

Fabio Di Benedetto

OIL & BIO TRADING

**Guida al trading petrolifero,
biocarburanti e price risk management**

Nuova edizione ampliata



FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Fabio Di Benedetto

OIL & BIO TRADING

**Guida al trading petrolifero,
biocarburanti e price risk management**

Nuova edizione ampliata

FrancoAngeli

3ª edizione. Copyright © 2008, 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

A mio padre

INDICE

Introduzione	pag.	11
1. I protagonisti nella storia del petrolio	»	13
1.1. Dalla Standard Oil ai nuovi protagonisti del petrolio	»	13
1.2. Tratti e strategie delle grandi società petrolifere integrate	»	14
1.3. Il ruolo dei raffinatori, le Trading House e i Broker	»	18
1.4. L'Opec	»	21
1.5. Il <i>secular trend</i> del barile	»	22
1.6. Il tonfo del 2014	»	29
1.7. Dinamiche degli attuali scambi e ruolo dell'Opec	»	35
1.8. Riserve di petrolio e capacità produttiva	»	38
1.9. Il dilemma del "prezzo di equilibrio"	»	40
2. I fattori che incidono sui prezzi	»	49
2.1. Introduzione	»	49
2.2. I fattori fondamentali	»	52
2.3. L'offerta	»	57
2.4. I teorici della <i>peak oil theory</i>	»	64
2.5. Il livello degli stoccaggi	»	65
2.6. La capacità di raffinazione	»	67
2.7. Altri fattori	»	72
2.8. Lo sviluppo e il peso dei mercati <i>paper</i>	»	77
3. La raffinazione e gli scenari petroliferi	»	79
3.1. Definizione e classificazioni del petrolio	»	79
3.2. I principali processi di raffinazione	»	81
3.3. I principali schemi di raffineria	»	84
3.4. I prodotti petroliferi	»	87
3.5. Definizione e ruolo di una società di raffinazione	»	89

3.6. Il margine di raffinazione	pag.	94
3.7. Il legame tra margine di raffinazione e prodotti: <i>crack spread e ratio</i>	»	97
3.8. La crisi della raffinazione	»	98
3.9. I nuovi scenari dello scacchiere mondiale	»	102
3.10. Cenni sulla formulazione di uno scenario petrolifero	»	110
4. Trading e prezzi petroliferi	»	113
4.1. Gli strumenti contrattuali	»	113
4.2. Il contratto di compravendita	»	113
4.3. L'origine dei prezzi del barile: il sistema del Brent	»	114
4.4. La costruzione dei prezzi petroliferi	»	120
4.5. Il concetto di differenziale	»	121
4.6. Il periodo di prezzatura	»	122
4.7. I differenziali di prezzo legati alla qualità	»	124
4.8. Le principali formule di prezzo	»	125
4.9. Le rilevazioni dei prezzi di mercato	»	126
4.10. Approfondimento: scambi di greggio nei mercati fisici del BFOE	»	128
4.11. Esercitazione pratica sul trading di petrolio: GPW, il metodo del Netback e il calcolo del margine lordo di raffinazione	»	133
4.12. Le clausole di consegna standard secondo gli Incoterms	»	137
4.13. La polizza di carico e gli strumenti del credito	»	141
4.14. Il Charter Party (C/P)	»	143
4.15. Il ruolo degli shipbroker e le agenzie marittime	»	146
4.16. La Worldscale (WS)	»	147
4.17. Stallie e controstallie	»	148
4.18. Il ruolo degli ispettori	»	149
4.19. Il contratto di assicurazione marittima	»	151
4.20. Gli istituti di classificazione	»	152
4.21. Le organizzazioni internazionali	»	153
4.22. Le organizzazioni nazionali	»	154
4.23. Assicurazione e gestione dei cali nel contratto commerciale	»	155
4.24. Il contenzioso legale: alcune precauzioni	»	156
5. I contratti <i>futures</i> e loro derivati	»	159
5.1. I mercati <i>futures</i>	»	159
5.2. In cosa consiste un contratto <i>futures</i>	»	160
5.3. Alcuni concetti legati al mondo dei <i>futures</i>	»	161

5.4. Collegamento tra mercati fisici e <i>futures</i> del Brent	pag.	166
5.5. I vantaggi offerti dalle borse del petrolio	»	169
5.6. Le opzioni	»	171
5.7. Cosa sono gli <i>swap</i>	»	176
5.8. Cosa sono gli EFP	»	179
5.9. La struttura temporale dei mercati	»	182
5.10. Cosa sono i CFD	»	185
5.11. Considerazioni sui mercati fisici e <i>futures</i>	»	189
6. L'attività di Price Risk Management	»	193
6.1. Premessa	»	193
6.2. Gli obiettivi del Price Risk Management	»	195
6.3. Gli strumenti del Price Risk Management	»	196
6.4. Le attività di <i>hedging</i> ispirate al principio di neutralità	»	198
6.5. Scopi e possibilità offerte dagli strumenti di <i>hedging</i>	»	202
6.6. Utilizzo strutturato dei derivati: la <i>fence strategy</i>	»	215
6.7. Il regolamento EMIR sui derivati	»	220
6.8. Considerazioni sull'impiego del Price Risk Management	»	222
7. Climate change, ETS e biofuel	»	225
7.1. Cambiamento climatico e Protocollo di Kyoto	»	225
7.2. I meccanismi del Protocollo Kyoto	»	228
7.3. Strumenti attuativi del Protocollo di Kyoto (ETS, CDM e JI)	»	232
7.4. I principali fattori che guidano emissioni e prezzi della CO ₂	»	235
7.5. Biocarburanti: contesto e processi di produzione	»	239
7.6. Biodiesel: qualità, scenari e flussi	»	244
7.7. Il quadro normativo europeo e italiano	»	249
7.8. Aspetti motoristici	»	251
7.9. Approfondimento: il trading di biodiesel	»	253
7.10. Implicazioni legate allo sviluppo dei biocarburanti	»	255
Siti consultabili	»	257

INTRODUZIONE

La comprensione delle variabili che influenzano il prezzo del greggio sui mercati internazionali è una tra le principali questioni all'attenzione di analisti, studiosi, politici, operatori di numerosi settori e consumatori.

Questo libro fornisce alcune risposte e rappresenta il compendio di un viaggio nel complesso mondo del petrolio durato un quarto di secolo.

A distanza di appena un anno dalla precedente edizione, questo nuovo volume è stato rivisto e aggiornato sulla base del mutato scenario petrolifero di riferimento e delle ultime novità in materia di biocarburanti. Il quarto capitolo, dedicato ai contratti commerciali, è stato ampliato e accoglie adesso una sezione che tratta gli aspetti d'impatto economico inerenti le attività marittime. Lo scopo è allargare i contenuti a beneficio di coloro che operano nello *shipping* e dei *trader* che operano nel *cargo market*.

Il desiderio di chi scrive è quello di voler mettere a disposizione dei lettori italiani una variegata esperienza professionale, arricchita dal biennio di collaborazione come *lecturer* alla CASS Business School di Londra (MSc in Energy Trade & Finance), università dove si è evoluta negli anni una efficace prospettiva didattica con cui illustrare il trading petrolifero.

Rispetto alla maggior parte dei testi che si occupa di "petrolio", questo lavoro tratta tanto aspetti storici e geopolitici, quanto squisitamente tecnici, cercando di fornire al lettore un quadro di orientamento sistematico e completo del business petrolifero. Per questi motivi è l'unico testo nel suo genere a disposizione nel panorama formativo italiano e figura come lettura consigliata alla CASS.

La stesura del volume è arricchita da un nutrito numero di grafici, tabelle ed esercitazioni pratiche. Lo scopo è fornire un percorso guidato teorico-pratico di ausilio alle nuove leve del trading internazionale e a tutti coloro che desiderano comprendere i motivi per cui le quotazioni del greggio e dei

prodotti petroliferi continuano a oscillare con frequenza impressionante tra massimi e minimi storici, attraverso la comprensione degli scenari economici e di settore, identificando gli interessi di attori storici e nuovi che operano sui mercati fisici e *paper*.

La struttura del volume segue una sequenza logica. I primi due capitoli tracciano le variabili di riferimento e gli intrecci tra i protagonisti dello scenario petrolifero internazionale. Il terzo capitolo tratta la raffinazione dal punto di vista degli *economics* e illustra lo scenario mondiale attuale e di lungo periodo. Nel quarto capitolo è affrontato il tema della formazione dei prezzi e gli aspetti contrattuali relativi al trading e allo shipping. I successivi due capitoli conducono il lettore nel mondo dei derivati e spiegano come avviene l'impiego dei più diffusi strumenti di gestione destinati ad accrescere la sicurezza nella conduzione della gestione aziendale (attività di *price risk management*). Il settimo e ultimo capitolo è dedicato alle sfide legate al cambiamento climatico e al conseguente recente complesso mondo del trading di biocarburanti.

Il risultato finale, spero vivamente, sia per tutti voi, un testo scritto in maniera semplice e diretta, al tempo stesso ricco e vivace, che rifletta le variegate esperienze professionali e tutta la passione del suo autore.

Un ringraziamento speciale va ad Alessandro Della Casa, per il supporto morale e la sua usuale disponibilità a dispensare preziosi suggerimenti. Ringrazio anche Giovanni Gianni, per la sua impareggiabile competenza in materia di trading nei biocarburanti.

Nell'augurarvi una piacevole lettura, desidero rivolgere un saluto finale a un potenziale neo-lettore speciale: mio figlio Davide.

Marzo 2015

Fabio Di Benedetto

1. I PROTAGONISTI NELLA STORIA DEL PETROLIO

1.1. Dalla Standard Oil ai nuovi protagonisti del petrolio

Affrontare il tema del comprendere le ragioni che impattano su prezzi e volatilità dei mercati petroliferi è un esercizio delicato e d'interesse generale, perché gli effetti che ne derivano sono destinati a interessare un pubblico ben più ampio rispetto alle società e agli operatori coinvolti direttamente negli scambi. A differenza di altre *commodity*, l'andamento dei prezzi del greggio si ripercuote indistintamente tanto sulle popolazioni che traggono profitto dal suo sfruttamento, quanto su quelle che hanno necessità di acquistare i suoi preziosi derivati. La conseguenza è che in tale meccanismo sono coinvolti non solo governi e imprese del settore, ma soprattutto i cittadini, che ogni giorno vedono il proprio portafogli ampliarsi o restringersi secondo l'altalena delle quotazioni del greggio, riflessa nei prezzi del carburante e nel processo di ripercussioni a catena che ne deriva.

Quale incidenza assume dunque il prezzo del greggio sull'andamento dell'economia mondiale? Quali sono le conseguenze delle sue violente oscillazioni per i paesi maggiormente industrializzati e per quelli con economia in via di sviluppo? È davvero tutto vantaggioso per i paesi Opec e per tutte le società petrolifere quando i prezzi del barile s'impennano? Come mai neppure la drammatica recessione del decennio in corso ha interrotto la loro corsa? Qual è il futuro per l'industria della raffinazione, oggi profondamente in crisi? Quali sono le nuove frontiere in materia di biocarburanti?

Ecco le principali questioni sul tavolo a cui questo testo tenta di dare una risposta con un approccio semplice e diretto, basato sulla logica dei fatti e l'analisi dei fattori presi in esame nel tempo.

Fin dall'inizio del secolo scorso, i prezzi del greggio sul mercato internazionale hanno avuto un andamento anomalo. Essi erano originariamente fissati a New York, nella sede della Standard Oil di John Davidson Rocke-

feller, il cui ferreo monopolio fu spezzato dall'Antitrust statunitense su intervento del presidente Theodore Roosevelt.

La Standard Oil nasceva ancora prima, come un trust nel 1871 e controllava tre delle principali società americane: Exxon, Mobil Oil e Chevron.

Dallo smembramento di quell'impero, nacquero le celebri *Sette Sorelle*. Delle altre quattro, due erano sempre americane: Gulf e Texaco; le altre due europee: Royal Dutch-Shell e British Petroleum – più comunemente note come Shell e BP.

British Petroleum, Chevron, Exxon, Gulf, Mobil, Shell e Texaco costituiscono il primo vero e proprio cartello oligopolista operante nel settore della produzione, raffinazione e distribuzione del greggio e dei suoi derivati.

Nonostante le critiche al loro dominio incontrastato, non solo nel campo della politica petrolifera, ma persino in quello commerciale e militare internazionale, va ascritto a merito delle Sette Sorelle l'aver mantenuto il prezzo del petrolio per oltre trent'anni molto basso. Senza il loro cartello non si sarebbe avuto il boom degli anni Cinquanta. L'accordo in essere prevedeva l'istituzione di un prezzo controllato del greggio fissato sulla base delle previsioni di domanda e offerta dei paesi consumatori e produttori. Esso doveva garantire un adeguato ritorno economico ai paesi produttori e «non il razionamento della scarsità, ma lo sviluppo la distribuzione ordinati nell'abbondanza»¹.

1.2. Tratti e strategie delle grandi società petrolifere integrate

Può definirsi una grande compagnia petrolifera integrata, un'organizzazione attiva nella filiera completa in cui è suddivisibile la catena del valore che connota il business petrolifero, con particolare riferimento a:

- ricerca, sviluppo, produzione e vendita di petrolio e gas – cosiddetto *upstream*;
- trasporto via nave o tramite pipeline – cosiddetto *midstream*;
- raffinazione – anello di congiunzione tra *midstream* e *downstream*;
- *cargo market*, extrarete e rete – cosiddetto *downstream*;

Rientrano all'interno di questa categoria le odierne *Major Oil Companies*, le nuove *International Oil Companies* apparse sullo scenario mondiale in seguito e per molteplici tratti anche alcune compagnie di stato (*National Oil Companies*).

Lo scenario internazionale muta drasticamente con la nascita dell'Opec

¹ Vedi: R. Valvelli (2007), *Petrolio e dopo?*, Etas, Milano, p. 121.

nel 1960, che comporta, nel giro di pochi anni, la tendenza a riappropriarsi della propria autonomia nell'imporre l'andamento desiderato al prezzo del barile da parte dei paesi produttori a cavallo con gli anni Settanta.

Le *Majors* per restare su un mercato più complesso e articolato hanno dunque dovuto operare rilevanti ristrutturazioni interne e realizzare una complessa serie di fusioni per rafforzarsi, giacché in futuro non ci sarebbero più stati gli stessi spazi di sviluppo garantiti invece nel passato. Le prime ad avvertire questa necessità sono state le compagnie nordamericane, seguite poi da quelle europee. I punti centrali di questa evoluzione sono stati:

Eliminazione delle attività non strategiche e concentrazione sul *core business* tramite l'implementazione di una strategia selettiva tesa a garantire un'adeguata concentrazione sia geografica, sia di business – a vantaggio della presenza nell'*upstream*, mettendo in comune i sistemi logistici ed eliminando le sovrapposizioni nel *downstream* (chiudendo o vendendo ogni capacità in eccesso).

Taglio dei costi e beneficio dalle sinergie derivanti dalle ristrutturazioni organizzative e dalla centralizzazione delle attività di ricerca e sviluppo.

Integrazione delle attività estrattive e logistiche.

Nuovo approccio alla collaborazione con i paesi produttori in tutti i settori energetici (produzione di greggio e gas, raffinazione e distribuzione).

Tutto ciò è stato necessario per sostenere nella misura auspicata i valori dei corsi azionari di queste grandi imprese.

Dopo l'avvio di una fase espansionista, ci si focalizza nella corsa all'accaparramento delle riserve produttive e nella dismissione delle attività ritenute non strategiche. Questa politica, ancora in corso, contrasta con la scarsità, a livello mondiale, di buone falde. Se si escludono, infatti, i paesi del Golfo e la Russia, dove emergono accordi per costituire *joint ventures* secondo logiche profondamente diverse da quelle degli anni Settanta e Ottanta, le compagnie petrolifere internazionali stanno concentrando i loro sforzi esplorativi nella regione del Caspio, in Africa occidentale, in America Latina e America settentrionale attraverso le nuove frontiere dell'olio di scisto e delle sabbie bituminose.

Nel giro di poco tempo, a cavallo tra fine anni Novanta e inizio del nuovo millennio, partono le grandi alleanze e le fusioni che portano alle *Major Oil Companies* della nuova generazione. Le sette sorelle diventano quattro. La Exxon nel 1998 si unisce alla Mobil con una fusione 70% e 30% del valore di settantasette miliardi di dollari e una capitalizzazione in borsa di 238

miliardi di dollari². Nasce un colosso che rappresenta ancora la prima compagnia petrolifera al mondo. BP si rafforza, nello stesso anno, unendo le forze con Amoco – una transazione da 54 miliardi di dollari per un valore di borsa di 146 miliardi di dollari, in seguito anche con la Arco. Chevron, dopo aver acquisito negli anni Ottanta la Gulf, nel 2000 si fonde con la Texaco – un passaggio di quote per trentacinque miliardi di dollari per un valore di borsa di oltre 100 miliardi di dollari.

Alle *Majors* si affiancano le cosiddette grandi compagnie integrate internazionali (*International Oil Companies* – IOCs): Total realizza dal 1998 due fusioni, la prima con il gruppo belga Fina e poi con la ELF – con un valore di borsa pari a 100 miliardi di dollari. Nasce nel 1999 Repsol-YPF, tramite la fusione tra la più grande compagnia spagnola e quella che detiene il 50% del mercato petrolifero argentino. Conoco acquista nel 2001 la Phillips Petroleum per oltre 15 miliardi di dollari e formano una compagnia da 35 miliardi di dollari. Per completare il panorama, a questi gruppi di compagnie si accomunano le nuove grandi *Majors* russe: Lukoil, Rosneft, Tatneft e Sibneft.

Nel mondo petrolifero, ad appannaggio delle citate grandi società internazionali, figura anche il comparto di quelle compagnie controllate dai governi: le NOCs (*National Oil Companies*). Le compagnie di stato hanno un ruolo rilevante nello scacchiere mondiale. Le principali sono la Saudi Aramco, la Kuwait Petroleum Company, la National Iranian Oil Company, la messicana Pemex, la norvegese Statoil, la brasiliana Petrobras e la azera Socar. Accanto alle società di stato dei paesi produttori sono comparse anche società di stato del calibro della russa Gazprom e le cinesi Petrochina, China Petroleum e Sinopec. Le NOCs sono oggi un riferimento per tutti, poiché nelle loro mani si concentra il grosso delle riserve mondiali di petrolio e la maggior parte degli investimenti in nuova capacità di raffinazione.

Contemporaneamente, le prospettive di sviluppo di alcune aree a forte presenza delle grandi compagnie petrolifere, tra le quali i giacimenti del Mare del Nord e del Golfo del Messico, appaiono in costante declino, per la bassa produttività dei siti via via scoperti, la progressiva peggiore loro qualità e le nuove norme sulla trivellazione nel c.d. *deep offshore* seguite al grave incidente del 2010 avvenuto nel Golfo del Messico.

Le operazioni di concentrazione e sviluppo nell'*upstream* rivoluzionano l'assetto del mondo petrolifero. Da una parte creando un divario in termini di capitalizzazione, utili, produzione e riserve, tra questi grandi gruppi su

² Le cifre per il valore di queste fusioni tra grandi Compagnie petrolifere sono quelle riportate nel *Glossario dell'Industria Petroliera* (2002), ENI, p. 308.

scala globale e le restanti società del settore, dall'altro lasciando spazio a nuovi operatori che si concentrano nelle aree oggetto di dismissione. Se vediamo nello scopo principale di ogni processo di fusione la volontà di ridurre i costi attraverso lo sfruttamento di economie di scala, aumentare la produzione e le riserve, migliorare il posizionamento competitivo su scala globale, accedere a nuove aree geografiche, diminuire la competizione e sfruttare sinergie nella logistica a livello mondiale, allora è possibile individuare nel processo di concentrazione attuato nell'ultimo quarto di secolo la fase conclusiva della razionalizzazione avviata durante gli anni Settanta.

Le compagnie internazionali hanno gradualmente abbandonato il settore della raffinazione. In questi spazi si concentra lo sviluppo delle società nazionali (*National Oil Companies*) impegnate nella costruzione di nuovi impianti non solo nelle principali aree estrattive, ma anche tramite investimenti diretti nei paesi consumatori.

Un esempio calzante di questo nuovo trend è la strategia perseguita dalla compagnia di stato saudita Aramco. Da una parte i sauditi continuano gli ingenti investimenti nel loro paese per renderlo al più presto il principale polo della raffinazione di petrolio al mondo. Questi investimenti, che valorizzano le esportazioni, creano posti di lavoro e quindi aggregano un forte consenso politico interno. D'altro canto l'Arabia Saudita rafforza e stringe nuove e più articolate alleanze con i governi e le principali società estere, come quella con Shell per gestire in Texas la raffineria di Port Arthur. Un esempio di mossa strategica per stabilizzare le vendite di greggio, rafforzare la *partnership* con un'importante società internazionale come Shell (con cui avere un utile scambio di competenze) e quella con gli Stati Uniti, a loro volta favorevoli dal punto di vista di chi desidera migliorare la propria sicurezza energetica. Altrettanto dicasi sul fronte orientale dove la stessa Aramco ha stipulato accordi con la Cina per la costruzione congiunta di una nuova raffineria in Arabia Saudita. Questi esempi rendono evidenti i più complessi odierni connotati assunti dal business petrolifero e il nuovo tipo d'intrecci di politica internazionale.

In questi spazi si inseriscono a forza anche le principali società russe, sull'onda della rinnovata politica energetica voluta dal Cremlino. Dopo una repentina serie di fusioni interne e alleanze, appaiono sullo scenario globale acquisendo importanti *asset* internazionali e connotandosi come nuove IOCs. È l'inizio di una serie di alleanze e acquisizioni in aree strategiche produttive e del *downstream*. Tra gli accordi di *partnership* raggiunti dalle società russe, ricordiamo l'acquisto e la partecipazione nelle due più importanti raffinerie costiere italiane; la siciliana Isab, oggi controllata per intero da Lukoil e la Saras in Sardegna, ceduta in parte dalla famiglia Moratti a Rosneft. Un disegno strategico che ha consegnato alla Russia un ruolo di

leadership nella raffinazione in Italia e nel Mediterraneo.

Intanto il gruppo russo Gazprom estende il suo raggio di azione in Europa e Africa settentrionale, avviando contatti e stringendo alleanze nel settore Oil&Gas soprattutto con grandi compagnie a partecipazione statale, tra cui il gruppo italiano ENI. La Russia influenza inoltre il modo di fare business. Si deve, infatti, ai russi la novità di riportare in auge un approccio ai negoziati di tipo *Government to Government*, in netta distinzione dal più consolidato recente modello *business to business* che vede coinvolte esclusivamente le aziende senza interventi e negoziati politico-governativi.

Come diretta conseguenza del nuovo scenario illustrato, non sorprende la *top ten* 2013 stilata dal Platts con riferimento alle prime compagnie del settore Oil&Gas: 1) *Exxon-Mobil*, 2) *Chevron*, 3) *Shell*, 4) *Gazprom*, 5) *Statoil*, 6) *Total*, 7) *Lukoil*, 8) *Petrochina*, 9) *Rosneft*, 10) *China Petroleum*.

La presenza delle nuove IOC russe e cinesi determinano la retrocessione di due grandi società del calibro di BP e ConocoPhillips, rispettivamente all'undicesimo e al tredicesimo posto. La nostra ENI figura al ventunesimo posto, preceduta in classifica dalla società russa Surgutneftegas e dal nuovo colosso indiano della raffinazione Reliance.

1.3. Il ruolo dei raffinatori, le Trading House e i Broker

Con riguardo al settore della raffinazione al momento ci limitiamo a definire "raffinatori" quelle società che possiedono esclusivamente o principalmente raffinerie e operano nel mercato petrolifero tramite l'acquisto di greggio e la vendita di prodotti via nave (*cargo market*), via pipeline o ex raffineria al mercato extrarete o alla distribuzione finale. Ne sono esempi Valero, Reliance, Essar, LG-Caltex e la Saras.

L'attività tipica svolta dalle società di trading sul mercato fisico è finalizzata all'acquisto e la successiva rivendita di greggio e prodotti petroliferi a scopi di lucro. Tradizionalmente l'attività di una compagnia di trading non richiede la proprietà di *asset*, tuttavia le moderne grandi *Trading House* possiedono spesso navi cisterne, raffinerie e stoccaggi in tutto il mondo. Rivestono il delicato compito di favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta a livello globale assumendosi rischi in genere molto maggiori rispetto a quelli tollerati dalle altre compagnie petrolifere. L'attività e il loro ruolo si completa con la pluralità dei servizi di *price risk management* offerti anche a molte società che, per dimensione o missione, non avrebbero altrimenti accesso ai mercati *futures*.

Assunte via via dimensioni maggiori sui mercati, dopo un drastico processo di selezione nel corso degli anni Ottanta e Novanta, i grandi trader

operano con un core business molto articolato: dall'attività di gestione navi, alla logistica, alla raffinazione si aggiunge spesso una rilevante presenza nell'*upstream* tramite accordi di *supply* o partecipazioni dirette, a cui affiancano un'intensa attività sul mercato *paper*. Oggi le grandi *trading house* internazionali, come Glencore, Vitol, Trafigura, Gunvor e Mercuria, per le dimensioni raggiunte in termini di fatturato, presenza geografica, integrazione e diversificazione del portafoglio strategico lungo la catena del valore e di capitalizzazione in borsa (quando quotate), si configurano come soggetti antagonisti delle IOC nel settore petrolifero.

Nel voler operare un confronto con le società petrolifere, la *value proposition* delle società di trading è spesso diversa ma complementare rispetto a queste ultime. I trader si sviluppano grazie alla speculazione associata alla volatilità, alla distanza e alla varietà stessa dei vari mercati petroliferi: in pratica su un terreno friabile e rischioso che spesso le società petrolifere e i raffinatori puri tendono a evitare.

Con riferimento alle attività tradizionalmente svolte, il cosiddetto *back-to-back deal* costituisce l'operazione meno rischiosa. In questo tipo di transazione, il trader acquista dal produttore e vende sincronicamente al compratore una partita di greggio o di prodotti finiti. Accanto a questo tipo di operazioni, si può decidere di assumere una posizione sul mercato in previsione di un certo andamento futuro. In questi casi, per la società di trading, i rischi e le responsabilità aumentano. Qualora la visione del mercato preveda un rialzo dei prezzi, si deciderà di acquistare nel presente un carico allo scopo di rivenderlo in un momento successivo, traendo profitto dalle differenze temporali nei prezzi di mercato – assumendo in questo caso una posizione fisica “lunga”. Al contrario, se il mercato è visto in discesa, il trader può decidere di vendere a pronti un carico che acquisterà in un momento successivo (assumendo una posizione cosiddetta “corta”). Allo scopo di perseguire finalità di questo tipo, alcune società acquistano talvolta carichi di greggio che immagazzinano, anche per lunghi periodi, per rivenderli in periodi attesi più favorevoli di mercato. Un'altra attività tipica svolta dalle *trading house* è di cogliere le differenze di prezzi tra greggi e prodotti valorizzati in aree geografiche diverse – cosiddetti arbitraggi. Vista dall'alto, quest'attività contribuisce a livellare i prezzi internazionali nel tempo. Circostanza impossibile senza una gestione capillare dei flussi delle merci tra le diverse aree del mondo.

La differenza tra il trader e il broker consiste nella posizione di assoluta neutralità assunta negli scambi da quest'ultimo. I broker, infatti, operano come mediatori, allo scopo di fare incontrare sui mercati internazionali la domanda e l'offerta a fronte di una commissione. Non assumono pertanto la titolarità del carico e non sono soggetti alle oscillazioni dei prezzi del be-