

L'IMPATTO DELLA CRISI ECONOMICA SUL DISTRETTO CARTARIO DI LUCCA

Daniele Mocchi<sup>1</sup>, Alessio Monticelli<sup>2</sup>

SOMMARIO<sup>3</sup>

Il distretto cartario di Lucca è composto da centinaia di imprese coinvolte nella filiera produttiva della lavorazione della carta, che hanno un impatto economico molto elevato sull'economia della provincia di Lucca, in termini di occupazione, valore aggiunto, commercio estero, internazionalizzazione della produzione.

Il *paper* analizza l'impatto della crisi economica iniziata nel 2008 sulle performance economiche e finanziarie delle imprese locali, effettuando un'analisi sui bilanci aziendali delle imprese aggregate per settori omogenei della filiera, quali sono le imprese che producono la carta *tissue* e le imprese che producono cartone e ondulati. Il presente lavoro di analisi prenderà in considerazione i bilanci ufficiali di un campione d'imprese durante il periodo 2008-2012.

---

<sup>1</sup> Istituto di Studi e Ricerche, corso Rosselli 2, 54033 Carrara (MS), e-mail: daniele.mocchi@ms.camcom.it

<sup>2</sup> Idealab srl, via Valentini, 14 (Palazzo dell'Industria), 59100, Prato (PO), e-mail: a.monticelli@idealabsrl.it.

<sup>3</sup> Il presente contributo rappresenta un primo risultato, ancora parziale e provvisorio, del progetto di ricerca "La filiera del distretto cartario di Lucca" finanziato dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, che si ringrazia per il supporto fornito. Si ringrazia, inoltre, Giuseppe Calabrese per le elaborazioni condotte sul database dei bilanci.

## **1. Introduzione<sup>4</sup>**

Il presente lavoro vuole analizzare l'impatto della crisi economica sulle performance economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese del settore cartario della provincia di Lucca, effettuando un'analisi aggregata sui bilanci aziendali delle attività appartenenti ai comparti della carta *tissue* e del cartone e ondulati.

I "bilanci somma" di ogni comparto sono stati confrontati con quelli delle corrispondenti imprese italiane, al fine di individuarne le differenze nelle strutture economiche e finanziarie. Più in particolare, la struttura economica delle imprese è stata analizzata utilizzando le dinamiche 2008-2012 e i livelli raggiunti dai ricavi, dal valore aggiunto e dagli investimenti fissi lordi, mentre la struttura finanziaria fa riferimento alle componenti del debito, al peso degli oneri finanziari, all'individuazione del rischio finanziario. Infine, la scomposizione degli indici di redditività consente di interpretare le modalità con le quali la crisi influenza le performance reddituali delle imprese.

L'analisi è stata condotta su un campione chiuso, rappresentato da 1.447 imprese nazionali, di cui 66 per la provincia di Lucca, di cui si può disporre di dati contabili dal 2008 al 2012. I bilanci sono stati raccolti utilizzando il data-base AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane – Bureau Van Dijck, 2013).

Questa scelta di focalizzare lo studio su un campione temporalmente omogeneo consente di valutare più correttamente l'evoluzione degli aggregati e indicatori di bilancio, in quanto in tale perimetro non vengono incluse variazioni negli stessi intervenuti in seguito a fenomeni demografici (entrata/uscita di bilanci dal campione e dai vari aggregati per fenomeni di costituzione/cessazione di impresa, variazioni nel valore della produzione e/o nel numero di addetti).

Tale scelta ha naturalmente compromesso la possibilità di fare un'analisi omogenea per comparti, vista la scarsa numerosità (in termini di bilanci disponibili) di alcune specializzazioni su base provinciale, riconducendo il tutto ad un'analisi sull'aggregato e per forma dimensionale di impresa.

## **2. L'universo di riferimento**

Dal punto di vista dimensionale sono state individuate tre categorie che abbiamo convenzionalmente chiamato "micro", "piccola" e "medio-grande". E' bene evidenziare che l'attribuzione della tipologia di impresa alle varie classi di fatturato<sup>5</sup> non corrisponde a quella indicata da Eurostat, nella quale le soglie dimensionali sono notevolmente superiori (le loro piccole partono dalle nostre grandi), ma è soltanto una classificazione convenzionale più attinente alle caratteristiche del tessuto economico locale.

---

<sup>4</sup> Per l'analisi svolta, sebbene sia stata sviluppata in comune dai due autori, la responsabilità dei paragrafi 3 e 4 è attribuibile a Daniele Mocchi, e quella dei paragrafi 5 e 6 ad Alessio Monticelli.

<sup>5</sup> Per micro si è inteso attività con fatturato inferiore a 2 milioni di euro, per piccole attività con fatturato tra 2 e 10 milioni, per medio-grandi quelle attività con fatturato superiore a 10 milioni.

Secondo tale articolazione, il 20% delle società di capitali del cartario aventi sede legale in provincia di Lucca sono classificabili convenzionalmente come micro imprese, contro una media nazionale del 45%. Le unità piccole sono il 29% (36% in Italia), quelle di medio-grandi dimensioni sono la maggioranza relativa, il 52% (19% in Italia).

Già da questi primi dati si comprende come le società appartenenti al distretto cartario lucchese possano vantare in generale una dimensione fisica decisamente superiore a quella media nazionale. Elementi che vengono confermati dai dati di bilancio, esposti in tabella 1.

*Tabella 1 – La dimensione media aziendale delle imprese del settore nel 2012. Valori medi. Lucca, Italia*

<b>Dimensione media aziendale 2012</b>	<b>Lucca</b>	<b>Italia</b>
Fatturato	10.230.427	2.379.240
Valore aggiunto	1.556.039	563.418
Utile di esercizio	23.138	13.009
Investimenti strutturali	1.736.771	631.929
Patrimonializzazione	2.279.586	539.504

### **3. Il fatturato, il valore aggiunto, l'utile, gli investimenti**

L'impatto della crisi economica si è fatto sentire sulle società del cartario lucchese, ma realmente soltanto nel 2012. Dall'analisi dei 66 bilanci locali del campione chiuso emerge come le società più importanti del territorio abbiano segnato nel 2012 una contrazione del proprio fatturato, nella misura del -2,9% a valori costanti rispetto all'anno precedente<sup>6</sup>.

Tuttavia, le società hanno avuto la capacità di comprimere i propri costi di struttura (produzione e personale) al punto tale da far comunque crescere la propria redditività secondaria (valore aggiunto e mol), a fronte invece di un calo molto marcato delle imprese nazionali.

Inoltre, se guardiamo agli andamenti dell'intero periodo analizzato, possiamo osservare come, in termini reali, il settore è riuscito globalmente a consolidare il proprio fatturato (+1,7%), più di quanto non abbiano fatto le imprese del resto del Paese, ad aumentare il proprio valore aggiunto e a subire un piccolo arretramento del margine operativo lordo, probabilmente per un minor ricorso agli ammortizzatori sociali rispetto alle imprese nazionali (si veda tendenza del costo del lavoro nel paragrafo successivo).

In generale, da questi primi dati, sembra emergere un settore in grado di rispondere alla crisi, essendo dotato di una struttura dimensionale, una solidità patrimoniale ed una capacità di penetrazione sui mercati internazionali adeguata alle difficili sfide imprenditoriali lanciate dall'attuale contesto economico.

Naturalmente, come per moltissimi altri casi settoriali, anche per il cartario vale in un

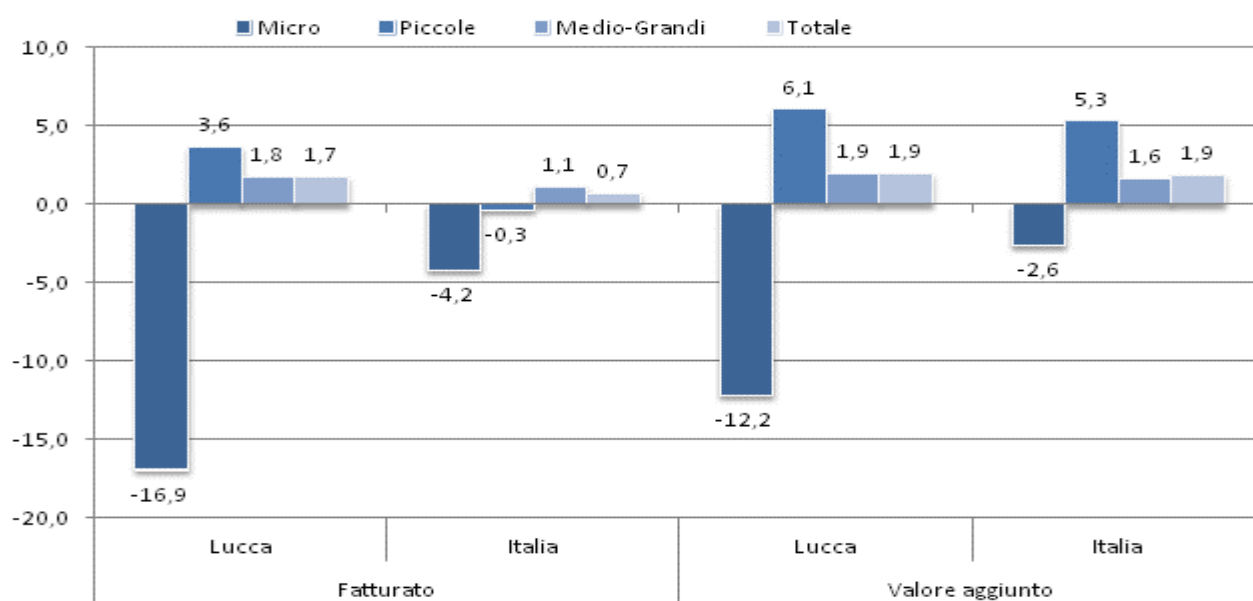
<sup>6</sup> Le variazioni relative al fatturato, al valore aggiunto sono state tradotte in termini reali, deflazionando i valori correnti con l'indice ISTAT dei prezzi medi annui nazionali relativi alla produzione dei prodotti "fabbricazione di carta e prodotti di carta" ricondotti a base 2008.

qualche modo il principio della diretta proporzionalità tra dimensione di impresa e performance economiche, proprio per i motivi richiamati poc'anzi.

Particolarmente difficile, infatti, risulta la situazione delle imprese micro che mediamente si sono viste ridurre il loro fatturato tra il 2008 e il 2012, in termini reali, di quasi il -17% all'anno, a fronte di una media nazionale del -4%, con ricadute pesanti anche sugli aggregati reddituali successivi. Diversamente, le piccole e medio-grandi realtà hanno mostrato di saper rispondere alla crisi, facendo meglio anche delle colleghe nazionali.

*Tabella 2 - Variazione annua del fatturato, del valore aggiunto e del margine operativo lordo delle imprese del settore nel periodo 2008-2012 e tasso medio composto di variazione del periodo. Variazioni a prezzi costanti. Lucca, Italia*

Anni	Fatturato		Valore aggiunto		MOL	
	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia
2009	5,0	-4,9	30,1	12,8	42,8	27,5
2010	3,4	6,6	-16,4	-4,0	-28,1	-8,6
2011	1,7	4,6	-4,2	-0,5	-10,7	-3,2
2012	-2,9	-3,1	3,6	-3,0	1,6	-11,1
2008-2012	1,7	0,7	1,9	1,9	-1,7	0,1



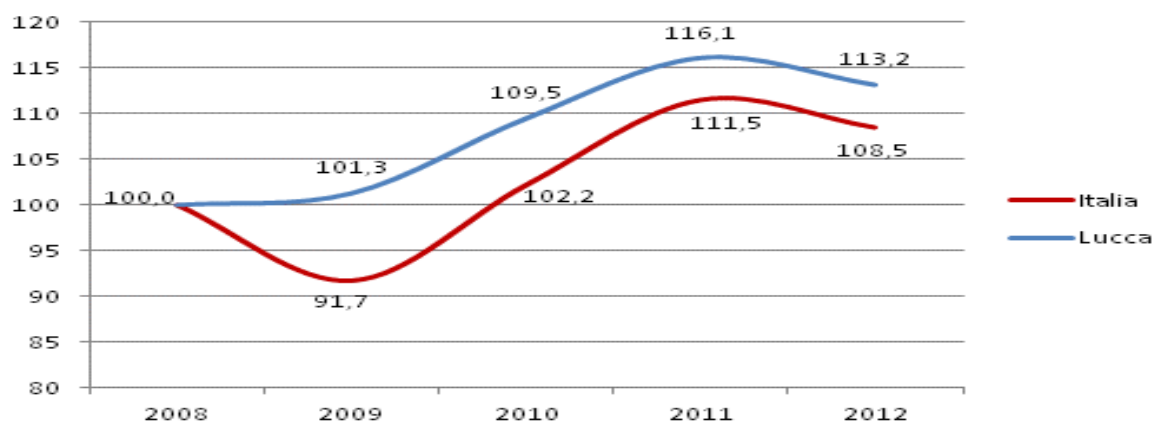
*Figura 1 – Tasso medio composto di variazione del fatturato e del valore aggiunto delle imprese del settore nel periodo 2008-2012, per tipologia dimensionale. Variazioni a prezzi costanti. Lucca, Italia*

Questi andamenti hanno prodotto una redditività netta positiva, pari allo 0,5% dei ricavi nel 2012, che però è circa la metà del risultato nazionale. Significativo comunque rilevare che dal 2008, nonostante la crisi, le imprese del distretto cartario di Lucca, come quelle del resto del Paese, non hanno mai chiuso con un risultato di esercizio negativo.

*Tabella 3 – Evoluzione dell'utile di esercizio (in rapporto ai ricavi) nel periodo 2008-2012 nelle imprese del settore e per tipologia dimensionale. Lucca, Italia*

Anni	UTILE DI ESERCIZIO							
	Totale		Micro		Piccole		Medio-Grandi	
	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia
2008	1,0%	1,0%	4,6%	1,1%	0,5%	0,9%	1,0%	1,0%
2009	3,5%	2,7%	0,9%	0,8%	1,4%	1,2%	3,5%	3,0%
2010	1,2%	2,5%	1,0%	1,7%	1,8%	1,8%	1,2%	2,6%
2011	0,0%	2,0%	4,3%	2,3%	1,1%	1,4%	-0,1%	2,0%
2012	0,5%	1,0%	4,9%	0,4%	-0,2%	0,9%	0,5%	1,0%

Dal lato degli investimenti strutturali, che mediamente per ogni impresa cartaria lucchese ammontano a 1,7 milioni di euro - valore quasi triplo alla media nazionale - la dinamica degli ultimi anni indica una buona propensione ad investire, nonostante le generali maggiori ristrettezze creditizie applicate dal sistema bancario. Solo nell'ultimo anno gli investimenti fissi lordi si sono contratti di circa -3%, in termini reali.<sup>7</sup>



*Figura 2 – Variazione media annua degli investimenti strutturali delle imprese del settore nel periodo 2008-2012. Variazioni a prezzi costanti. Lucca, Italia*

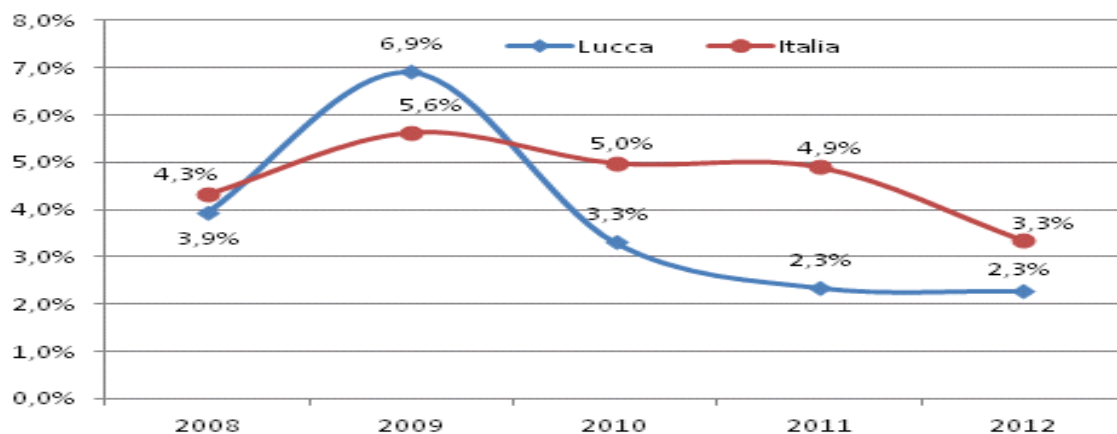
#### 4. La redditività e la produttività

Per misurare la redditività operativa aziendale, l'indicatore per antonomasia è il ROI

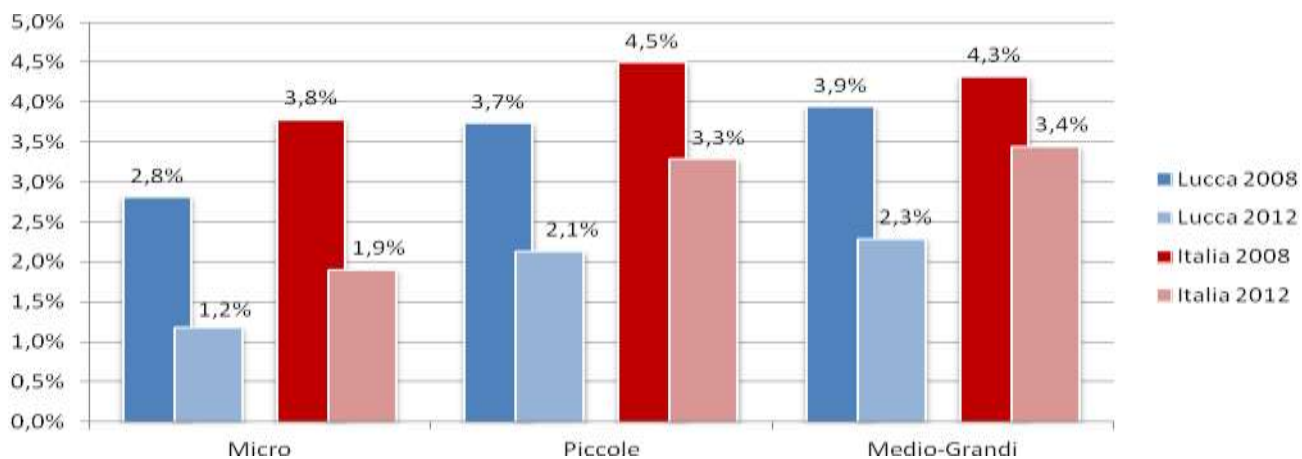
<sup>7</sup> Le variazioni relative agli investimenti sono state tradotte in termini reali, deflazionando i valori correnti con l'indice ISTAT dei prezzi nazionali alla produzione dei beni strumentali, ricondotti a base 2008.

<sup>8</sup>(*return on investment*), in quanto è in grado di segnalare l'attitudine dell'impresa a rendere congruamente proficui gli investimenti di capitale al servizio della gestione caratteristica.

La tendenza degli ultimi cinque anni denota per la provincia di Lucca una sensibile riduzione di tale indicatore, con una stabilizzazione, però, nell'ultimo biennio che comunque mantiene il valore sotto la soglia della media nazionale (gap di 1 punto). Sono soprattutto le micro imprese quelle che denotano il maggior ridimensionamento su scala locale, avendo più che dimezzato nel 2012 i valori del 2008.



*Figura 3 – Evoluzione del ROI operativo nel periodo 2008-2012 nelle imprese del settore. Lucca, Italia*



*Figura 4 – Evoluzione del ROI operativo nelle imprese del settore, per forma dimensionale di impresa. Confronto anno 2008, anno 2012. Lucca, Italia*

Rispetto alle determinanti che compongono il ROI - che si ricorda sono principalmente la redditività delle vendite (ROS)<sup>9</sup> e il ritorno del capitale investito<sup>10</sup> - è utile far osservare come

<sup>8</sup> Il Roi è dato dal rapporto tra Margine operative netto e Capitale operativo investito netto.

<sup>9</sup> Il ROS è il rapporto tra il margine operativo netto e i ricavi di vendita.

ci sia una separazione tra micro impresa da un lato e PMI dall'altro. Separazione che spiega una diversa strategia competitiva tra le due tipologie. Più precisamente, il ROI è maggiormente influenzato nelle unità di più piccole dimensioni da un elevato ROS (strategia di differenziazione), mentre le imprese di più grande dimensione riescono a comprimere maggiormente la forbice ricavi/costi puntando su un più elevato turn over del capitale, ossia sul numero di volte che nel corso dell'anno il capitale torna in forma liquida (strategia di leadership di costo).

Questa differenziazione è correlata sostanzialmente al diverso potere contrattuale delle due tipologie di attività: in genere, le aziende di maggiori dimensioni riescono ad avere dei cicli di circolante di misura ridotta, perché hanno la forza di costringere i loro fornitori a tempi di consegna molto brevi, sino addirittura al just in time, con conseguente riduzione dei tempi di giacenza delle scorte. Non solo, riescono al contempo a pattuire con i loro clienti tempi di riscossione brevi e con i propri fornitori tempi di pagamento lunghi. Il loro Ros, quindi, è tradizionalmente basso, nel nostro caso al 2% (quando non inferiore), proprio perché il circolante rientra in poco più di 10 mesi (308 giorni).

Le imprese micro non riescono invece a fare questa politica competitiva, e sono costrette, *obtorto collo*, a puntare su una politica di differenziazione e su un livello più elevato nel rapporto qualità/prezzo (infatti hanno il Ros al 2,5%), avendo un ritorno del capitale di circa 25 mesi (748 giorni).

Guardando al nostro caso, in linea generale la redditività delle vendite si è fissata nel distretto cartario lucchese complessivamente considerato nel 2012 all'1,9%, perdendo un punto e mezzo dal 2008. In Italia, i margini delle imprese sono un po' più ampi (Ros al 2,7%). Contestualmente, la durata media del circolante è rimasta inchiodata a Lucca sui 310 giorni circa, come cinque anni prima, mentre in Italia si è contratta nel periodo di una quindicina di giorni.

Il mantenimento di un ciclo del circolante ancora lungo, connesso ad una riduzione del mark up, non è un fenomeno positivo sotto l'aspetto finanziario, perché ha ripercussioni sul fabbisogno finanziario necessario per lo svolgimento della gestione corrente, interessando quindi un maggior ricorso a fonti di copertura.

---

<sup>10</sup> Il Capital turnover è calcolato come  $360/(\text{ricavi}/\text{capitale operativo investito netto})$ .

*Tabella 4 – Evoluzione del ROS e del Capital turnover (espresso in giorni) nel periodo 2008-2012 nelle imprese del settore. Lucca, Italia*

Anni	ROS		Capital Turnover (in gg)	
	Lucca	Italia	Lucca	Italia
2008	3,4%	3,7%	309	309
2009	6,0%	5,2%	310	334
2010	2,8%	4,4%	300	321
2011	2,0%	4,1%	301	298
2012	1,9%	2,7%	307	293



*Figura 5 – ROS e Capital turnover a confronto nelle imprese del settore di Lucca, per fasce dimensionali. Dati 2012*

La produttività è un indicatore fondamentale nell'epoca moderna perché è una proxy della capacità competitiva di un sistema: essa infatti misura la capacità di combinare economicamente le risorse della produzione. Risorse che sono appunto capitale e lavoro.

L'indicatore che per antonomasia ci consente di capire come si sta muovendo un determinato sistema produttivo sul versante della competitività e della capacità di remunerare i propri fattori è il CLUP<sup>11</sup>, ovvero il costo del lavoro per unità prodotta.

Perché è così importante il CLUP? Perché un suo innalzamento significa una riduzione della redditività operativa aziendale o, comunque, una minore capacità della «ricchezza in più» creata dall'impresa (il valore aggiunto appunto) di remunerare gli altri fattori della produzione. In altre parole, significa una minore disponibilità di risorse per la copertura degli oneri finanziari, per le tasse e, soprattutto, per realizzare un autofinanziamento da reimmettere in azienda per investimenti futuri.

Nel 2012, in media, ogni società del sistema cartario di Lucca ha sostenuto un costo complessivo per il personale di 873 mila euro, superiore sia a quello dell'anno precedente (+1,9%), che rispetto al 2008 (+26,6%). Contestualmente, le imprese italiane hanno un costo

<sup>11</sup> Il CLUP è dato dal rapporto tra il costo del lavoro e il valore aggiunto prodotto.



del lavoro attuale di 393 mila, che nell'ultimo anno è addirittura diminuito (-0,8%), probabilmente anche per un maggior utilizzo degli ammortizzatori sociali, e dal 2008 è aumentato soltanto del +5%.

L'incremento di questa voce di costo, così forte in particolare per le imprese lucchesi, è una delle determinanti del rialzo del Clup: 5 punti in più rispetto al 2008. Peggioramento della produttività del lavoro che è sostanzialmente ascrivibile a tutte le tipologie dimensionali. Nel confronto con il 2011 l'indicatore appare, invece, sostanzialmente stabile, anzi in leggera diminuzione.

Va detto che in questo caso, seppur la dinamica del costo del lavoro a Lucca sia stata particolarmente accentuata, il raffronto tra la produttività di questa provincia e quella delle imprese nazionali resta ancora oggi a vantaggio della prima, avendo un Clup inferiore di circa 4,5 punti alla media italiana. Vantaggio che si registra su tutte le formule dimensionali, ed in modo particolare nelle micro.

*Tabella 5 – Evoluzione del costo del lavoro per unità prodotta nel periodo 2008-2012 nelle imprese del settore e per tipologia dimensionale. Lucca, Italia*

Anni	CLUP							
	Totale		Micro		Piccole		Medio-Grandi	
	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia
2008	52,8%	61,6%	54,9%	67,6%	65,1%	80,2%	52,5%	58,3%
2009	48,0%	56,7%	60,9%	71,5%	62,9%	69,0%	47,7%	53,9%
2010	55,4%	58,9%	61,6%	69,5%	61,5%	67,4%	55,2%	56,7%
2011	58,0%	59,9%	57,3%	70,6%	64,0%	68,3%	57,9%	57,8%
2012	57,8%	62,2%	56,6%	71,9%	69,3%	70,0%	57,5%	60,4%

A fronte di questi dati, ci è parso interessante comprendere se davvero, nell'arco del quinquennio analizzato, possano individuarsi tipologie vincenti e perdenti. Lo abbiamo fatto, partendo dalla consapevolezza, come evidenziano anche questi dati, che negli ultimi anni siamo in presenza di un allargamento della forbice tra imprese migliori e imprese peggiori, che molto richiama alle forme dimensionali di impresa, ma non solo.

Per questo, abbiamo approntato una matrice che ci consente di separare il raggruppamento delle imprese con le peggiori performance da quello con i migliori risultati di bilancio nell'ultimo quinquennio. Matrice che è stata costruita scegliendo, sull'asse delle ascisse, il tasso di sviluppo dei ricavi nell'ultimo lustro (a valori costanti) e sulle ordinate il Roi operativo medio del periodo analizzato.

Le risultanze che emergono sono molto interessanti e utili al fine di capire quali sono le imprese lucchesi vincenti e quelle che invece rischiano di trovarsi ai margini del mercato.

Da un punto di vista competitivo, non si notano tipologie pienamente "vincenti". Molto più chiaramente invece emerge come la dimensione micro sia quella in crisi, avendo registrato

una decrescita media annua dei ricavi di circa il -17% tra il 2008 e il 2008 e avendo annoverato un Roi medio nel periodo che non va oltre l'1,2%.

La maggioranza delle imprese, considerata anche la distribuzione dimensionale del settore a Lucca vista in precedenza, e che si rifà al segmento medio-grande, è concentrata nel quadrante delle attività “prudenti”, poiché ad un tasso di sviluppo dei ricavi di poco inferiore alla media generale ha associato una redditività degli investimenti leggermente più alta.

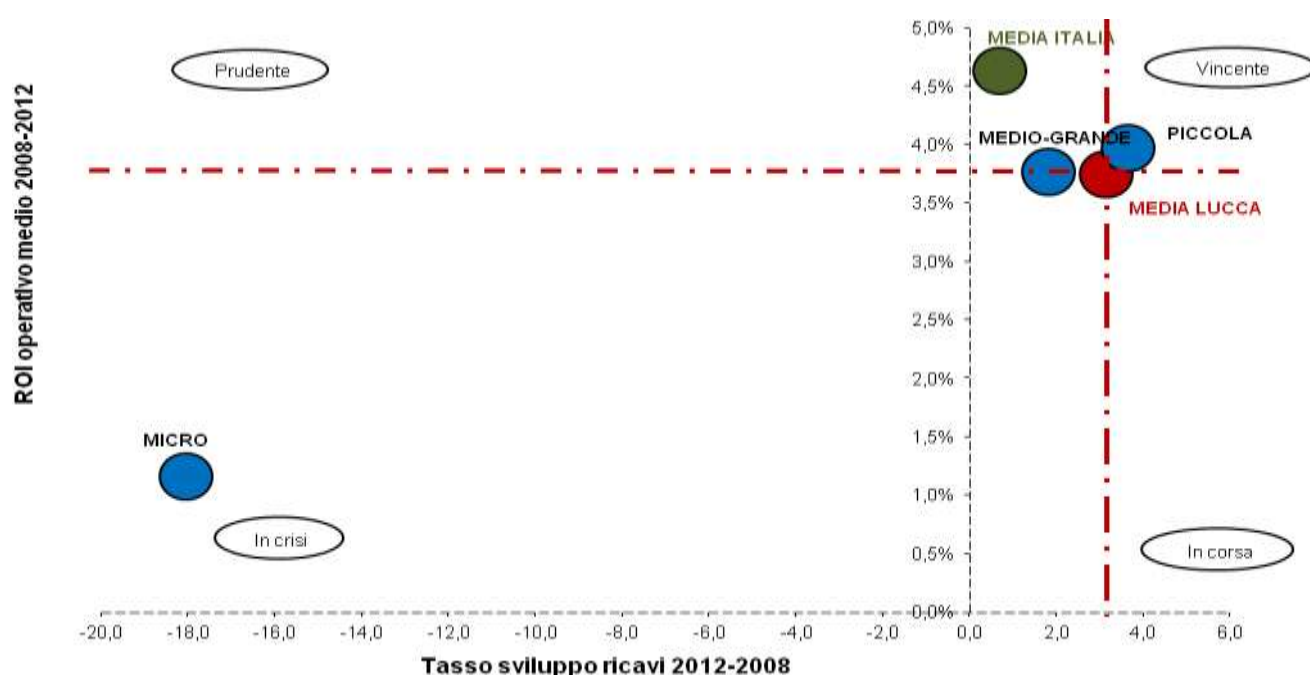


Figura 6 - Il posizionamento competitivo delle singole tipologie dimensionali per la provincia di Lucca e media nazionale nel periodo 2008-2012.

## 5. Crisi economica ed “equilibrio finanziario”

In questo paragrafo si prenderà in considerazione l’aspetto finanziario dei bilanci del settore cartario per il periodo 2008-2012. In generale, saranno analizzati gli effetti dell’attuale contesto di crisi sulle condizioni di solvibilità e sugli equilibri finanziari delle imprese tanto nel distretto cartario di Lucca quanto nel resto del Paese, tenuto conto (quando significativo) dell’esame dei *ratios* di bilancio anche sotto il profilo dimensionale (microimprese, piccole imprese e imprese medio-grandi).

L’analisi “finanziaria” condotta sui bilanci aggregati ha inizio con l’esame dell’autofinanziamento operativo lordo aziendale, sintetizzato attraverso l’indicatore cd. *Cash Flow Ros* [Margine Operativo Lordo (MOL)/Ricavi], che rappresenta il logico collegamento tra l’area operativa d’impresa, cioè quell’area in cui si determina la creazione della ricchezza dal punto vista economico-produttivo, e gli aspetti maggiormente legati alla finanza aziendale.

Dopo aver esaminato l'effettivo livello dell'autofinanziamento operativo lordo saranno analizzate le determinanti più significative dell'equilibrio finanziario d'impresa: costo medio dell'indebitamento (Rod finanziario: oneri finanziari/debiti finanziari), finanziamento del fatturato (totale debiti/ricavi), patrimonializzazione aziendale (*Ownership* o "autonomia finanziaria": patrimonio netto/totale attivo) e *Coverage* degli interessi passivi (MOL/oneri finanziari). L'esame combinato dei differenti indicatori consentirà di mettere a punto una sorta di "mappatura" del rischio finanziario aziendale su base territoriale. L'analisi si concluderà con una valutazione quantitativa di tipo "micro" relativamente al *financial risk* delle singole imprese del settore cartario nazionale, con un focus specifico relativo al sistema distrettuale lucchese.

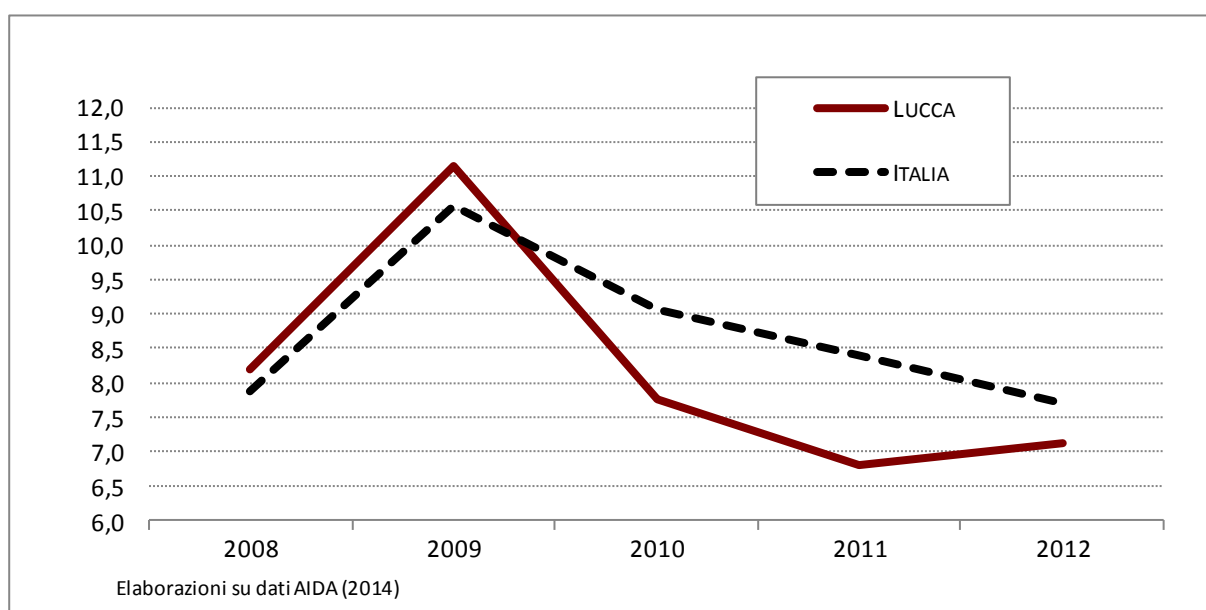


Figura 7. *Cash-Flow Ros (Mol/Ricavi; valori %). Lucca, Italia (2008-2012)*

Se nel periodo "post-crisi" il complessivo giro d'affari del cartario di Lucca ha sostanzialmente tenuto (Cagr-ricavi 2008-2012: +1,7%) la situazione appare più complicata sul versante della difesa dei livelli di autofinanziamento operativo (*Cash Flow Ros*: Mol/Ricavi), che invece presentano una flessione di ca. -1 punto percentuale (p.p.). Situazione diversa per le imprese nazionali del settore che presentano una maggiore tenuta relativamente ai livelli medi di autofinanziamento operativo (-0,2 p.p. rispetto al 2008) (figura 7). Tuttavia, il 2012 si presenta in complesso come un anno di "stabilizzazione" per il distretto di Lucca, nonostante i livelli di *Cash Flow-Ros* siano inferiori al 2008. Tra le pieghe dei dati medi aggregati occorre evidenziare le maggiori differenze presenti sotto il profilo dimensionale. In effetti, alla flessione dell'autofinanziamento delle imprese medio-grandi (*Cash-flow Ros*: 7,2%; dati 2012) e (in misura più lieve) delle cd. piccole imprese lucchesi (4,1%) si accompagna un miglioramento per le microimprese del distretto (12,2%). Tale risultato, in

parte controintuitivo vista la dinamica relativa allo sviluppo di questo tipo di aziende, è frutto soprattutto del netto calo del costo del lavoro, che ha quindi assorbito una quota molto inferiore del valore aggiunto operativo<sup>12</sup>.

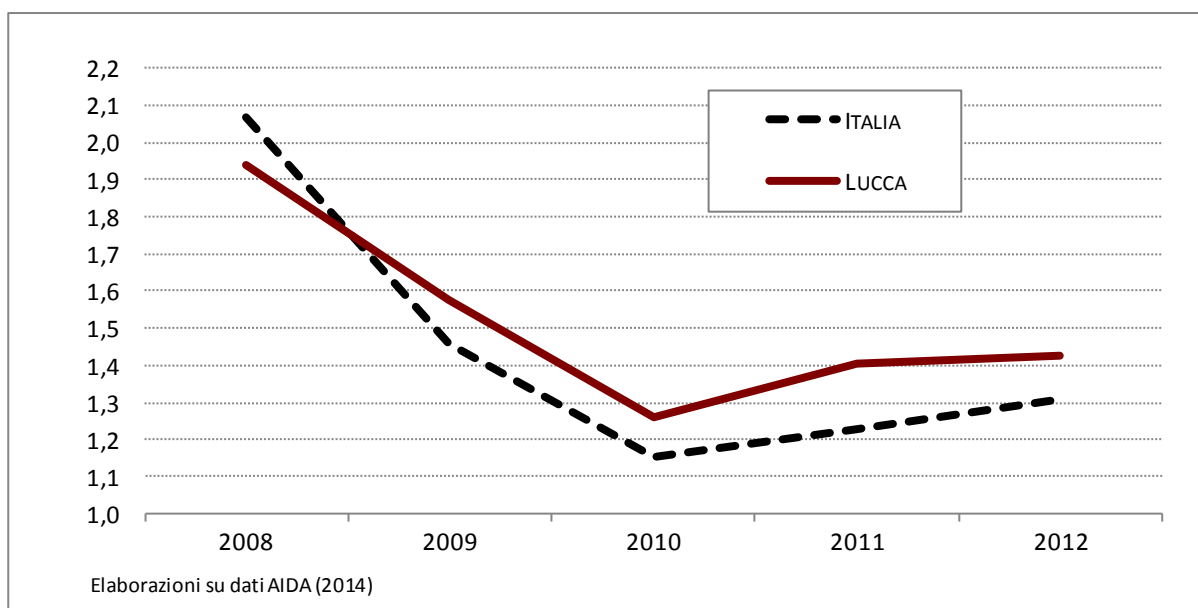


Figura 8. Incidenza degli oneri finanziari (OF/Ricavi; valori %). Lucca, Italia (2008-2012)

Inoltre, guardando ad alcuni aspetti strettamente legati all'area finanziaria d'impresa richiamati in precedenza, il quadro del settore tende a confermare risultati peggiori per il distretto cartario di Lucca. Ciò è vero in particolare prendendo in considerazione il costo del debito finanziario in termini d'incidenza sui ricavi di vendita e il Rod-finanziario. In effetti, la crisi ha avuto delle ricadute significative da questi punti di vista. Osservando i bilanci del 2008 (quelli meno influenzati dall'impatto della crisi, soprattutto con riferimento all'area strettamente finanziaria) la situazione vedeva il distretto di Lucca meglio posizionato relativamente all'incidenza degli interessi passivi sui ricavi di vendita (Lucca :1,94% vs. Italia: 2,07%) (figura 8). Nel 2008 anche il costo medio del debito (Rod-finanziario)<sup>13</sup> risultava più contenuto nel distretto lucchese rispetto al resto del Paese (Lucca: 7,2% vs. Italia: 7,8%) (figura 9). Dopo la Grande Recessione, nonostante tanto l'incidenza degli oneri finanziari quanto il Rod-finanziario siano diminuiti, in entrambi i casi i suddetti *ratios* hanno finito per collocarsi su valori più elevati nella provincia di Lucca. Infatti, i consuntivi del

<sup>12</sup> In effetti nel periodo considerato il costo medio del lavoro nelle microimprese lucchesi si è contratto di circa il -35% contro un aumento osservabile nelle altre imprese (+25% ca. nelle imprese medio-grandi). Anche su base nazionale le microimprese presentano un costo medio del lavoro in calo ma su livelli nettamente più contenuti (-5,6%). Inoltre, la dinamica del costo del lavoro si combina a un complessivo sforzo delle microimprese del distretto di Lucca nel difficile bilanciamento tra recupero di produttività via costi e/o attraverso l'*up-grading* di prodotto.

<sup>13</sup> L'analisi relativa al Rod-finanziario e all'intensità dell'indebitamento si riferisce al campione di bilanci del settore cartario dov'è presente il dettaglio relativo alla posta contabile dei debiti finanziari ("Debiti verso banche").

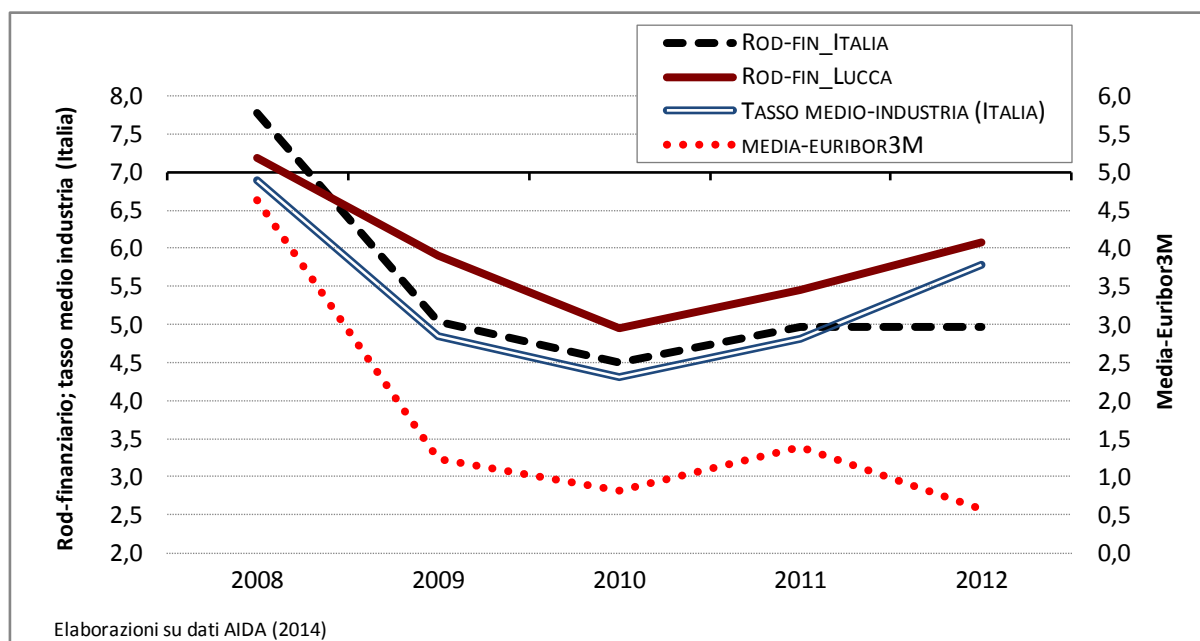


Figura 9. Costo medio del debito (Rod-finanziario: oneri finanziari/debiti finanziari), tasso medio applicato nell'industria e media annua-Euribor3M (valori %). Lucca, Italia (2008-2012)

distretto lucchese relativi al 2012 mostrano un'incidenza degli interessi passivi sui ricavi pari a 1,43% contro l'1,31% calcolato su base nazionale, risultando così in crescita nel biennio 2011-2012. Inoltre, la crescita dell'indicatore in esame durante tale periodo è per molta parte imputabile all'aumento del costo medio del debito bancario che, nel settore cartario e nel sistema industriale nel suo complesso, è tornato a crescere dopo il 2010. Nel 2009-2010 il minor costo del debito è essenzialmente imputabile agli effetti "indiretti" dovuti allo *shock* della crisi, che ha determinato la messa in atto di politiche monetarie accomodanti, con il conseguente abbassamento dei tassi ufficiali di riferimento. A partire dal 2010 i dati evidenziano una crescita del *pricing* medio applicato alle imprese evidenziato dal sostanziale disallineamento tra il costo medio del debito delle aziende cartarie e i tassi di riferimento (Euribor3M).

Tale andamento, seppur condiviso tanto a livello nazionale quanto a Lucca, mostra quindi una crescita del Rod-finanziario che deriva da elementi che potremmo ricondurre, se non del tutto almeno in parte, alla valutazione del rischio di credito da parte del sistema bancario. In effetti, il differenziale fra il Rod-finanziario e i tassi di riferimento di mercato (una grezza approssimazione dello *spread*) mostra come nel distretto di Lucca il *pricing* del rischio di credito sia mediamente salito più che altrove.

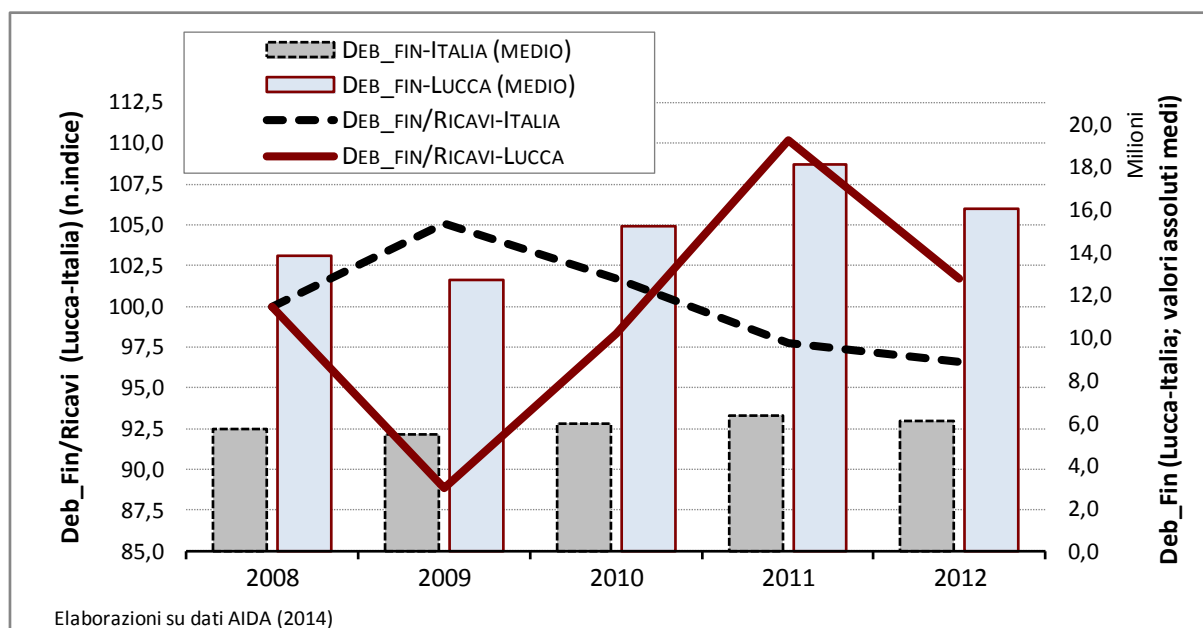


Figura 10. Intensità dell'indebitamento (debiti finanziari/ricavi; n. indice 2008=100) e debiti finanziari medi di bilancio (valori assoluti). Lucca, Italia (2008-2012)

In prima battuta una possibile spiegazione potrebbe essere riconducibile all'andamento dei livelli medi di marginalità operativa lorda che, nonostante il lieve miglioramento del 2012, sono risultati ancora in tensione posizionandosi al di sotto dei valori del 2008-2009. Un'altra possibile chiave interpretativa di questo fenomeno è rappresentata dall'analisi dell'intensità dell'indebitamento finanziario (debiti finanziari/ricavi; figura 10) che, in modo coerente con la dinamica della spesa per investimenti, tende a posizionarsi su valori mediamente più elevati rispetto al 2008 (+1,7 punti percentuali vs. 2008). Infatti, pur collocandosi su livelli di poco inferiori a quelli nazionali (Lucca: 0,29 vs. Italia: 0,33; dati 2012) l'intensità dell'indebitamento a Lucca è lievemente cresciuta rispetto all'inizio della crisi. La dinamica del costo per interessi trova infine un'ulteriore possibile giustificazione guardando al "valore assoluto" dei debiti finanziari medi che le imprese del distretto di Lucca sopportano in confronto alla media nazionale (Lucca: 16milioni di euro vs. Italia: 6milioni di euro; dati 2012). La dinamica del costo del debito, che dal punto di vista strettamente economico evidenzia una maggiore spesa per interessi a carico delle imprese lucchesi, sembrerebbe riflettere la necessità di presidiare i mercati di riferimento anche grazie al finanziamento della spesa per investimenti, operazione non del tutto scontata in una fase congiunturale così critica (soprattutto guardando alle stringenti condizioni di equilibrio all'interno del mercato del credito). D'altro canto, se il settore cartario è un settore "pesante", ovvero che necessita di ingenti investimenti, ciò è probabilmente ancor più vero nel caso del distretto di Lucca dove le imprese sono mediamente più strutturate.

Tabella 6 – Finanziamento del fatturato (Debiti/Ricavi) per tipologia dimensionale. Lucca, Italia (2008-2012)

Anni	FINANZIAMENTO DEL FATTURATO							
	Totale		Micro		Piccole		Medio-Grandi	
	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia	Lucca	Italia
2008	0,599	0,591	0,585	0,708	0,489	0,580	0,603	0,587
2009	0,589	0,624	0,566	0,778	0,511	0,629	0,592	0,616
2010	0,575	0,614	0,928	0,786	0,501	0,622	0,576	0,605
2011	0,590	0,574	0,788	0,792	0,529	0,606	0,592	0,560
2012	0,575	0,573	0,802	0,832	0,584	0,610	0,574	0,558

Spostando l'attenzione sul totale dell'indebitamento aziendale (finanziario e non) i risultati sono generalmente abbastanza "positivi", dal momento che l'incidenza dei debiti totali aziendali rappresenta il 57%-60% del fatturato complessivo tanto a Lucca che nel resto del Paese (tabella 6). Quindi, il sistema cartario nel suo complesso presenta un livello di rischio legata all'indebitamento che si colloca comunque in un'area "di controllo" anche guardando alla sola incidenza dei debiti finanziari. La situazione tende a mutare se disaggregiamo i risultati sotto il profilo dimensionale: da questo punto di vista, infatti, le microimprese presentano una situazione di maggior rischio sia a Lucca che altrove (Finanziamento del fatturato\_Lucca-microimprese: 0,802; Finanziamento del fatturato\_Italia-microimprese: 0,832; dati 2012).

## 6. L'analisi del rischio finanziario

Dopo aver considerato alcuni dei principali indicatori relativi all'area finanziaria e, in particolare, alla solidità delle imprese, occorre spostare il profilo di analisi su un piano che consenta di effettuare un esame dell'effettivo "posizionamento finanziario" delle aziende cartarie durante la crisi. Per fare questo si prenderanno in considerazione due indicatori (*Ownership* o "autonomia finanziaria" e *Coverage*)<sup>14</sup> che consentiranno di evidenziare il profilo di rischio delle imprese del settore (tabella 7).

In primo luogo, sarà opportuno tracciare il quadro di riferimento dei due indicatori in questione considerando, come nel resto del *paper*, l'ottica di analisi fondata sul cd. "bilancio-somma", che rappresenta le performance di bilancio in un'ottica maggiormente di tipo "macro" rispetto a un territorio/settore/etc. L'analisi si estenderà poi a un esame più

<sup>14</sup> L'indicatore di *Ownership* (Patrimonio Netto/Attivo) rappresenta il grado di capitalizzazione e (quindi) d'indipendenza finanziaria aziendale, mentre il cd. indicatore di *Coverage* (Mol/oneri finanziari) rappresenta la capacità dell'impresa di "coprire" col proprio autofinanziamento operativo lordo la spesa per interessi passivi. Nel caso dell'indicatore di *Ownership* il valore parametrico è pari a 0,33 (cioè il patrimonio netto aziendale dovrebbe rappresentare almeno 1/3 del totale dei finanziamenti aziendali). Senza entrare a fondo sul punto specifico, occorre sottolineare che tale valore parametrico attiene alla "copertura" delle possibili perdite latenti di bilancio in un'ottica di "liquidazione" aziendale. Per quanto riguarda invece l'indicatore di *Coverage*, quest'ultimo dovrebbe essere superiore a "1", cioè il margine operativo lordo dovrebbe essere superiore al costo del debito finanziario.

qualitativo e orientato all’approccio di tipo “micro”, che consentirà di descrivere il *financial risk* delle singole unità aziendali. Infine, “incrociando” gli indicatori di redditività e solvibilità si tenterà di delineare il gruppo di imprese del distretto cartario di Lucca che meglio hanno risposto alla crisi su entrambi i profili di analisi.

*Tabella 7 – Ownership (Autonomia finanziaria: Pn/Attivo; valori %) e Coverage (Mol/oneri finanziari). Lucca, Italia (2008-2012)*

ANNI	OWNERSHIP		COVERAGE	
	Lucca	Italia	Lucca	Italia
2008	37,2	34,8	4,2	3,8
2009	39,5	36,5	7,1	7,3
2010	38,8	35,0	6,2	7,9
2011	36,9	35,1	4,8	6,8
2012	39,3	35,6	5,0	5,9

I valori medi relativi agli indicatori di “rischio finanziario” evidenziano una situazione dove le imprese del cartario lucchese presentano un maggior livello di capitalizzazione, cui si accompagna una performance peggiore dal lato della “copertura” degli oneri finanziari. Tale dinamica risente, ovviamente, dell’andamento delle singole variabili in esame. Com’è stato sottolineato nel paragrafo precedente, a Lucca, il costo per interessi è stato relativamente più elevato. Tuttavia, sono proprio le aziende lucchesi a mostrare un maggior grado di “ownership” (39,3%; dati 2012) e, in sostanza, come per la media nazionale, a posizionarsi in un’area mediamente “no risk” tanto con riferimento alla patrimonializzazione aziendale quanto guardando al “coverage”. Ma questa analisi non descrive fino in fondo (e nelle sue varie sfaccettature) quello che è stato l’impatto della crisi sulla dinamica di medio periodo delle singole imprese. Dal punto di vista micro, infatti, è importante valutare come le imprese si distribuiscono rispetto ai valori parametrici di *Ownership* (33%) e di *Coverage* (“1”). In questo modo, è idealmente possibile suddividere l’universo delle imprese in quattro categorie a seconda del loro posizionamento su un sistema di assi cartesiano (centrato sui valori parametrici di cui sopra)<sup>15</sup>. I risultati di sintesi di questo tipo di analisi sono stati riportati nella figura 11 all’interno dei singoli quadranti evidenziando il confronto Italia-Lucca negli anni 2008 e 2012.

<sup>15</sup> Avremo così quattro aree di posizionamento: 1) Area di “solvibilità” (*Ownership*: maggiore/uguale a “33%” – *Coverage*: maggiore/uguale a “1”); 2) Area di “Bank Dependence” (dipendenza dalle banche) (*Ownership*: minore di “33%” – *Coverage*: maggiore/uguale a “1”); 3) Area di “Liquidity Crisis” (*Ownership*: maggiore/uguale a “33%” – *Coverage*: minore di “1”); 4) Area di “Financial Risk” (*Ownership*: minore di “33%” – *Coverage*: minore di “1”).



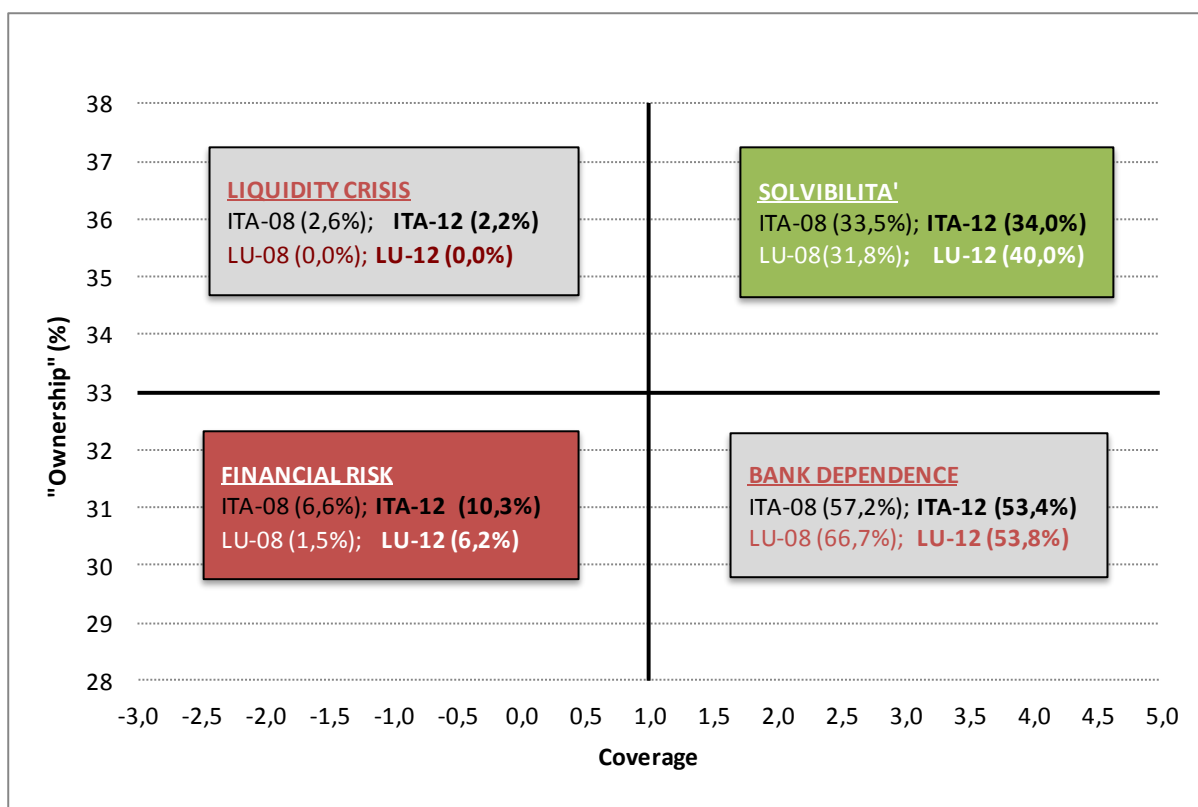


Figura 11. “Matrice” del posizionamento finanziario (Ownership – asse y; Coverage – asse x). Lucca, Italia (2008; 2012)

Anche al netto dei profili di criticità di cui si è discusso nel paragrafo precedente l’analisi del rischio finanziario tende a mettere in luce una migliore risposta di Lucca rispetto alla situazione del settore su base nazionale. Almeno sotto il profilo strettamente finanziario a Lucca, tra il 2008 e il 2012, è aumentata la quota d’imprese che si collocano nell’area cd. di “solvibilità” (40%), che risulta alla fine del periodo superiore alla quota d’imprese cd. “solvibili” rilevate su base nazionale (34%) (sostanzialmente stabile tra il 2008 e il 2012). Inoltre, l’altro elemento che fa propendere per una valutazione migliore della performance di Lucca è l’analisi del posizionamento nell’area di “Financial Risk” (Ownership: minore di “33%” – Coverage: minore di “1”), in cui si colloca appena il 6,2% delle imprese lucchesi rispetto alla quota del 10,3% riscontrabile in Italia nel corso del 2012. Certamente la crisi non è passata senza lasciare segni. Anche nel distretto cartario di Lucca, infatti, è cresciuto il numero d’imprese che presentano una bassa capitalizzazione e un livello di autofinanziamento operativo insufficiente a coprire la spesa per interessi sul debito. Ma la quota più consistente di aziende si colloca, come avviene in molti altri settori, all’interno della cd. area di “Bank Dependence”, in cui le imprese presentano un sufficiente livello di Coverage e un livello di capitalizzazione relativamente modesto. La questione importante è che tale quota, a livello nazionale ma soprattutto a Lucca, tende a diminuire e a ridistribuirsi all’interno delle altre aree di posizionamento. Sulla base dei risultati del 2012, tale dinamica sembrerebbe essersi concretizzata principalmente attraverso uno spostamento verso le aree di “solvibilità” (in

particolare a Lucca) e di “rischio finanziario” (soprattutto su base nazionale).

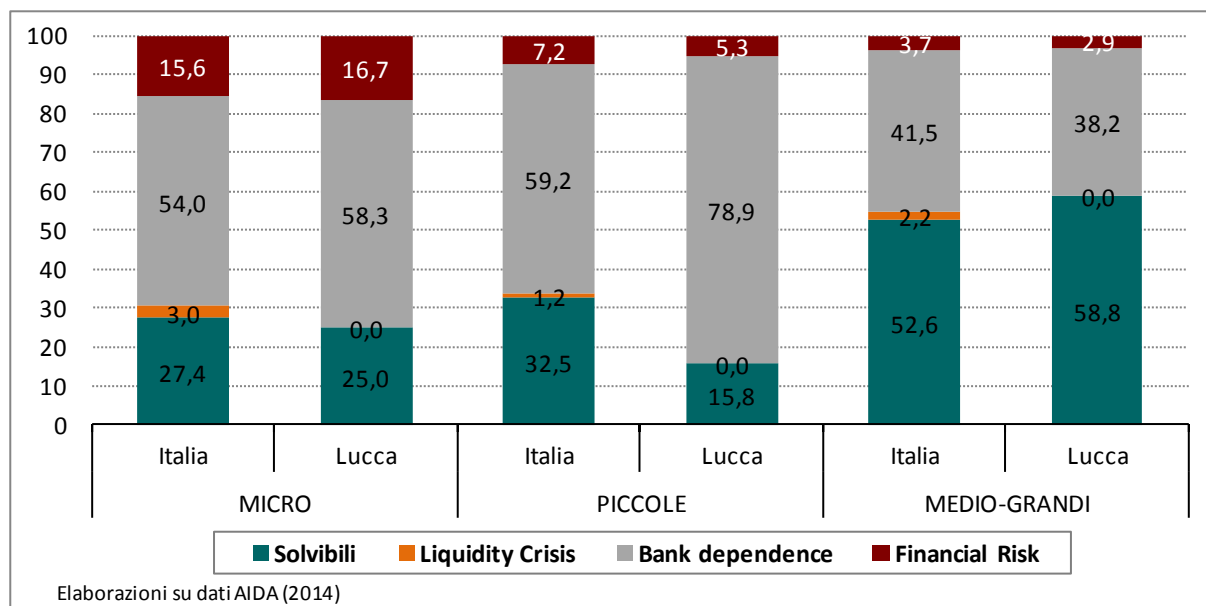


Figura 12. Posizionamento finanziario (*Ownership – Coverage*) per classe dimensionale (valori %). Lucca, Italia (anno 2012)

Se si analizzano i dati sotto il profilo della dimensione i risultati del 2012 forniscono indicazioni significative (figura 12). La migliore performance di Lucca è infatti ascrivibile soprattutto al posizionamento relativo alle imprese medio-grandi, che sembrano aver risposto meglio alla straordinarietà della crisi in atto. In effetti, sono proprio le imprese più strutturate a presentare i valori più elevati in termini di quote d’imprese cd. “solvibili” (*Ownership*: maggiore/uguale a “33%” – *Coverage*: maggiore/uguale a “1”: 58,8% del totale delle imprese medio-grandi) e valori relativamente più contenuti in termini d’imprese caratterizzate dal cd. “*Financial Risk*”. Ciò è vero anche su base nazionale, dove le imprese medio-grandi di settore risultano solvibili nel 52,6% dei casi e presentano un’incidenza molto contenuta della categoria “*Financial Risk*”. Situazione diametralmente opposta nel caso delle microimprese che tanto a Lucca quanto altrove presentano un’incidenza elevata di casi di “rischio finanziario” (Lucca: 16,7% vs. Italia: 15,6%) e un’incidenza relativa assai inferiore per quanto riguarda la “solvibilità” (Lucca: 25%; Italia: 27,4%).

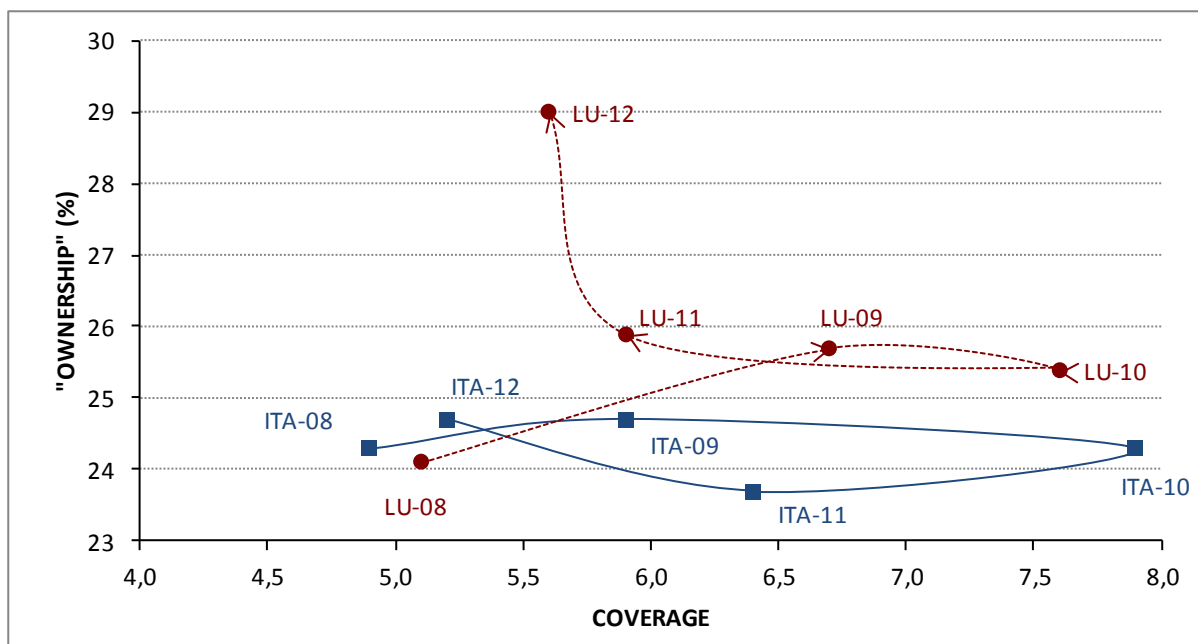


Figura 13. “Matrice” del posizionamento finanziario (*Ownership* – asse y; *Coverage* – asse x). Valori mediani. Lucca, Italia (2008-2012)

I valori “mediani” del *Coverage* e dell’*Ownership* (peraltro coerenti con la dinamica osservata sui due indicatori di rischio finanziario calcolati a livello di “bilancio-somma”) consentono di analizzare il differente posizionamento nel tempo delle imprese lucchesi rispetto a quelle nazionali, mantenendo però il profilo “micro” che è stato adottato nella messa a punto della matrice di posizionamento (figura 13). Adottando questo profilo di analisi non sorprende che l’impresa “mediana” si collochi all’interno della cd. area di “dipendenza dalle banche”. Tuttavia, se dal punto di vista del *Coverage* non si notano differenze significative nel confronto territoriale Lucca-Italia, è soprattutto dal lato dell’autonomia finanziaria che le performance di Lucca risultano migliori, facendo trasparire una netta crescita dei livelli di “ownership” (elemento cruciale di garanzia per i terzi nel caso di “liquidazione” aziendale). Inoltre, un migliore posizionamento del distretto cartario di Lucca è osservabile anche prendendo in considerazione le imprese che potremmo definire come casi di “best-solvibilità” in termini di posizionamento finanziario<sup>16</sup>. L’incrocio *Ownership* (y) – *Coverage* (x) mostra come le migliori aziende lucchesi siano posizionate su livelli di “solvibilità” superiori rispetto alle omologhe nazionali, tanto in termini di capitalizzazione (autonomia finanziaria) quanto con riferimento al *Coverage*, che tende ad aumentare in modo significativo durante la crisi. Inoltre, nell’elaborazione di figura 14 è possibile osservare che il gruppo delle imprese migliori sotto l’aspetto finanziario (combinando contemporaneamente i due indicatori) è cresciuto ovunque, ma in modo particolare a Lucca (dimensione della “bolla”), dove i casi di

<sup>16</sup> Le imprese che appartengono alla definizione di “best-solvibilità” sono quelle che si collocano nel quarto quartile della distribuzione campionaria incrociando contemporaneamente i singoli valori relativi all’*Ownership* e al *Coverage*.

*best-solvibilità* passano da una percentuale del 7,6% del totale nel 2008 al 13,6% nel 2012.

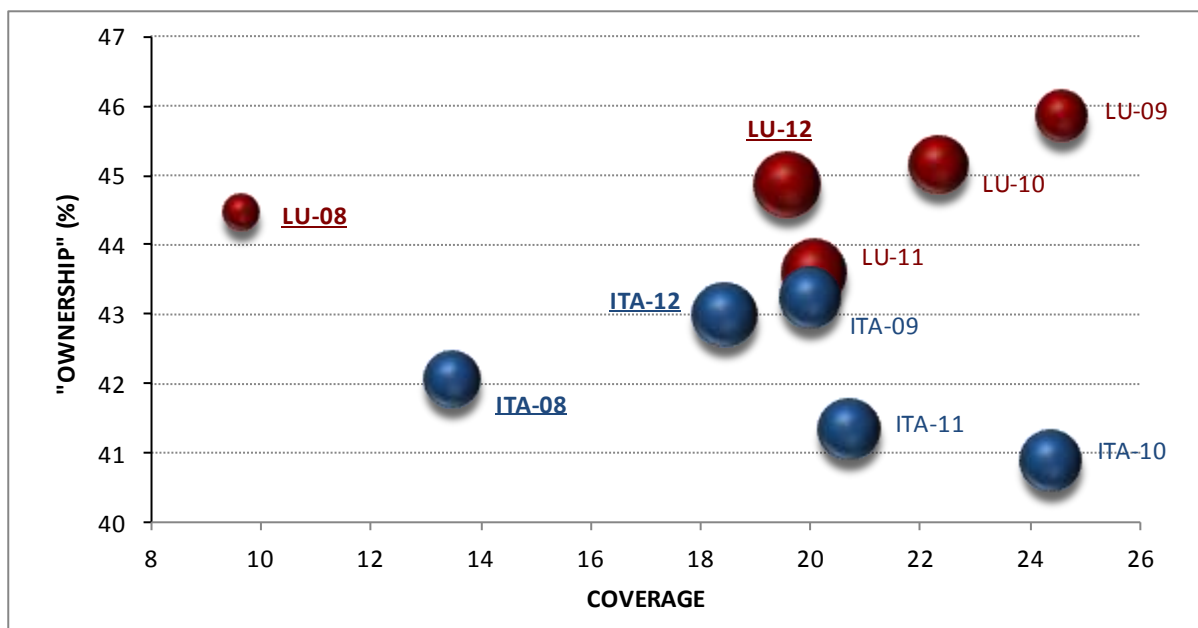


Figura 14. “Matrice” del posizionamento finanziario (*Ownership* – asse y; *Coverage* – asse x). “Best-solvibilità”. Lucca, Italia (2008-2012)

La nostra analisi sui bilanci del settore cartario si conclude collocando le singole imprese di Lucca che risultano “solvibili” nell’arco di tutto il quinquennio considerato all’interno della matrice di posizionamento competitivo di cui al paragrafo 4. Nel gruppo delle aziende sempre “solvibili” (16 imprese su 66: 24,2%<sup>17</sup>) le microimprese sono totalmente assenti e soltanto due sono le cd. imprese “piccole” (figura 15). Si tratta quindi per lo più d’imprese di medio-grandi dimensioni: nove presentano un fatturato che va oltre i 30milioni di euro e, di queste, quattro evidenziano un giro d’affari medio annuo di oltre 160milioni di euro. Le aziende caratterizzate da un sostanziale equilibrio finanziario in termini di solvibilità presentano tuttavia caratteristiche molto diverse in termini di redditività, produttività e, in generale, in termini di business. Le quattro imprese *best performer* (che si collocano nel quadrante in alto a destra: sviluppo dei ricavi e Roi-operativo superiori ai valori medi del distretto; figura 15) sono, infatti, aziende assai differenti tra loro. Le imprese S23 (società n. 23 del campione “chiuso” di Lucca; 15,4milioni di euro/n. 18 dipendenti; ricavi e dipendenti medi nel periodo 2008-2012) e S30 (4,4milioni di euro – 7 dipendenti) sono i casi aziendali

<sup>17</sup> La quota d’imprese sempre solvibili a livello nazionale è pari al 20% del totale.

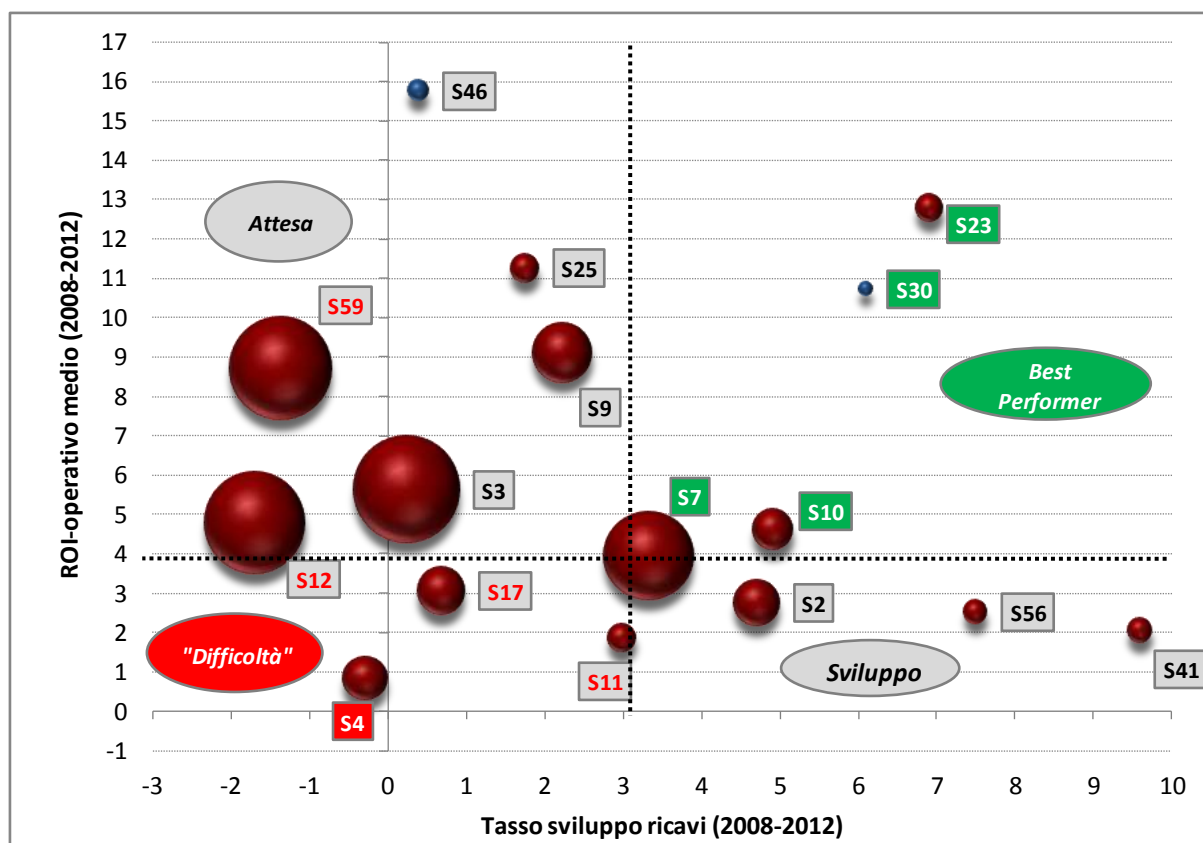


Figura 15. “Matrice” del posizionamento competitivo (Cagr-ricavi e Roi-operativo medio) per le imprese sempre “solvibili” (Ownership: maggiore/uguale di 33% – Coverage: maggiore/uguale di 1). Dimensione della “bolla” (fatturato medio aziendale). Colore della “bolla” (rosso = imprese medio-grandi; blu = imprese piccole). Lucca (2008-2012)

meglio “posizionati” secondo la nostra matrice. Queste imprese sono caratterizzate da un’elevata marginalità operativa, livelli di patrimonializzazione sopra la media e alta produttività (Clup). Le altre due aziende *best performer* (S7: 164,2milioni di euro – 189 dipendenti e S10: 33milioni di euro – 55 dipendenti) presentano un mix competitivo diverso, caratterizzato da minori margini (e minore produttività) ma da strutture aziendali nettamente più robuste. Discorso diverso per le imprese che si collocano nel quadrante opposto nella matrice di posizionamento (in basso a sinistra: “Difficoltà”; sviluppo dei ricavi e Roi-operativo sotto la media). Tuttavia, tenuto conto che stiamo parlando d’imprese sempre “solvibili” nel periodo considerato, non è ancora corretto etichettare tali aziende (S4, S17 e S11) come in “crisi”. In effetti, l’unica impresa che si potrebbe considerare in reale difficoltà è S4, che presenta una flessione dei ricavi, margini operativi netti risicati (negativi alla fine del periodo) e una perdita di bilancio nel corso del 2012. Le altre (S17 e S11), sebbene si posizionino sotto la media, presentano comunque uno sviluppo dei ricavi “positivo”, un miglioramento dal lato della produttività e una tenuta sul versante dei margini. Nel quadrante in basso a destra (“Sviluppo”: sviluppo dei ricavi sopra la media e Roi-operativo sotto la media) si collocano le tre aziende (S2, S56 e S41) che mostrano la maggiore vivacità dal lato

della dinamica del fatturato durante la crisi, cui si è anche accompagnata una crescita degli investimenti strutturali, strategia peraltro coerente con molte delle cd. imprese “solvibili” descritte nella figura 15. Tuttavia, la maggior parte delle aziende si posiziona nel quadrante in alto a sinistra (cd. “Attesa”) dove si evidenzia una dinamica peggiore dal lato dello sviluppo dei ricavi e una maggiore redditività del capitale investito nell’area operativa (Roi-operativo). In quest’area della matrice si collocano, inoltre, le tre imprese di maggiori dimensioni (oltre 200milioni di euro di fatturato nel caso di S3, S59 e S12) che presentano una dinamica dei ricavi stazionaria (S3) se non negativa (S12, S59), accompagnata da una difficoltosa difesa dei margini e della produttività. In effetti, nel 2012, S3 chiude il primo bilancio in perdita durante il quinquennio analizzato. Migliore, sempre in quest’area di posizionamento, la situazione di S46 e S9 che vedono crescere ricavi, produttività e margini.

## 7. Conclusioni

In sintesi, lo studio evidenzia una buona tenuta delle imprese lucchesi del distretto cartario, sebbene l’ultimo anno analizzato sia risultato un po’ in sofferenza. Tenuta confermata anche dalla propensione all’investimento che, malgrado la progressiva accentuazione delle restrizioni sul credito e la maggiore onerosità del sistema finanziario, è continuata a salire nel quinquennio analizzato.

Va detto che certamente un elemento favorevole a ciò è dipeso dalla buona struttura dimensionale e di internazionalizzazione produttiva e commerciale delle imprese del distretto. Solo le poche imprese di piccolissime dimensioni sembrano aver pagato lo scotto della crisi, causa anche una limitata capacità delle stesse di intercettare la domanda internazionale.

Dal punto di vista strettamente finanziario emergono, anche in questo caso, più luci che ombre durante questo delicato passaggio congiunturale. Il distretto cartario di Lucca, nonostante un peggioramento su alcuni indicatori, presenta comunque una discreta capacità di tenuta agli *shock* imposti dalla crisi. La qualità delle produzioni e la maggiore dimensione aziendale tendono a premiare il distretto lucchese, che presenta una quota d’imprese “solvibili” alla fine del periodo superiore rispetto ai dati nazionali. Inoltre, tende ad aumentare più che altrove il livello medio di capitalizzazione aziendale (*ownership*). Tuttavia, dall’analisi competitiva effettuata sulle singole imprese sempre “solvibili” (in termini di *Ownership-Coverage*) non emerge un modello di riferimento in termini di *best performer*. E’ probabile che le imprese meno “strutturate” tra le cd. medio-grandi possano godere di maggiore dinamismo e di una relativa maggiore elasticità su ricavi e margini, ma non appare secondario (e neppure scontato) sottolineare la capacità di tenuta del sistema distrettuale nel suo complesso, in particolare guardando al sostanziale “equilibrio finanziario” che diversi importanti *global player* del distretto hanno mostrato durante la crisi.

## 8. Bibliografia

- CCIAA Lucca (Ufficio Studi) (2013a), *Relazione sulla situazione economica della Provincia di Lucca 2012*, Lucca.
- CCIAA Lucca (Ufficio Studi) (2013b), *Indicatori statistici della Provincia di Lucca - 2012*, Lucca.
- Dainelli F., Bini L., Cipollini F. (a cura di) (2012), *Osservatorio sui bilanci delle società di capitale lucchesi. Rapporto 2006-2010*, CCIAA Lucca – Università di Firenze, Lucca.
- Giunta F., Bonacchi M. (a cura di) (2006), *Rapporto economico e finanziario sul sistema industriale pratese (2001-2004)*, FrancoAngeli, Milano.
- Intesa San Paolo – Servizio Studi e Ricerche (2012), *Il distretto della carta di Capannori*, Milano.
- Istituto di Studi e Ricerche, Camera di Commercio di Massa-Carrara (2014), *Osservatorio bilanci società di capitali, Massa-Carrara. Analisi dei prospetti contabili dell'anno 2012 e confronti con il biennio precedente*.
- Monticelli A., Caserta D. (2010), *I bilanci delle società di capitale della Provincia di Prato. Un'analisi di tipo "micro" 2005-2007*, CCIAA Prato (Ufficio Studi).
- Unioncamere Toscana, Dipartimento di Scienze aziendali Università degli Studi di Firenze (2007), *Osservatorio sui bilanci delle società di capitale toscane – Rapporto 2001-2005*, Firenze.
- Unioncamere Toscana, Dipartimento di Scienze aziendali Università degli Studi di Firenze (2012), *Osservatorio sui bilanci delle società di capitale toscane. Rapporto 2012, Note e approfondimenti 2012-15*, Firenze.
- Unioncamere Toscana, Francesco Giunta (2007), *L'analisi dei bilanci – L'equilibrio aziendale letto dai dati di bilancio*, Ge&Co.

## ABSTRACT

The district of Lucca consists of hundreds of companies involved in the paper industry, which have a high economic impact on the economy of the Lucca province, in terms of employment, added value, foreign trade, internationalization of production.

The paper analyzes the impact of the 2008 economic crisis on the economic and financial performances of local firms. The paper is focused on the analysis of the balance sheets of the local companies producing tissue, paper, cardboard and corrugated cardboard, as well as companies converting paper in final products. The results show a good reaction of the Lucca firms to the economic crisis, as in the period 2008-2012 they have better performances than the Italian ones.