni rischiose da quelle che lo sono meno. Vi è quindi una qualità oggettiva ed immanente del rischio che può essere misurata attraverso la statistica e la legge dei numeri e delle probabilità.¹⁰ Inoltre, vi è una dimensione soggettiva del rischio che è stata introdotta nel 1731 da Daniel Bernoulli¹¹ in relazione al soggetto o agente

⁹ D'ALVIA, *A philosophical dialogue on financial risk: the (dis)illusion of a singular meaning* cit.

¹⁰ BERNSTEIN, *Against the gods: the remarkable story of risk*, 52-72. L'Autore ricorda come la nascita di una teoria oggettiva del rischio debba essere ricollegata ad una serie di pensatori quali Fibonacci con la sua opera *Liber Abaci* (1202), Cardano *Liber de Ludo Aleae* (1525), Galileo Galilei *Sopra la Scoperta dei dadi* (1623) fino a Pascal e Fermat e alla scienza della statistica di Graunt, Petty e Halley, ed infine Knight e Keynes.

¹¹ Id., 108. Come espresso da Bernstein: <<*Cardano, Pascal, and Fermat provided a method for figuring the risks in each throw of the dice, (...) Bernoulli introduces us to the risk-taker, the player who chooses how much to bet or whether to bet at all. While probability theory sets up the choices, Bernoulli defines the motivations of the person who does the choosing. This is an entirely new area of study and body of theory. Bernoulli laid the intellectual groundwork for much of what was to follow not just in economics, but in theories about how people make decisions and choices in every aspect of life*>>.

che prende la decisione di assumere un rischio o d'intraprendere un'azione rischiosa, fondamentalemente un essere umano che vuole sfidare la sorte e la volontà divina. Sotto questa luce l'attenzione è spostata dall'oggettiva realtà del rischio basata su passato e presente alla soggettiva visione del futuro da parte del soggetto che è influenzato dalle sue stesse convinzioni, opinioni e desideri. In termini filosofici significa che quando si parla di rischio si deve necessariamente esaminare la sua ontologia attraverso due differenti paradigmi ma che allo stesso tempo si riferiscono alla medesima azione e al medesimo soggetto in quanto autore della decisione rischiosa. Questo significa che di fronte ad una qualità del mondo che è stata concettualizzata come "*rischio*", il soggetto è capace di prendere tale rischio su di sé, ma a sua volta tale soggetto prenderà una decisione che è irrimediabilmente viziata dai suoi pre-giudizi relativi, soggettivi e limitati: in breve, è la sua stessa condizione umana a rappresentare un limite diretto alle sue scelte. Invero, tale soggetto in termini più ampi esprime la condizione umana di limitata infinitudine nel senso più puro del termine ovvero di infinite decisioni che possono essere prese ma che sono al tempo stesso necessariamente limitate da pregiudizi e pre-configurazioni soggettive del mondo.

Successivamente, a tale paradigma soggettivo introdotto da Bernoulli, nel 1921 i dodici capitoli del libro "*Risk, Uncertainty and Profit*" di Frank Knight distinguono il rischio dall'incertezza, qualificando quest'ultima come la concretizzazione delle aspettative soggettive di pre-figurazione del futuro ovvero dell'attuazione di scelte rischiose nei seguenti termini:

<< (...) the practical difference between the two categories, risk and uncertainty, is that in the former the distribution of outcome in a group of instances is known (either through calculation a priori or from statistics of past experience), while in the case of uncertainty this is not true (...) the best example of uncertainty is in connection with the exercise of judgement or the formation of those opinions as to the future course of the events, which opinions (and not specific knowledge) actually guide most of our conduct>>¹²

In particolare, il concetto di gestione del rischio (*risk management*) è nato poiché il rischio non può essere evitato in ogni scelta umana. Invero, a questo punto occorre trasporre queste nozioni di rischio ed incertezza – come

¹² KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, 233.

promesso – all'interno della logica dei mercati finanziari iniziando dal rischio.

Il riconoscimento di una qualificazione oggettiva e soggettiva del rischio ha influenzato in ambito finanziario la nascita di concetti fondamentali quali quello di diversificazione degli investimenti, di *pricing model* relativo agli *assets* fino alla nascita dell'economia comportamentale di cui recentemente Richard H. Thaler è stato insignito del premio Nobel nel 2017. Invero, Thaler racconta la storia dell'investitore o dell'operatore economico che agisce concretamente nel mondo secondo parametri soggettivi e spesso motivato da ragioni irrazionali discostandosi così ampiamente da quella classica concezione dell'*homo economicus*.¹³ La statistica e la legge dei numeri e delle probabilità hanno favorito il soggetto ovvero l'operatore economico ad assumere rischi che costituiscono in tale visione una legittima fonte di profitto nelle democrazie occidentali a differenza, ad esempio, che nel mondo islamico.¹⁴

In particolare, questa idea che le facoltà percettive umane siano limitate e che quindi possano solo accedere ad una conoscenza relativa è il fulcro centrale della tensione che si registra tra conoscenza e rischio e che ancorché finalizzata al raggiungimento di una conoscenza assoluta è destinata a fallire. Di fronte a questa innata fallacità della nostra conoscenza si deve analizzare in termini economici la ragione ed il motivo secondo il quale gli operatori economici sono incapaci di prendere rischi ragionevoli e perché la

¹³ THALER, *Misbehaving: the making of behavioural economics*, Londra, 2016; in particolare tale teoria di comportamenti irrazionali è stata ampiamente studiata da Thaler nel suo famoso libro *Nudge*, che è anche il libro per cui ha vinto il premio Nobel (THALER, SUNSTEIN, *Nudge*, Londra, 2009).

¹⁴ D'ALVIA, *(Legal) uncertainty: Takaful between English Common Law and Shari'A Law*, in *International Review of Law*, 2017, 4-7. Invero, come ho fatto notare il principio fondamentale nel diritto finanziario islamico in termini di rischio finanziario non è mai basato sull'unicità dell'operatore economico nell'assunzione del rischio, ma bensì sulla condivisione del rischio finanziario tra più operatori economici (*risk sharing*) ovviamente tenendo conto che l'assunzione stessa del rischio sia legittima secondo il parametro coranico del *Gharar* (termine che in arabo significa rischio ma anche incertezza e azzardo morale). Fondamentalmente nel diritto finanziario islamico poiché tutte le operazioni commerciali sono rischiose ed il rischio non può davvero essere evitato *tout court*, si è ricorso al concetto di *Gharar* permissibile e *Gharar* vietato ovvero i giuristi islamici hanno interpretato i versi coranici al fine di dedurre la possibilità di commerciare secondo canoni ragionevoli ed equi in relazione all'assunzione del rischio che non può mai essere unilaterale ma sempre bilaterale o almeno condiviso. Sul punto anche ampiamente sul concetto di rischio nel diritto finanziario islamico CATTELAN, "In the name of God: Managing risk in Islamic finance" in *European Association for Banking and Financial history*, paper No.14-07, July 2014 http://bankinghistory.org/wp-content/uploads/eabhpapers14_07.pdf (accesso 4 Aprile 2018).

classificazione di tali rischi in finanza risulta essere spesso portatrice di comportamenti inefficienti (quali l'azzardo morale ovvero il c.d. *moral hazard*).

Si è detto come l'assicurazione sia l'unico modello economico capace di colonizzare il futuro in termini sociologici.¹⁵ Invero, l'assicurazione, in termini economici, è la domanda di protezione contro i rischi al fine di proteggere le posizioni degli operatori economici nel mercato. Specificamente, l'obiettivo principale dell'assicurazione è di distribuire i rischi e fissare il costo dei premi assicurativi attraverso la classificazione.¹⁶ Classificare è un'attività costosa per l'assicuratore nel concetto tradizionale di assicurazione, ma lo è anche per una controparte centrale di compensazione nei mercati di strumenti derivati che cerca di diversificare i rischi sulla base di differenti classi a seconda dei risultati di valutazione del rischio. Questo processo di valutazione del rischio è basato nel separare e distinguere rischi simili in classi differenti. Per cui il requisito fondamentale di ogni processo di classificazione è la ricerca di una omogeneità dei rischi per ciascuna classe. Più le classi dei rischi sono omogenee e più il premio è stabilito in modo equo ed efficiente.

In termini finanziari questo si riflette nel purtroppo noto fenomeno di una devalutazione del rischio finanziario che ha reso possibile l'emergere di fallimenti a catena tra gli anni 2007 e 2010. Per tale ragione, una corretta valutazione del rischio è essenziale al fine di distribuire e classificare correttamente i rischi, ancorché è difficile raggruppare classi omogenee di rischi. Invero, tale concetto di omogeneità ci riporta a Knight il quale ha distinto tra giudizi statistici e giudizi *a priori* secondo la legge delle probabilità.¹⁷ Infatti, la ragione per distribuire i rischi attraverso la classificazione è quella di incentivare comportamenti efficienti e raggiungere un equilibrio di mercato. Ciò nonostante la nostra incapacità di suddividere e classificare i rischi in modo omogeneo resta un ostacolo insormontabile che riduce l'accuratezza. Per tale motivo è la mancata conoscenza del rischio che giustifica il bisogno di classificazione e distribuzione dei rischi ma è la stessa impossibilità di predire tutte le variabili che riduce la stessa omogeneità delle classi. Invero, se ogni classe di rischio fosse stata assolutamente omogenea non vi sarebbe necessità di avere risultati

¹⁵ GIDDENS, *Modernity and Self-identity*, 113.

¹⁶ ABRAHAM, *Distributing Risk: Insurance, Legal Theory and Public policy*, Yale, 1986, 64.

¹⁷ KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, 218-219.

probabilistici di verifica del rischio, e la stessa idea di probabilità sarebbe priva di senso.

In particolare, in un giudizio statistico le classi di rischio sono più accurate poiché sono determinate da un'osservazione diretta della realtà al fine di determinare quante volte gli stessi fatti si ripetano nel tempo. In breve, in un giudizio statistico i fatti sono omogenei e sono divisi per classi omogenee. Ne discende che il livello di accuratezza nel determinare le possibili varianti sia molto alto; dall'altro lato se si fa ricorso a giudizi *a priori* relativamente a un gruppo di fatti, questi risultano tra loro assolutamente omogenei, ma le variabili di ogni classe sono indeterminate (ad esempio, la probabilità che si verifichi un incendio in un determinato edificio, in un particolare giorno dell'anno non può essere misurata con un alto livello di certezza ed accuratezza poiché molti imprevisti possono accadere in quel determinato giorno dell'anno in aggiunta al fatto che l'edificio potrebbe essere sprovvisto di precauzioni antincendio). Perciò, la differenza tra i due tipi di giudizio rimane ancorata al livello di accuratezza nella classificazione del rischio. Nel giudizio *a priori* le probabilità di separare il rischio in classi è reso più difficile dalla indeterminatezza dei fattori che entrano in gioco e dall'alta imprevedibilità di occorrenze che sono raramente misurabili in senso oggettivo. Per questa ragione, una classificazione del rischio carente può rendere inefficiente il sistema di protezione delle posizioni finanziarie degli operatori economici nel mercato. Inoltre, se una classificazione è incorretta si potrebbe generare un comportamento inefficiente del soggetto in considerazione che consapevole di una copertura illimitata assumerà azioni azzardate tali da generare il c.d. azzardo morale (*moral hazard*).

Questo è il paradosso della teoria probabilistica che tende al raggiungimento di risultati oggettivi attraverso la distribuzione e classificazione del rischio, ma che si deve misurare necessariamente con il carattere soggettivo del rischio e quindi con giudizi *a priori* che sono incapaci di determinare con assoluta certezza occorrenze specifiche. Per cui se la probabilità statistica è applicata a stime soggettive, il rischio non può essere misurato oggettivamente. Questo è il caso di giudizi ed opinioni in termini soggettivi ed è anche l'*incipit* di una prima riflessione sull'incertezza.¹⁸

¹⁸ Cfr. paragrafo 3 di questo contributo.

2.2.1. L'“umana umanità” e l'“umana disumanità” del rischio

Ora che il concetto di rischio è stato esplicito in termini epistemologici (paragrafo 2.1) ed in termini ontologici (paragrafo 2.2) ci si deve ancora soffermare sul carattere “umano” del rischio. Non solo perché la storia del rischio – come è stato visto – è una storia di uomini che hanno osato sfidare Dio alla ricerca di una possibile colonizzazione del futuro, ma anche soprattutto in virtù della qualità soggettiva del rischio, che è legata alle opinioni e ai giudizi *a priori* dell'uomo. Ciò mostra l'uomo nelle sue fragilità, nelle sue esasperazioni e nella sua rapida esaltazione che finisce necessariamente con il rendere il rischio in termini soggettivi come un'entità evanescente ed immisurabile, quest'ultima come si vedrà qualificabile in termini d'incertezza (paragrafo 3). È per tale motivo che la qualifica soggettiva del rischio contribuisce innegabilmente anche a determinarne la sua stessa essenza che definisco essere “l'umana umanità” del rischio. Ciò al fine di sottolineare non solo come l'autore delle scelte sia l'uomo ma anche come tali scelte e decisioni siano fondamentalmente determinate da sentimenti e desideri soggettivi volti alla realizzazione di un profitto che spesso è irrealizzabile o irrealistico e che è basato su spinte emozionali, desideri e sulla transazione di opinioni. Invero, su quest'ultimo aspetto e sulla natura soggettiva del rischio prime riflessioni furono poste da Keynes, il quale nel suo famoso libro del 1936 la “*Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*” compara il mercato finanziario a un concorso di bellezza in cui i giudici non scelgono la ragazza più bella ma la loro scelta è determinata dall'anticipare la decisione del collega di commissione. Allo stesso modo nel mercato finanziario gli investitori tendono ad anticipare le decisioni d'investimento futuro da parte di altri operatori economici così creando una tendenza di mercato che genera più domanda o più offerta a seconda del numero delle posizioni di vendita o acquisto che sono eseguite. Ne discende che il valore di uno strumento finanziario difficilmente rispecchia la realtà ma è il risultato di questo processo di transazione di posizioni ed opinioni. Per tale motivo l'elemento soggettivo del rischio rispecchia quella “umana umanità” che è inscindibilmente collegata all'uomo in genere e all'investitore in specie. Quest'ultimo non a caso a seguito di tale transazione di opinioni in cui vendere in una tendenza al rialzo equivale ad un margine è anche definito molte volte quale speculatore, dal latino antico <<*speculum*>> ovvero specchio che giustifica ancora una

volta il significato soggettivo e riflessivo del rischio così come la limitata infinitudine dell'uomo.¹⁹

Dall'altro lato specialmente oggi nei mercati finanziari si registra sempre di più l'avanzare della tecnologia per cui attualmente la classica concezione dell'*homo economicus* si è trasformata nell'identificazione dell'*homo technologicus*. Quest'ultimo è il sintomo di quel processo di innovazione tecnologica che si è registrata soprattutto a seguito della globalizzazione dei mercati finanziari dopo il crollo del sistema *Bretton Woods* negli anni 70'.²⁰ Ciò che definisco essere la "umana disumanità" del rischio intendendo con "disumana" due principali caratteristiche del mondo contemporaneo, vale a dire per prima la caratteristica di questo aspetto tecnologico che supera i confini nazionali e ne crea di virtuali, che esegue ordini di acquisto o vendita in pochi secondi alla velocità di un *click* ma pur sempre collegato all'umana fragilità dell'uomo nel compiere le proprie scelte in termini soggettivi come prima evidenziato. In secondo luogo, il termine "disumano" vale anche a stabilire che a prescindere dalla connotazione economica delle scelte fatte, nella storia del rischio e nella politica delle scelte vi sono stati governi che hanno attuato e perpetrato atti disumani in ragione di umane scelte ed opinioni circa la colonizzazione di un futuro che avrebbe dovuto assicurare progresso e futuri migliori (si pensi al regime imposto dal partito nazionalsocialista in Germania, che professava la nascita di un nuovo governo mondiale della durata minima di 1000 anni o al regime comunista in Russia, che professava l'eliminazione di ogni differenza di classe). Ciò mostra che la colonizzazione del futuro in questa storia dell'umanità, di uomini che osano sfidare Dio non è sempre un fattore positivo e come l'indefettibile ignoranza e impossibilità di prevedere ogni circostanza futura spinga a volte l'uomo al compimento di atti disumani e quindi non appartenenti all'essere umano in quanto tale. Inoltre, la "disumanità" delle scelte può anche essere, soprattutto, evidenziata in termini di responsabilità e di traslazione di quest'ultima verso soggetti indifesi e molto spesso non partecipi del processo decisionale di tali scelte rischiose.

¹⁹ D'ALVIA, *A philosophical dialogue on financial risk: the (dis)illusion of a singular meaning*, cit.

²⁰ BUCKLEY, *International Financial System: Policy and Regulation*, Londra, 2008, 3-16. In particolare, il rapido progresso tecnologico è stato identificato come uno dei principali fattori di globalizzazione dei mercati. Sul punto Buckley afferma che: <<*The level of financial integration within, and across, the international economy is high and increasing because capital is perfectly suited to a global market – it moves around the world at the touch of a keyboard, and in response to information that comes in, principally, on a computer screen*>>.

Invero, come anticipato nell'*incipit* di tale contributo la filosofia del "Volto", che è stata introdotta da Lévinas²¹ a seguito dei tragici eventi della seconda guerra mondiale ed in particolar modo a seguito delle purtroppo note vicende dell'Olocausto risente anche indirettamente – a mio avviso – di una mutata concezione del rischio in termini di responsabilità. Infatti, l'asimmetria che l'Io sperimenta di fronte al volto dell'Altro uomo in quanto uomo rappresenta indirettamente la configurazione umanistica del rischio in termini di responsabilità che l'Io deve assumersi nei confronti dell'Altro al fine di non divenire "*disumano*". Invero, il rapporto inter-relazionale tra l'Io e l'Altro è asimmetrico proprio in virtù di questo motivo, poiché è l'Io che deve proteggere l'Altro e se ne deve prender cura. Invero, in questa logica la mancata assunzione di responsabilità dell'Io nei confronti dell'Altro si tradurrebbe necessariamente in una mancata assunzione responsabile del rischio e delle potenziali conseguenze negative che derivano da tali scelte. Ecco perché di fronte ad ogni negazione dell'Altro si nasconde una necessaria negazione di assunzione di responsabilità, che si traduce a sua volta in un trasferimento della responsabilità su Altri, i quali subiscono anche le possibili conseguenze negative di tali scelte. In termini economici tale mancata assunzione di responsabilità e traslazione delle conseguenze negative sull'economia reale si è ampiamente concretizzata nella nota crisi dei *sub-prime mortgages* nel 2007 in America, che attraverso un sistema di contratti derivati ha reso possibile un trasferimento di responsabilità in termini di pagamento del debito ponendo su entità ormai fallite le destinatarie finali degli obblighi di pagamento e producendo così una crisi di liquidità e di remissione del debito. In termini di seconda guerra mondiale e di Olocausto la negazione dell'Altro si traduce in una mancata assunzione di responsabilità, ove a pagare le conseguenze delle scelte compiute da regimi totalitari furono milioni di persone identificate come "ebrei" e quindi in virtù della politica nazionalsocialista responsabili della sconfitta tedesca della prima guerra mondiale e destinatari finali di ogni conseguenza negativa.

Come si può vedere una caratteristica dell'"*umana-disumanità*" del rischio è sempre stata basata sul trasferimento di responsabilità ad ogni livello da quello economico a quello sociale e politico, ed è proprio tale trasferimento di responsabilità che deve essere evitato e condannato nel modo più efficace ovvero attraverso la cosciente assunzione della responsabilità per le scelte compiute.

²¹ LÉVINAS, cit.

3. L'incertezza

Per spiegare l'incertezza si deve prima conoscere l'essenza del rischio. Questo è il motivo per cui nella trattazione si è esposto dapprima il rischio al fine di illustrare quel carattere soggettivo, che è anche collegato al discorso dell'“umana umanità” dello stesso.

Nel linguaggio comune rischio ed incertezza appaiono sinonimi ma non sono tali in termini economici, ancorché è interessante notare che la parola cinese per rischio è “*weij-ji*”, che significa al tempo stesso pericolo e dubbio, potremmo dire rischio ed incertezza in un'unica parola. Dall'altro lato in tedesco vi è una chiara distinzione tra “*gefahr*” e “*risiko*”. Il primo significa azzardo o incertezza ed il secondo si riferisce direttamente al concetto di rischio. Invero, la parola tedesca “*risiko*” rimanda all'italiano “risicare” che significa osare. Proprio in tale accezione della parola rischio derivata dall'infinto del verbo risicare e, quindi, osare si può notare il carattere prettamente rivoluzionario del rischio. È la sfida dell'uomo contro Dio, contro i dogmi imposti dalla Chiesa e che per la prima volta vengono scardinati dall'uomo che osa sfidare Dio. In questa accezione ancora è possibile notare come il verbo “risicare” richiami direttamente quella che ho definito essere l'umana umanità o l'umana disumanità del rischio.

Si è anche visto come dal punto di vista linguistico l'incertezza sia connessa con il concetto di azzardo, dubbio, e minaccia (si pensi al termine *gefahr* in tedesco), mentre dall'altra parte il rischio è per lo più connesso ai concetti di perdita e di danno. Infatti, siamo soliti dire che prendiamo un rischio al fine di ottenere risultati positivi, sebbene siamo consapevoli che il rischio preso potrebbe trasformarsi in un danno concreto. Questo significa che il nostro atteggiamento nei confronti del rischio è quello di chi è consapevole che senza assumersi rischi non vi sarebbe alcuna possibilità di crescita (l'approccio della parola cinese *weij-ji* è esplicativa in tal senso), ma l'incertezza può essere solo sperimentata e non assunta. Questo è il motivo per cui gli uomini sono sempre stati preoccupati dal futuro corso degli eventi incerti piuttosto che degli eventi rischiosi. Per tale motivo si può affermare che il discorso sul rischio e l'incertezza è il discorso di materie complesse dove anche il contrasto tra la sfera temporale e secolarizzata della società e la parte spirituale e religiosa sono prese in considerazione.²²

²² LUHMANN, *Risk: a sociological theory*, 8. In particolare, Luhmann studia l'etimologia del rischio e afferma quanto segue: <<*The etymology of the word is unknown. Some suspect it to be Arabic in origin. In Europe the word is to be found already in medieval documents, but it spread only with the advent of the printing press, in the initial phase apparently in Italy and*

3.1. L'epistemologia dell'"irrealistica realistica" dell'incertezza

Si è visto nel paragrafo 2.1 precedente che l'epistemologia del rischio conduce necessariamente all'esistenza di un paradosso ermeneutico per cui il discorso sul rischio è il discorso su una mancata conoscenza. Invero, mentre nel rischio la mancata conoscenza del futuro si traduce in termini epistemologici nella continua tensione volta all'acquisizione di una conoscenza dell'ignoto ovvero del "*parziale*", in relazione all'incertezza la conoscenza dell'incerto si traduce direttamente nella conoscenza dell'inconoscibile ovvero dell'"*impossibile*".

Si nota perciò fin da subito che mentre in relazione al rischio vi è la generazione di un paradosso epistemologico, in relazione all'incertezza *tout court* si assiste ad una vera e propria impossibilità conoscitiva assoluta. Per questo motivo il rischio è sempre teso alla conoscenza del "*conoscibile*" e alla misurazione dei rischi categorizzati in termini di realismo ontologico seppur talvolta in termini soggettivistici di giudizi *a priori*²³, mentre nel caso dell'incertezza tale conoscenza non è neppure minimamente attualizzabile per cui la conoscenza dell'impossibile è la conoscenza dell'"*inconoscibile*".²⁴ Di qui una necessaria configurazione ontologica dell'incertezza in termini solamente oggettivi (v. paragrafo 3.2 seguente) poiché in termini soggettivi risulta unicamente sperimentabile dall'uomo ma non suscettibile di essere scelta a differenza del rischio. Tuttavia, se si pensa al rischio sia in termini oggettivi che soggettivi si noterà come il soggetto che si fa carico dei rischi sia anche consapevolmente l'autore del futuro ovvero la tendenza a proiettare le aspettative presenti nella speranza di una loro concretizzazione futura risulta essere direttamente connessa alla concretizzazione ed attuazione dell'incertezza. Per tale motivo si potrebbe parlare in relazione alla gnosi dell'incertezza in termini di "*irrealistica realistica*" dell'incertezza. Ciò al fine di sottolineare

Spain. There are no comprehensive studies on the etymology and conceptual history of the term (...). It finds significant application in the fields of navigation and trade. Maritime insurance is an early instance of planned risk control. (...) Risk calculation is clearly the secular counterpart to a repentance-minimization programme; in any case an attitude inconsistent in the temporal sequence of events: first this, then that. Thus it is at all events a calculation in terms of time. And in the difference between the religious and secular perspectives lies the tension of the well-known wager proposed by Pascal; the risk of unbelief is in any case too high, for it is salvation that is at stake. The risk of belief, that we genuflect quite unnecessarily, appears by contrast insignificant>>.

²³ Cfr. paragrafi 2.1 e 2.2.

²⁴ KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, 235 ss. Knight ricorda anche il carattere magico o la stessa concezione di fortuna che è collegata all'incertezza poiché un evento incerto è impossibile di alcuna determinazione.

come l'impossibile conoscenza dell'incerto è pur sempre destinata a trasformarsi nella possibile conoscenza dell'ignoto appena l'evento futuro ed incerto si manifesta in termini presenti e concreti, cosicché ad ogni futuro corrisponde un presente e ad ogni presente corrisponde un futuro incerto ed indeterminato in un continuo ciclo universale che risulta essere infinito.

3.2. L'ontologia dell'incertezza nei mercati finanziari

Si è visto come il rischio sia formato da una componente oggettiva ed una soggettiva. Abbiamo definito la prima quale rischio e la seconda quale incertezza nei termini delineati da Knight.²⁵

In generale il rischio può essere misurato statisticamente ma nei mercati finanziari è anche importante misurare il rischio da un punto di vista attuario. Invero, da un punto di vista puramente statistico il rischio esiste qualora sia statisticamente misurabile e le probabilità possano essere calcolate, ma da un punto di vista attuario le conseguenze economiche di tali eventi sono altrettanto importanti.²⁶

L'economia classica ha introdotto l'idea di colui che si assume il rischio in termini di *homo economicus*, ovvero l'uomo che assume decisioni in modo razionale al fine di massimizzare la propria utilità. La premessa affinché ciò si possa attuare è basata sull'aver accesso ad una informazione perfetta²⁷ dove la competizione non è rilevante e il mondo può essere descritto secondo un paradigma Newtoniano ovvero meccanico, di causa ed effetto. In tale sistema l'incertezza non ha ragione d'esistere poiché ogni soggetto ovvero ogni operatore economico possiede lo stesso livello d'informazione ed è capace di inferire le stesse informazioni dall'osservazione della realtà e di dividere il mondo in classi di rischi omogenei. Per cui ogni variabile futura può essere predetta e, quindi, anticipata. In tale sistema la statistica non gioca alcun ruolo e ogni giudizio *a priori* è irrilevante come espresso da Knight; invero se tutti i partecipanti del mercato possiedono lo stesso livello d'informazione non vi è necessità di anticipare e classificare il rischio in classi poiché ogni classe di rischio è composta da eventi omogenei, conoscibili e conosciuti.

Per tale motivo questa idea dell'economia classica è irreversibilmente mutata con l'avvento dell'*homo stocasticus* ovvero dell'uomo che prende

²⁵ Cfr. paragrafo 2.2.

²⁶ CORBY, *On Risk and Uncertainty in Modern Society*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 1994, 235.

²⁷ PASSET, *The Paradigm of Uncertainty*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 1984, 370.

decisioni in termini probabilistici ed è influenzato specialmente secondo Bernoulli dalla desiderabilità delle scelte. Poiché tali scelte in senso soggettivo, tali desideri non possono essere misurati, l'incertezza, dunque, spiega le conseguenze delle azioni umane che non sono volute e che derivano da questa ignoranza e impossibilità di conoscenza assoluta del sistema economico e della vita in generale, così da caratterizzare l'esistenza stessa dell'uomo in termini di ansia ed angoscia.²⁸

Questo significa che l'incertezza diventa una caratteristica essenziale dei moderni sistemi economici ove la competizione gioca anch'essa un ruolo importante nella costituzione dei mercati, ed inoltre l'incertezza è considerata come il principale catalizzatore di ogni profitto e della creazione di denaro.²⁹ Questa è la posizione della teoria economica neo-classica a differenza della teoria economica classica in cui l'incertezza era ridotta o addirittura eliminata attraverso un sistema di credenze dove lo "sconosciuto" diveniva "noto" attraverso l'uso di simboli, che dovevano anche ridurre l'ansia e l'angoscia umana.³⁰ L'esempio del simbolo della "mano invisibile" di Adam Smith, che è un'economista classico, è auto-esplicativo.

Per tale motivo, bisogna introdurre il soggetto ovvero l'operatore economico di oggi verso una nuova fenomenologia del mercato finanziario che tende a definire il mercato come un sistema complesso³¹ dominato dal rischio e dall'incertezza e specialmente dalla competizione in termini di innovazioni finanziarie e adattabilità del sistema. Invero, come in fisica il concetto di disorganizzazione dell'universo è misurato sotto forma di entropia, allo stesso modo l'entropia misura l'incertezza di un sistema cosicché il libero mercato appare sempre disorganizzato, ma è l'incertezza a

²⁸ KIERKEGAARD, *Timore e Tremore*, Milano, 2014.

²⁹ KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, cit., 197 ss.

³⁰ WEISSKOPF, *Reflections on Uncertainty in Economics*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 1984, 337.

³¹ Con il termine complesso s'intende l'adozione di un pensiero complesso che rifiuta categoricamente il paradigma Newtoniano. Invero, il mondo attuale non è più descrivibile attraverso il sistema di causa-effetto ovvero che a determinate cause corrispondono determinati effetti e *vice versa*. Questo non è più possibile poiché attualmente viviamo in una realtà in cui l'imprevisto e l'incertezza caratterizza il sistema e ciò significa che a determinate cause molte volte non corrispondono gli effetti programmati o desiderati. La fisica meccanica fa spazio alla fisica termodinamica. Sul punto vi è anche da distinguere tra complessità e sistemi complicati. Invero, i due non sono sinonimi e devono essere distinti in quanto la complessità riguarda la complessità di un sistema in cui il tutto è non solo la somma delle parti ma la somma delle interazioni di ogni parte con l'altra. Cosicché è possibile distinguere una proprietà unica di emergenza del sistema (HOLLAND, *Complexity: a very short introduction*, Oxford, 2014, 4).

produrre competizione che è il meccanismo attraverso il quale si può raggiungere l'equilibrio del sistema. Per continuare l'analogia con la fisica si potrebbe dire che i sistemi complessi siano stati introdotti dalla termodinamica, che per la prima volta ha preso in considerazione una struttura dissipativa in cui <<*a movement towards greater complexity (...) can be created spontaneously under the impulse of energies that are sufficiently powerful to push a system away from the areas of Boltzmann's equilibrium thermodynamics*>>. ³²

Questo significa che nella fenomenologia dei mercati finanziari non vi è posto per un'autorità centrale di controllo e gestione del rischio e di creazione dell'ordine del sistema economico. Invero, è la competizione, che promuove questo ruolo di de-centralizzazione del potere. Se questa immagine è trasposta in termini più generali all'intera economia, si può vedere come l'imprenditore, che assume su di sé il rischio d'impresa e adatta il suo comportamento e le sue azioni in termini di innovazioni finanziarie, ciò vale a qualificarlo come autore e gestore dell'ordine del sistema attraverso l'assunzione della responsabilità delle proprie azioni che contribuisce a sua volta a generare denaro, profitto e progresso. Ciò poiché l'assorbimento dell'incertezza del sistema avviene attraverso l'assunzione responsabile del rischio. ³³

Questa è l'ontologia dell'incertezza ovvero la sua essenza richiama questo concetto di assunzione del rischio al fine di assorbire seppur parzialmente gli effetti imprevedibili dell'incertezza ed in termini generali per mitigare lo stato d'angoscia in cui l'uomo è posto fin dal momento della nascita secondo il postulato esistenzialista di Kierkegaard.

4. Il mercato finanziario come modello teorico

Il mercato finanziario è il luogo ove sussiste una costante relazione tra coloro che possiedono il capitale e coloro che ne sono privi ma sono disposti a chiederlo in prestito ai primi. Si potrebbero anche definire in termini meno "classisti" come risparmiatori ed utilizzatori del capitale (in inglese *savers* e *users* che corrispondono ai relativi *lenders* e *borrowers*). ³⁴ Tale concezione del mercato è estremamente ampia e non fa riferimento ad alcun mercato particolare (ad esempio il mercato dei prestiti obbligazionari o delle azioni,

³² PASSET, *The Paradigm of Uncertainty*, cit., 375.

³³ KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, cit., 197 ss.

³⁴ VALDEZ, MOLYNEUX, *An introduction to global financial markets*, Londra, 2016, 2.

etc.). Invero, in entrambe le categorie (vale a dire *lender* e *borrower*³⁵) troviamo individui, società e governi che hanno fondi da investire nelle attività di altrettanti individui, società e governi. Specificamente, un *lender* può diventare un *borrower* e *vice versa*, infatti se si pensa a un cliente che apre un conto deposito in banca in tale momento diventa un prestatore di denaro nei confronti della banca, che è qualificabile come *borrower*. Invero, se ipoteticamente il cliente volesse richiedere successivamente tutto il denaro depositato, la banca teoricamente non potrebbe opporsi in quanto debitrice. Tuttavia, la stessa banca che in questo esempio è il *borrower*, è destinata a diventare il *lender* di domani ovvero si pensi alla banca che appena ricevuto il deposito di denaro dal proprio cliente riutilizzi tale denaro come prestito ad una società terza. In questo modo la banca assume la veste, questa volta, di *lender* e così via. Questa possibilità di scambio vicendevole dei ruoli tra *lender* e *borrower* è il fulcro principale di funzionamento del mercato finanziario.

Invero, l'obiettivo principale di un sano mercato finanziario è quello di allocare in modo più efficiente possibile le risorse economiche per tale motivo troviamo sul mercato due opposti interessi quelli del *lender* – da una parte – che è in una situazione d'eccesso di risorse e quelli del *borrower* – dall'altra – che è in una situazione di mancanza di risorse. Da questi due interessi in tensione nasce il meccanismo del libero mercato che è basato sul soddisfare le esigenze di ogni differente gruppo di interessi.

Inoltre, a tale meccanismo di mercato che è riprodotto in innumerevoli mercati nazionali si accosta l'esistenza di un "mercato internazionale" ove non vi sono confini nazionali ed, invero, l'attività di esportazione dei capitali può contribuire all'aumento di liquidità e al progresso nei paesi in cui il capitale è destinato. In breve, successivamente all'eliminazione dei rapporti di cambio fissi tra valute del sistema *Bretton Woods* che nel 1970 è stata implementata dal presidente americano Nixon, si assiste ad un processo di "privatizzazione" del rischio finanziario. Invero, nel sistema originario *Bretton Woods*, che si era stabilito nel 1944 si prevedeva che la quota che ogni Stato membro del Fondo Monetario Internazionale si obbligava a pagare allo stesso fosse costituita almeno per il 25% da dollari americani o in oro mentre il restante sarebbe stato pagato nella valuta nazionale di ciascun Stato membro. Questo fatto obbligava le banche di ogni Stato membro a fissare un tasso di cambio a un valore fisso rispetto al dollaro, che veniva così eletto a valuta principale ed inoltre ciascuna banca tendeva a preservare

³⁵ Il termine *borrower* è ampio e può comprendere ad esempio individui singoli risparmiatori che necessitano di prestiti bancari, società che hanno bisogno di prestiti etc.

un livello di riserve monetarie sufficiente ad intervenire in scelte di politica monetaria riguardo alla vendita o all'acquisto di dollari sul proprio mercato nazionale al fine di garantire un tasso di cambio fisso. Per tale motivo successivamente alla caduta di tale sistema avvenuta nel 1970, le banche hanno iniziato ad implementare strategie di *hedging* ovvero protezione al fine di diversificare il loro portafoglio d'investimenti ed iniziare ad investire in prodotti finanziari non solo nazionali ma soprattutto internazionali. Conseguentemente i governi hanno proposto politiche di deregolamentazione dei mercati e di liberalizzazione tese a consentire alle stesse banche il mantenimento di tali politiche di diversificazione. È da questo momento in poi che si può assistere ad una "globalizzazione" dei mercati finanziari ai quali il concetto di spazio e tempo non può essere applicato poiché non hanno confini nazionali ed alcuni di essi sono operativi 24h su 24h (si veda ad esempio il *Forex* come mercato delle valute).

Per tale motivo questa "privatizzazione" del rischio finanziario ha nel tempo contribuito alla c.d. "socializzazione" del rischio attraverso piani di salvataggio delle banche (c.d. *bail-out*) ed ha reso, conseguentemente, i mercati finanziari più permeabili al rischio sistemico ed endemico del sistema economico.³⁶

4.1 Rischio ed incertezza nei mercati

Si è visto come il rischio abbia significati oggettivi e soggettivi (Cfr. paragrafo 2) ma quale ruolo gioca il rischio all'interno dei mercati finanziari? In effetti nel precedente paragrafo 4 si è introdotto il meccanismo dei mercati come luogo in cui differenti esigenze ed interessi s'incontrano per il fine comune di dare attuazione all'efficienza del sistema economico. Eppure tale mondo che sembrerebbe teoricamente perfetto risente di una diversa concezione del rischio per ciascuna categoria di interessi, vale a dire che di fronte al *lender* vi è un *borrower* con una differente concezione del rischio, nonché di una inevitabile asimmetria informativa ed azzardo morale, che rende il sistema economico necessariamente destinato a fallire.

Invero, l'obiettivo principale di un *lender* ovvero di colui che ha un'eccedenza delle risorse economiche è di restare avverso al rischio e ciò tramite la valutazione di solvibilità del *borrower* (in questo senso si potrebbe dire che il tasso d'interesse non è altro che il prezzo del livello di rischio che

³⁶ MARAUHN, 'Introduction: the regulatory dilemma in international financial relations', in Grote and Marauhn (eds.) *The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform*, Cambridge, 2006, 6.

il prestatore ovvero il *lender* si assume³⁷). Dall'altro lato vi è un soggetto che richiede il prestito poiché è in assenza o mancanza di fondi necessari e di risorse (*borrower*), questo è visto come un operatore economico aggressivo sul mercato che persegue una massimizzazione dei profitti attraverso attività rischiose (quali l'emissione di nuove azioni in un'offerta pubblica d'acquisto ovvero la costituzione di una nuova società, etc.). Le interazioni tra queste due categorie di soggetti economici (*lender* e *borrower*) sono poi facilitate dagli intermediari finanziari (quali banche d'affari, *hedge funds*, fondi comuni, etc.) che tradizionalmente svolgono la funzione di mitigare il rischio d'investimento del *lender* assorbendolo (si pensi ad esempio all'acquisto delle nuove azioni invendute nel caso di un *initial public offer*, etc.). Per tale motivo la valutazione del rischio che il *lender* si assume è fondamentale al fine di garantire il corretto funzionamento del mercato. In quest'ottica la crisi Americana del 2007 può essere interpretata come un'eccessiva fiducia riposta dagli investitori (*lenders*) nei confronti degli speculatori (*borrowers*).

Per tale motivo la definizione ed i concetti di gestione del rischio, rischio finanziario e rischio d'investimento sono essenziali al fine di garantire un corretto funzionamento del mercato finanziario. Inoltre, il rischio finanziario poiché riguardante il rischio è sociologicamente il mezzo attraverso il quale il futuro può essere colonizzato secondo Giddens³⁸, ma il suo funzionamento all'interno dei mercati finanziari è limitato da una conoscenza imperfetta e dalla selezione avversa che si registra nei mercati, per tale motivo vi è sempre un elemento di indeterminatezza della realtà.

Il meccanismo dell'incertezza, come si è visto nel terzo paragrafo, è collegato alla dimensione soggettiva del rischio che è anche definita come "*Knightian uncertainty*", tuttavia successivamente a Knight l'incertezza è stata approfondita in relazione al mercato finanziario da Jack Guttentag e Richard Herring.³⁹ Gli Autori parlano di "miopia disastrosa" o "*disaster myopia*" per identificare quel fenomeno attraverso il quale gli intermediari finanziari sottovalutano la possibilità del verificarsi di *shock* finanziari ovvero la probabilità di fallimento del sistema. Ciò poiché a prescindere dal modello di valutazione e gestione del rischio che è stato adottato, il fallimento è costituito

³⁷ Tale livello di rischio è più alto in caso di individui ed è minore in caso di aziende ben conosciute e note sul mercato fino ad arrivare ad una esigua quantità di rischio assunto in caso di prestito a Governi di nazioni importanti ed economicamente forti. Per tale motivo il tasso di interesse sarà sempre minore a seconda del soggetto che richiede il prestito.

³⁸ GIDDENS, *Modernity and Self-identity*, 114.

³⁹ GUTTENTAG, HERRING, *Disaster Myopia in International Banking*, in *Essays in International Finance*, 1986.

da eventi incerti che non possono essere misurati a differenza del rischio e, quindi, la loro intellegibilità è limitata a causa di una mancata conoscenza e per via del fatto che sia intermediari finanziari che investitori hanno un accesso limitato alle informazioni. In altre parole, la loro capacità di anticipare e predire il possibile fallimento del mercato è imperfetta, e, quindi, allo stesso modo il valore degli strumenti finanziari non solo è relativo ma non rifletterà mai il costo intrinseco del possibile fallimento futuro del sistema. Cosicché si tenderà a sopravvalutare il valore di uno strumento finanziario ovvero a sottovalutarlo falsando così il suo vero valore reale.

Per tale motivo se la soggettività del rischio finanziario è, quindi, intellegibile ma non conoscibile in virtù del carattere necessariamente inconoscibile del futuro, quest'ultimo non può più essere considerato come un'opportunità, ma come un'entità da controllare e di cui essere impauriti. Invero, sembra che dal fallimento *Lehman Brothers* del 2008 e l'inizio di una delle più grandi crisi economiche della storia, il paradigma dell'"*aversione all'incertezza*" abbia dominato il mercato, ancorché la corretta misurazione e fissazione del costo del rischio nel suo aspetto oggettivo resta uno strumento vitale per governare i mercati. Ne consegue che la figura dell'investitore ovvero del *lender* si è tramutata nella figura dello speculatore ovvero del *borrower*, che è il principale responsabile della crisi finanziaria se si accoglie la tesi per cui intermediari finanziari, banche d'affari, e autorità di controllo dei mercati finanziari non possono essere biasimati essendo parte del discorso della "*miopia disastrosa*".

Ciononostante la giustificazione del paradigma dell'aversione all'incertezza resta controverso, invero se secondo Knight il profitto è connesso all'incertezza allora sistemi complessi quali quelli del mercato finanziario non potrebbero esistere senza incertezza. Senza incertezza, non vi è profitto. Infatti, ogni processo di creazione del denaro piuttosto che essere indebolito dall'incertezza, è rafforzato. Ne discende che una nuova economia caratterizzata dal paradigma dell'aversione all'incertezza come è quello proposto oggi da governi e autorità di controllo del mercato può essere trasformato in una diminuzione, se non completa eliminazione del profitto. Invero, secondo Knight:

<<the only "risk" which leads to a profit is a unique uncertainty resulting from an exercise of ultimate responsibility which in its very nature cannot be insured nor capitalized nor salaried. Profit arises out of the inherent, absolute unpredictability of things, out of the sheer brute fact that the results of human activity cannot be anticipated and then only in so far as even a probability calculation in regard to them is impossible and meaningless. The receipt of profit in a particular case may be argued to be the result of superior judgment.

But it is judgement of judgment, especially one's own judgment, and in an individual case there is no way of telling good judgement from good luck, and a succession of cases sufficient to evaluate the judgement or determine its probable value transforms the profit into a wage>>>⁴⁰

Questo è il paradosso delle moderne democrazie occidentali. Da una parte, condannano l'incertezza a causa della soggettività delle decisioni prese dallo speculatore sul mercato e per il carattere misterioso dell'incertezza che impedisce una sua corretta misurazione, e dall'altra parte propongono l'eliminazione o diminuzione dell'incertezza che comporterebbe necessariamente una riduzione della competizione di mercato e, quindi, una riduzione o eliminazione del progresso delle innovazioni finanziarie e di conseguenza dei profitti. Senza incertezza non vi è competizione e senza competizione non vi è adattabilità del sistema finanziario. Invero, sembra che in questa contemporanea fenomenologia dei mercati finanziari il mercato stesso possa beneficiare del ritrovamento di un ordine "*spontaneo*" ovvero "*auto-poeitico*" permettendo il funzionamento dei mercati finanziari al di là di dubbi legislativi e di regolamentazione finanziaria. Tale meccanismo auto-poeitico potrà solamente essere attuato attraverso il riconoscimento del carattere fondante dell'incertezza all'interno dei mercati finanziari.

5. Conclusioni

Come si è visto dall'originario sistema di *Bretton Woods* fino alla recente crisi finanziaria iniziata in America nel 2007, la globalizzazione dei mercati finanziari è stata prodotta dalla "*privatizzazione*" e conseguente "*socializzazione*" del rischio finanziario. Invero, tale contributo ha voluto per la prima volta dopo Knight e Keynes re-interpretare l'ontologia ed epistemologia del rischio e dell'incertezza in ambito economico ma anche con riflessioni puramente filosofiche volte alla configurazione di una vera e propria ontologia dell'essere di tali concetti.

Mentre per Knight il rischio è un'entità misurabile, per Keynes risulta essere un'aspettativa dell'investitore volta a far sì che le sue speranze di profitto si concretizzino in futuro. Per entrambi il rischio è così connesso ad una possibile e desiderata oggettivizzazione del futuro, che è a sua volta immutabilmente incerto. Per tale motivo di fronte alla *vexata quaestio* della futura esistenza

⁴⁰ KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, cit., 310-311.

dell'uomo troviamo una nuova oggettivizzazione in termini economici del futuro in cui l'incertezza non solo è irrinunciabilmente connessa al profitto ma anche al progresso e sviluppo di "umane" o talvolta "disumane" società del rischio. Invero, quella del rischio come si è visto è una storia umana e dell'umanità che ripercorre le debolezze ed esaltazioni dell'uomo verso la progettazione di futuri irrealizzabili. Per tale motivo si è definita l'ontologia del rischio in termini di "*umana umanità*" ed "*umana disumanità*" al fine di cogliere tale caratteristica di soggettiva fragilità in cui non solo l'uomo è l'autore delle proprie scelte ma anche il responsabile delle stesse. Proprio tale concetto di responsabilità ci riporta alla teorizzazione di Knight dell'incertezza. Invero, in un sistema economico che sembra destinato a rigettare l'incertezza secondo un paradigma che può essere definito quale "*aversione all'incertezza*", quest'ultima, invece, rappresenta il carattere fondante dell'intero sistema economico. Senza incertezza non vi è profitto e senza profitto non vi è progresso, cosicché una diminuzione o una stessa tendenza all'eliminazione dell'incertezza si può tradurre irreversibilmente in una riduzione o eliminazione del profitto. Invero, il parametro di giustificazione del nuovo ruolo che l'incertezza gioca nei mercati finanziari deve essere letto attraverso una re-interpretazione non solo dell'ontologia dell'incertezza stessa (Cfr. paragrafo 3) ma anche dei mercati in termini di sistemi complessi ove la loro stessa complessità non è sintomo di disordine o caos ma di un ordine entropico che tende alla rigenerazione del sistema stesso. Tale meccanismo rigenerativo o auto-poetico è naturale e spontaneo appartenente a tutti i sistemi auto-poetici che si trovano presenti anche in natura seppur con caratteristiche differenti. Perciò, se si ammette che i mercati finanziari siano sistemi complessi la rigenerazione del sistema avverrà attraverso lo spontaneo meccanismo di creazione del profitto che è messo in moto dall'incertezza dei mercati, dalla valutazione del rischio in termini statistici ed oggettivi e dalla competizione che si genererà tra gli operatori economici tale da creare a sua volta innovazioni finanziarie tendenti a generare profitti. Da questo riconoscimento del nuovo ruolo dell'incertezza dei mercati e dei benefici della volatilità delle posizioni finanziarie si spera che l'uomo possa partecipare ai benefici endemici di tale meccanismo auto-poetico senza affrettare le sue scelte verso l'oggettivizzazione di irrealistiche aspettative di profitto o verso il disegno di futuri immaginari.