

**Relazione di stima ex art. 2437ter c.c. del valore dell'azienda
Viva Servizi S.p.a. ai fini della liquidazione della quota posse-
duta dal socio Comune di Castelfidardo**

Il sottoscritto prof. Stefano Marasca, nato a Osimo (AN) il 09/08/1960,
domiciliato per l'incarico ad Ancona, Via Filippo Corridoni, n. 20 iscritto
presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Ancona e
nel Registro dei Revisori Legali, espone quanto segue. La Viva Servizi S.p.a.
ha affidato in data 05/05/2025 alla società L.I.V.E. – Laboratorio degli Intan-
gibles per il Valore Economico S.r.l., con sede in Corso Mazzini n. 170, An-
cona (AN), C.F. e P.IVA 02321280428, l'incarico di stimare il valore
dell'azienda Viva Servizi S.p.a, al fine di attribuire un valore ad una quota di
uno dei soci. La società L.I.V.E. S.r.l. ha, successivamente, conferito incarico
al sottoscritto di svolgere una consulenza scientifica a supporto della valuta-
zione aziendale richiesta.

**1. DESCRIZIONE DELL'INCARICO E SCOPO DELLA VALUTA-
ZIONE**

In data 24/09/2024 il Comune di Castelfidardo, in qualità di socio della
Viva Servizi S.p.a., ha comunicato a quest'ultima, a mezzo PEC, la volontà
di dismettere la propria partecipazione in Viva Servizi S.p.a., ai sensi delle
disposizioni di cui all'art. 4 del D.lgs. 175/2016 e s.m.i.. Successivamente, in
data 4/12/2024 il socio Comune di Castelfidardo comunicava, sempre a
mezzo PEC, che con atto deliberativo n. 115 del 28/11/2024 il Consiglio Co-



Stefano Marasca

1. sostituire con: "La procedura prevista dall'art. 8 dello Statuto di Viva Servizi S.p.A. "Trasferimento di azioni e diritto di prelazione" prevede che, qualora i soci non esercitino il diritto di prelazione, nei termini previsti, si attivava la procedura di "recesso del socio"

munale, aveva assunto formale decisione di dismettere la partecipazione azionaria detenuta in Viva Servizi S.p.a., richiedendo a quest'ultima di individuare idoneo professionista a cui conferire incarico di redigere perizia giurata per la determinazione del valore attuale delle azioni possedute dal Comune di Castelfidardo. Essendo risultata infruttuosa, la procedura prevista dall'art. 8 dello Statuto della Viva Servizi S.p.a. "Trasferimento di azioni e diritto di prelazione" e non avendo alcun socio esercitato il diritto di prelazione, nei termini previsti, è stata attivata la procedura di "recesso del socio" così come disciplinata dall'art. 2437 c.c. con conseguente riduzione del capitale sociale e rimborso del controvalore al socio recedente. Ne consegue la necessità di effettuare una valutazione del capitale economico dell'azienda, sulla cui base, stimare il valore della quota di proprietà del Comune di Castelfidardo.

Il presente incarico ha, pertanto, ad oggetto la consulenza scientifica per la valutazione dell'azienda Viva Servizi S.p.a., [al fine di stimare il valore di recesso della quota di azioni appartenenti al socio Comune di Castelfidardo.

L'art. 2437ter c.c., che disciplina la fattispecie del recesso del socio nelle società per azioni, prevede infatti che "(1). Il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso. (2). Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. (3). Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei

2. sostituire con "al fine di stimare il valore delle quote di capitale appartenenti al socio Comune di Castelfidardo"



sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto della società con azioni quotate in mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 e 4 del presente articolo, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente comma. (4). Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione. (5). I soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al secondo comma del presente articolo nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese. (6). In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.".

La presente consulenza supporta una valutazione con lo scopo di fornire un'informazione professionale e indipendente alla società e al socio recedente in merito al valore dell'azienda Viva Servizi S.p.a., in modo da stimare il valore delle azioni di proprietà del socio recedente, ai fini della loro liquidazione, ai sensi dell'art. 2437ter c.c.



I destinatari della presente relazione sono, in primis, la società L.I.V.E. S.r.l., in quanto affidataria dell'incarico e, in conseguenza, gli organi di governance e la Direzione della società Viva Servizi S.p.A., nonché il socio recedente.

Ai sensi di quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (P.I.V.), l'incarico è qualificabile come *valuation engagement*, ovvero un incarico che implica lo svolgimento dell'intero processo valutativo, a partire dalla costruzione e analisi della base informativa, fino alla formulazione motivata di un giudizio di valore. La consulenza prestata, pertanto, si estende a tutto il processo descritto.

Il valore di riferimento della presente relazione è il cosiddetto "valore convenzionale" il quale, secondo i P.I.V., "*discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi.*" (P.I.V. I.6.6). Più in dettaglio, la valutazione operata ai fini del presente elaborato rientra nell'insieme delle valutazioni convenzionali, in quanto classificabile come valutazione legale, ossia risultante dall'applicazione dei criteri previsti dalla legge per particolari operazioni straordinarie, come è quella del recesso di socio di S.p.a. ex art. 2437ter c.c.

In questo ambito, la stima del valore deve fondarsi su criteri di razionalità economica, garantire la correttezza e l'equità del valore attribuito, ed essere verificabile da soggetti terzi, al fine di tutelare gli interessi dei soci e degli *stakeholder* coinvolti.

La presente relazione viene predisposta al solo scopo sopra indicato.

Questa non potrà essere quindi legittimamente utilizzata per nessun altro fine né da alcun soggetto diverso dal soggetto conferente l'incarico. Pertanto, la circolazione e l'utilizzo della presente relazione e dei dati in essa contenuti può avvenire soltanto per lo scopo previsto dall'incarico, ben considerando il carattere strettamente confidenziale della stessa e che non è possibile utilizzare disgiuntamente parti della presente relazione rispetto al documento nella sua interezza. L.I.V.E. S.r.l. quale affidataria dell'incarico ed il sottoscritto, in quanto consulente scientifico, declinano ogni responsabilità per qualsiasi eventuale uso diverso o/e improprio della presente relazione da parte dei committenti e/o di terzi. Inoltre, ogni decisione, azione o implicazione strategica, commerciale, contabile, fiscale e/o legale collegata all'uso della presente stima da parte dei destinatari, resta di esclusiva competenza e responsabilità di questi ultimi.

2. DICHIARAZIONI DEL CONSULENTE SCIENTIFICO

Ai fini dello svolgimento dell'incarico di seguito meglio specificato, il sottoscritto dichiara:

- a) il rispetto dell'etica professionale;
- b) l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) la neutralità nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;
- e) l'assenza di conflitti di interesse;



SMA

f) il possesso delle doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del presente lavoro.

Il sottoscritto dichiara che, per la stima del valore dei fabbricati e dei terreni di proprietà della società, come di seguito meglio specificato, Viva Servizi S.p.a. si è avvalsa di un perito, con apposito incarico, ed ha reso disponibili al sottoscritto gli esiti di tale perizia.

3. CONFIGURAZIONE DI VALORE E PROSPETTIVA DI STIMA

In base all'incarico conferito e in ossequio a quanto previsto dai P.I.V., il valore della partecipazione del socio recedente, inteso nella sua accezione di entità economica pro-quota del capitale, si basa sulla stima dell'intera azienda. Il valore di riferimento da ricercare è, pertanto, il valore dell'azienda nel suo complesso, che prescinde, quindi dagli interessi delle parti coinvolte. La determinazione del valore di rimborso della partecipazione è orientata a garantire un realizzo basato su valori effettivi, non meramente contabili, che siano ritenuti equi e rappresentativi della reale consistenza economica della quota (Balducci, 2019).

La configurazione di valore ricercata, riferita all'azienda nel suo complesso, è quella del **valore intrinseco** in quanto *“esso esprime ciò cui rinuncia l'azionista che recede”* (P.I.V. IV.6.2). Associare il valore di liquidazione al valore intrinseco consente di evitare un trasferimento di ricchezza tra i soci poiché il valore di liquidazione rispecchia il valore economico effettivo della partecipazione.

Il valore intrinseco (o fondamentale) di un'attività reale o finanziaria

esprime l'apprezzamento a cui qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe pervenire alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi. Il valore intrinseco (**definito frequentemente valore del capitale economico di azienda**) è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.

“Il valore intrinseco deve riferirsi all'impresa “as is” e non deve riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso” (PIV. IV.6.3). Esso esprime il valore dell'azienda *stand alone* alla data della valutazione, che è funzione della capacità di generare benefici degli asset *in place* e delle opportunità di investimento future a disposizione dell'attuale proprietà e dell'attuale management. Il risultato del processo valutativo basato sul valore intrinseco delinea un valore corrente del patrimonio sociale, sottolineando l'unitarietà e la coordinazione dei suoi componenti. Il valore intrinseco deve esprimere la realtà operativa dell'impresa come è, con i propri punti di forza e di debolezza e come è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso. Il valore intrinseco, infine, deve riflettere la struttura finanziaria esistente dell'azienda.

Si evidenzia, in conclusione, che trattandosi comunque di una stima, i valori che verranno indicati devono essere interpretati come “giudizio di valore” e non come prezzi. Il valore intrinseco non esprime

PIV

infatti il prezzo di cessione al quale l'azionista che recede potrebbe vendere la propria partecipazione. In dettaglio, il valore intrinseco è il prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente, ordinato e in condizioni di trasparenza informativa: in questa ipotesi il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nel valore di mercato.

4. LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

La presente valutazione è redatta con riferimento alla data del 31/12/2024, pertanto farà riferimento a dati tecnici, economico-finanziari e patrimoniali al 31/12/2024, come concordato con la Direzione aziendale e come risulta dall'incarico di valutazione.

Si evidenzia, infine, che non sono stati portati all'attenzione del consulente scientifico eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate o ulteriori elementi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento e la data di predisposizione della presente relazione di stima che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni raggiunte.

5. LA VALUTA FUNZIONALE

La presente valutazione, comprensiva dei dati utilizzati e dei risultati ottenuti, è espressa in Euro (€). Per ragioni di semplicità espositiva, gli importi sono stati arrotondati all'unità o alle migliaia di Euro, secondo quanto di volta in volta indicato. Eventuali discrepanze o scostamenti rispetto ad altri documenti o tra i dati riportati sono pertanto attribuibili esclusivamente a tali arrotondamenti.

6. LA BASE INFORMATIVA

Ai fini della predisposizione della presente relazione è stata messa a disposizione e utilizzata dal valutatore la seguente base informativa prodotta dalla Direzione aziendale di Viva Servizi S.p.a.:

- atto costitutivo Viva Servizi S.p.a.;
- statuto vigente Viva Servizi S.p.a.;
- visura camerale Viva Servizi S.p.a. del 11/06/2025;
- fascicoli di bilancio al 31/12/2021, 31/12/2022, 31/12/2023 e 31/12/2024;
- conti annuali separati al 31/12/2021, 31/12/2022, 31/12/2023;
- registro cespiti al 31/12/2024;
- dettaglio immobilizzazioni materiali ed immateriali in corso di realizzazione al 31/12/2024 con corrispondente categoria cespiti ed annualità di completamento;
- foglio di calcolo dei ricavi di competenza anno 2024;
- prospetto di calcolo e rilascio dei contributi in conto capitale, degli allacci e del Fondo Nuovi Investimenti (d'ora in avanti FONI) al 31/12/2024;
- prospetto contributi pubblici incassati al 31/12/2024;
- piano economico finanziario dal 2025 al 2033 redatto ai fini della stipula di un nuovo finanziamento bancario e aggiornato alla luce del nuovo Metodo Tariffario Idrico MTI-4. La validità e l'utilizzo a fini di programmazione e controllo della gestione aziendale da parte di Viva Servizi S.p.a. è attestata da idonea dichiarazione firmata dal Direttore Generale Dottor Moreno Clementi;
- regolamento Servizio Idrico Integrato (SII) approvato con Delibera di A.C. n. 12 del 13/11/2006 e modificato con la più recente Delibera AATO



Moreno Clementi

- n. 07 del 27/04/2023 (aggiornamento contributi, spese accessorie e depositi cauzionali);
- Metodo Tariffario Idrico MTI-2 periodo regolatorio (2016-2019);
 - Relazione di accompagnamento al piano economico-finanziario (allegato alla delibera AATO n. 8 del 06/07/2016);
 - Metodo Tariffario Idrico MTI-3 periodo regolatorio (2020-2023);
 - Relazione di accompagnamento al piano economico-finanziario (allegato alla delibera AATO n. 12 del 12/07/2020);
 - Metodo Tariffario Idrico MTI-4 periodo regolatorio (2024-2029);
 - Relazione di accompagnamento al piano economico-finanziario (allegato alla delibera AATO n. 12 del 28/10/2024);
 - delibera ARERA 534/2024/R/IDR ed allegati A e B, a ratifica della Delibera AATO2 n. 12 del 28/10/2024 di cui sopra);
 - delibera ARERA n. 639/2023/R/IDR del 28/12/2023 Approvazione del metodo tariffario idrico per il quarto periodo regolatorio (MTI-4) completo di allegati;
 - Delibera ARERA 664/2015/R/idr ed allegato A;
 - convenzione per la gestione del Servizio Idrico Integrato (SII) con aggiornamento del 17/12/2020;
 - file RDT2024, predisposto dall'AATO2 per la relazione di accompagnamento della predisposizione tariffaria MTI-4;
 - comunicazione Comune di Castelfidardo prot. 0020050 del 24/09/2024;
 - comunicazione Comune di Castelfidardo prot. 0025632 del 04/12/2024;
 - prospetto costo ammortizzato finanziamento bancario;
 - dettaglio contratti di locazione immobiliare attivi e passivi;

- informazioni relative agli accertamenti e contenziosi tributari;
- perizia di stima fabbricati redatta e sottoscritta dall'Ing. Fabio Bufarini in data 02/10/2025 su incarico di Viva Servizi S.p.a.;
- Manuale svalutazione crediti su policy svalutazione e calcolo adeguamento fondo svalutazione anno 2024;
- Dettaglio voce di bilancio "debiti verso altri";
- Calcolo risconti passivi su contributi da Enti privati;
- Riscontro da parte dei legali incaricati da Viva Servizi S.p.a. su fondo rischi relative a cause pendenti al 31/12/2024;
- Dettaglio suddivisione dei fondi rischi ed oneri;
- Piano investimenti 2024-2033 approvato dall'AATO con delibera n. 12 del 28/10/2024 e procedure di ammortamento pianificate per categorie di immobilizzazioni previste nel piano degli investimenti;
- Dettaglio, fornito dalla Direzione aziendale, delle dismissioni di immobilizzazioni materiali, in particolare afferenti al Servizio Idrico Integrato (SII), in quanto sostituite nel quadro del piano degli investimenti di cui al punto precedente;

Nello svolgimento dell'incarico, il sottoscritto si è avvalso anche di dati e informazioni estratti da banche dati e da siti specializzati come espressamente e meglio indicato di volta in volta nel proseguo.

Tutta la documentazione citata è conservata agli atti del sottoscritto consulente scientifico dalla società affidataria dell'incarico.

In base all'incarico conferito e tenuto conto delle precisazioni e limiti di seguito riportati, si ritiene che la suddetta base informativa sia sufficiente per la formulazione del giudizio di stima.



Si evidenzia che gli elementi considerati sono stati oggetto di analisi o verifica esclusivamente in termini di ragionevolezza complessiva, come di seguito meglio specificato.

7. PRESUPPOSTI E LIMITI DELLA STIMA

Al fine di interpretare correttamente le informazioni di seguito indicate, si ritiene opportuno evidenziare i presupposti a cui la stima soggiace:

- l'analisi è stata sviluppata adottando come unità di stima l'azienda nel suo complesso, come di seguito meglio descritta, tenendo conto delle sue attuali condizioni giuridiche ed economiche;
- l'azienda è stata valutata adottando l'ipotesi di continuità (*going concern*);
- la stima del valore intrinseco ai fini della determinazione del valore di recesso implica la considerazione dell'azienda nella sua attuale condizione operativa come sopra meglio indicato;
- la stima è stata effettuata avendo riguardo agli scenari economici, sociali, normativi e regolamentari esistenti alla data di riferimento della valutazione nonché alle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali disponibili e valutabili alla data odierna e tenendo conto degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. La stima non tiene pertanto conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa e della regolamentazione degli organi deputati quali ARERA a livello nazionale ed AAT● 2 a livello territoriale ad oggi ignote). È quindi inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella presente relazione;

– con riferimento alla base informativa, si evidenzia che tutte le informazioni raccolte sono state utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte e sono state oggetto di analisi o verifica nei seguenti termini.

I dati estratti da banche dati pubbliche (es. Reuters, Bloomberg, Damodaran, ecc.) sono stati assunti come affidabili.

I dati prodotti dalla Direzione aziendale sono stati oggetto di analisi in termini di affidabilità e coerenza complessiva, compatibilmente con le tempistiche previste dall'incarico.

In particolare, con riguardo ai dati storici, le principali attività di verifica condotte sono consistite in analisi documentali e approfondimenti con la Direzione aziendale volti all'esame dei principi e dei criteri utilizzati per la predisposizione del bilancio, per la rilevazione contabile dei principali fatti gestionali e, quindi per l'identificazione, rappresentazione e valutazione di attività, passività, costi e ricavi.

Con riguardo ai dati prospettici, le principali attività di verifica condotte sono consistite in analisi documentali e approfondimenti con la Direzione aziendale volti all'esame dei principi e dei criteri utilizzati per la predisposizione del piano economico-finanziario, nei limiti di quanto necessario per la presente stima.

Non si è quindi proceduto ad accertare presso terzi, circostanze che possano portare a passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nei documenti esaminati o non evidenziate dalla Direzione aziendale o comunque non risultanti dalla comunicazione economico finanziaria obbligatoria



messa a disposizione dall'azienda.

Il sottoscritto non esprime alcuna forma di *assurance* in merito a chiarezza, correttezza, veridicità e attendibilità delle informazioni e dei dati forniti dalla Direzione aziendale e indicati nella presente relazione. Resta quindi ferma la responsabilità piena e incondizionata della Direzione aziendale per qualsiasi errore od omissione concernenti documenti, dati e informazioni aziendali che lo stesso ha prodotto o avrebbe dovuto produrre;

- con riferimento alla base informativa, la valutazione effettuata si basa su stime e congetture desunte dai bilanci di esercizio analizzati e in parte presenti nel piano economico finanziario esaminato. Tali stime e congetture sono, per loro natura, incerte. Pertanto, pur assumendo che i dati stimati e congetturati in parola si basino sulle migliori informazioni tempo per tempo disponibili, non si può in alcun modo escludere la possibilità che si manifestino scostamenti tra i valori previsionali e i valori che si potranno verificare effettivamente a consuntivo. Questo sia a causa dell'aleatorietà che condiziona l'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il verificarsi dell'accadimento e per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione. Pertanto, la presente stima sconta necessariamente gradi di aleatorietà e incertezza tipici di ogni procedimento valutativo;
- la valutazione non si basa su alcuna *hypothetical assumption*, ossia ipotesi che riguardano la manifestazione (o meno) di eventi futuri incerti oppure di eventi particolari;
- la valutazione non si basa su alcuna *special assumption*, cioè ipotesi che

un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione in merito al contesto di riferimento e/o all'oggetto della stima;

- la valutazione, essendo "as is", non tiene conto dell'impatto sugli equilibri aziendali della liquidazione del socio recedente.

Si precisa che, sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, considerando la base dati disponibile, nulla di quanto contenuto in questa relazione può essere interpretato come una garanzia circa la performance prospettica dell'oggetto di stima, ovvero ritenuto una promessa o rappresentazione dell'effettivo corrispettivo di cessione o concessione in uso dell'oggetto di stima.

In chiusura, si precisa che la valutazione, le conclusioni e le considerazioni sviluppate ai fini della presente relazione non possono essere isolate dal contesto e dall'ambito nel quale sono state determinate.

8. PRINCIPALI DIFFICOLTA' INCONTRATE NELLA VALUTAZIONE

Il sottoscritto fa presente che nello svolgimento dell'incarico si sono riscontrate le seguenti principali difficoltà:

- il settore in cui opera la società è particolarmente complesso e questo incide sulla possibilità di formulare previsioni con particolare accuratezza;
- i metodi di valutazione adottati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, tra l'altro, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni anche significative in relazione all'attuale situazione congiunturale;



- la società non presenta *comparables* diretti in termini di società quotate, essendo queste ultime tutte multiutility, e di conseguenza, la stima di alcuni parametri di mercato è risultata particolarmente difficile e permeata di elevata soggettività;
- la Direzione aziendale, così come i responsabili dell'area amministrazione, finanza e controllo hanno esposto le difficoltà che caratterizzano il settore, con particolare riferimento al quadro normativo e regolatorio sottoposto ad aggiornamenti e revisioni periodiche, che incidono in maniera più o meno significativa sulle previsioni economico-finanziarie formulate da Viva Servizi S.p.a.;
- la valutazione, come esposto, ipotizza che il PEF messo a disposizione dalla Direzione, si sviluppi secondo i termini e le condizioni ivi indicate che riflettono al meglio le convinzioni e le previsioni della Direzione aziendale;

9. L'UNITA' DI VALUTAZIONE

L'unità di valutazione di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso, come anticipato, è rappresentata dall'azienda nel suo complesso, in linea con quanto statuito dai P.I.V.

Il valore della singola azione in circolazione che deve essere rappresentato nella presente relazione è calcolato pro-quota, tenendo conto delle azioni emesse.

Essendo la valutazione riferita all'azienda nel suo complesso non sono applicabili né premi di maggioranza, né sconti di minoranza.

10. PROFILO DELLA SOCIETA' VIVA SERVIZI S.P.A.

La società Viva Servizi S.p.a., con sede legale ad Ancona (AN), via Del

Commercio, n. 29, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Ancona 02191980420 Numero REA Ancona 167954, è una società a capitale interamente pubblico, partecipata da 44 Comuni, 42 dei quali della provincia di Ancona e i restanti 2 della provincia di Macerata. Costituita nell'anno 2004 dalla fusione di Gorgovivo e Cisco Acque S.r.l., la società svolge tutte le attività e i servizi connessi e inerenti la gestione del Servizio Idrico Integrato (d'ora in avanti SII), costituito dall'insieme dei servizi pubblici di captazione, adduzione e distribuzione, vendita di acqua ad usi plurimi, fognatura e depurazione delle acque reflue, compresa la realizzazione delle opere e degli impianti necessari per la prestazione dei detti servizi. Viva Servizi S.p.a. gestisce il servizio di fornitura acqua potabile grazie ad una rete di acquedotto che si estende per oltre 5.000 km e che permette di trasportare l'acqua dalle 87 sorgenti e 35 pozzi, dalla collina fino alla costa, servendo oltre 220.000 utenze. I servizi di fognatura e depurazione delle acque reflue vengono realizzati mediante 37 impianti di depurazione e reti che si estendono per oltre 2.100 km.

Complessivamente, con le proprie infrastrutture, Viva Servizi S.p.a. è in grado di servire un territorio di quasi 2.000 Km².

La gestione "in house" del SII viene esercitata nel territorio di 43 Comuni ricadenti nell'Ambito Territoriale Marche Centro – Ancona (di seguito elencati) e non viene esercitata a favore del Comune di Castelfidardo (socio recedente), il quale ricade nell'Ambito Territoriale di Macerata.

- 1) Agugliano
- 2) Ancona
- 3) Belvedere Ostrense
- 4) Camerano
- 5) Camerata Picena
- 6) Cerreto d'Esi
- 7) Chiaravalle
- 8) Esanatoglia
- 9) Falconara Marittima
- 10) Genga



- 11) Jesi
- 12) Matelica
- 13) Monsano
- 14) Montemarciano
- 15) Monte San Vito
- 16) Morro d'Alba
- 17) Offagna
- 18) Polverigi
- 19) San Marcello
- 20) Santa Maria Nuova
- 21) Scigallia
- 22) Arcevia
- 23) Barbara
- 24) Castelbellino
- 25) Castellone di Suasa
- 26) Castelplanio
- 27) Corinaldo
- 28) Cupramontena
- 29) Fabriano
- 30) Maiolati Spontini
- 31) Mergo
- 32) Montecarotto
- 33) Monte Roberto
- 34) Ostra
- 35) Ostra Vetere
- 36) Poggio San Marcello
- 37) Rosora
- 38) San Paolo di Jesi
- 39) Sassoferrato
- 40) Serra de' Conti
- 41) Serra San Quirico
- 42) Staffolo
- 43) Trecastelli

La gestione del SII, viene esercitata sulla base della Convenzione stipulata con l'Assemblea d'Ambito Territoriale Ottimale (AATO) n. 2 "Marche Centro-Ancona", che si configura come Ente di Governo d'Ambito (EGA), il quale ha affidato in via esclusiva la gestione del SII a Viva Servizi S.p.a. con decorrenza dal 30/06/2003 e fino a tutto il 30/06/2033.

La società ha un capitale sociale interamente versato di € 55.676.573,00 suddiviso in n. 55.676.573 azioni ordinarie del valore nominale di € 1 e così suddiviso:

Comune Socio	Capitale Sottoscritto (€)	Quota di Partecipazione (%)
Azugliano	367.258	0,65963%
Ancona	22.239.453	39,94400%
Arcevia	18.114	0,03253%
Barbara	4.772	0,00857%
Belvedere Ostrense	540.118	0,97010%
Camerano	1.444.196	2,59390%
Camerata Picena	543.336	0,97588%
Castelbellino	9.720	0,01746%
Castelfidardo	1.063.738	1,91057%
Castellone di Suasa	5.608	0,01007%
Castelplanio	9.802	0,01761%
Cerreto d'Esi	180.193	0,32364%
Chiaravalle	2.149.111	3,85999%
Corinaldo	17.312	0,03109%

Cupramontana	14.959	0,02687%
Esanatoglia	187.912	0,33751%
Fabriano	2.435.580	4,37451%
Falconara Marittima	4.503.361	8,08843%
Genga	156.901	0,28181%
Jesi	3.482.970	6,25572%
Maiolati Spontini	16.808	0,03019%
Matelica	836.061	1,50164%
Mergo	3.269	0,00587%
Monsano	1.090.569	1,95876%
Montecarotto	8.244	0,01481%
Montemarciano	1.603.895	2,88074%
Monte Roberto	7.682	0,01380%
Monte San Vito	1.218.610	2,18873%
Morro d'Alba	437.970	0,78663%
Offagna	254.345	0,45683%
Ostra	19.904	0,03575%
Ostra Vetere	11.565	0,02077%
Poggio San Marcello	3.421	0,00614%
Polverigi	410.089	0,73656%
Rosora	5.463	0,00981%
San Marcello	450.053	0,80833%
San Paolo di Jesi	3.273	0,00588%
Santa Maria Nuova	452.086	0,81199%
Sassoferrato	24.475	0,04396%
Scnigallia	9.390.880	16,86684%
Serra de' Conti	11.477	0,02061%
Serra San Quirico	13.266	0,02383%
Staffolo	8.764	0,01574%
Trecastelli	19.990	0,03590%
TOTALE	55.676.573	100,0000%

La società è amministrata dal Consiglio di Amministrazione, composto da un Presidente e n. 4 consiglieri e controllata da un collegio sindacale e da una società di revisione legale, il tutto come meglio risultante da visura camerale del 11/06/2025.

Lo statuto vigente è stato modificato con atto del 07/02/2023 REP/RAC 11656/6900 a rogito notaio dott. Olmi Luigi.

Altre informazioni utili alla stima sono riportate nelle pagine che seguono.

11. ANALISI DI SETTORE, QUADRO NORMATIVO E REGOLATORIO

Il SII è notoriamente regolato da un insieme di norme e regolamenti di settore che si collocano su più livelli. A livello comunitario, l'UE stabilisce il

quadro normativo di tutela delle acque; l'ARERA definisce i criteri per il calcolo delle tariffe e promuove gli investimenti infrastrutturali attraverso un sistema incentivante, tutelando gli interessi degli utenti e definendo livelli minimi di qualità dei servizi erogati. La Regione Marche delimita gli Ambiti Territoriali Ottimali (ATO) ed istituisce gli Enti di Governo di Ambito (EGA). La regolazione del SII è, pertanto affidata ad ARERA, ma è l'Ente di Governo d'Ambito (AATO n. 2) a declinare e rendere applicabile il quadro regolatorio nazionale a livello locale, scegliendo la forma di gestione del SII, affidando il servizio mediante convenzione e vigilando sull'operato del gestore.

Nel dettaglio, con delibera 639/2023/R/idr ARERA ha definito specifiche regole per la determinazione delle tariffe del SII per il quarto periodo regolatorio (2024-2029). L'AATO n. 2 ha approvato lo schema regolatorio in data 28/10/2024, con delibera n. 12. Con delibera 534/2024/R/idr del 3/12/2024 ARERA ha approvato lo specifico schema regolatorio, recante le predisposizioni tariffarie per il periodo 2024-2029, proposto dall'AATO 2 Marche Centro – Ancona.

Oltre all'approvazione del nuovo metodo tariffario, i principali provvedimenti ARERA che hanno interessato la società nel corso del 2024 sono i seguenti:

- **Delibera 11/2024/R/COM del 30/01/2024:** proroga delle agevolazioni a sostegno delle popolazioni colpite da eventi sismici negli anni 2016 e 2017;
- **Delibera 26/2024/R/idr del 30/01/2024:** Avvio di procedi-

mento per portare a compimento il meccanismo di incentivazione per la resilienza idrica previsto dalla deliberazione dell'Autorità 637/2023/R/idr;

- **Delibera 37/2024/R/idr del 6 febbraio 2024:** Avvio di procedimento per le valutazioni quantitative, relative al biennio 2022-2023, previste dal meccanismo incentivante della Qualità Contrattuale del SII, di cui al Titolo XIII dell'Allegato A alla deliberazione dell'Autorità 655/2015/R/idr (RQSII);
- **Delibera 430/2024/R/idr del 22/10/2024:** Semplificazione e revisione degli obblighi informativi in materia di bonus sociale idrico di cui all'Allegato A alla deliberazione dell'Autorità 897/2017/R/idr;
- **Delibera ARERA 570/2024/R/idr del 20/12/2024** – Individuazione del mix teorico di acquisto per la definizione del costo di riferimento dell'energia elettrica ai fini del calcolo dei conguagli afferenti all'energia elettrica per l'annualità 2027, secondo quanto previsto dal Metodo Tariffario Idrico MTI-4;
- **Delibera ARERA 595/2024/R/idr del 27 dicembre 2024** – Avvio della fase sperimentale di monitoraggio e raccolta delle grandezze preposte alla costruzione dell'indicatore di resilienza idrica;

Il settore idrico è caratterizzato da un'elevata intensità di capitale, il che comporta un fabbisogno significativo e costante di investimenti. Questo è ancora più rilevante nel nostro Paese, sia per le caratteristiche geologiche, sia



per l'adeguamento continuo alle nuove normative dell'UE.



12. SVOLGIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Il processo di stima è stato avviato immediatamente dopo avere ricevuto l'incarico e, con decorrenza da tale data, si è provveduto ad acquisire le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione consegnata dalla Direzione della società Viva Servizi S.p.a.

Acquisita la documentazione e gli elaborati necessari, il sottoscritto ha provveduto a sviluppare le necessarie analisi nei limiti di quanto occorrente ai fini dell'incarico conferito.

Successivamente, si è provveduto alla scelta dei metodi di valutazione e alla relativa applicazione.

Il processo di stima si è concluso con la redazione e sottoscrizione della presente relazione.

Durante il processo di stima si sono tenuti alcuni incontri e contatti con la società Viva Servizi S.p.a., per discutere dei dati e documenti trasmessi e costituenti la base informativa utilizzata.

In particolare, il sottoscritto esperto ha incontrato ripetutamente la Direzione di Viva Servizi S.p.a. per richiedere informazioni e documenti e per esporre alcuni dettagli metodologici, chiedere chiarimenti e alcuni dati per definire gli ultimi profili utili alla stima.

13. CONSIDERAZIONI GENERALI SUI METODI DI VALUTAZIONE APPLICABILI

Non esistono formule fisse o regole universali per la valutazione di aziende. Tuttavia, sia la dottrina che la prassi professionale hanno elaborato

nel tempo una serie di metodologie ampiamente riconosciute dagli operatori del settore, le quali possono essere adattate alle diverse finalità valutative. Sta, quindi al professionista incaricato, selezionare, in considerazione delle peculiarità dell'azienda e delle finalità della sua valutazione, i criteri di stima ritenuti più idonei per la valorizzazione del capitale economico. Il presupposto fondamentale di ogni valutazione è, pertanto, rappresentato dalla scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Come sopra evidenziato, la valutazione di quote di società, richiede la preliminare stima del capitale economico dell'azienda nel suo complesso.

Al fine di giustificare la scelta dei metodi adottati nel presente elaborato, si propone di seguito un'analisi dei principali approcci di valutazione del capitale economico aziendale, volta a verificarne la compatibilità con il caso specifico oggetto di studio.

I metodi patrimoniali si fondano sull'assunto secondo cui il valore dell'azienda dipenda dal valore effettivo del suo patrimonio e quindi dalla valorizzazione dei beni che lo compongono. Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore del patrimonio netto aziendale, risultante dalla stima, a valori correnti, delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Il valore del capitale economico, così determinato è, pertanto, il risultato di una stima analitica, in ipotesi di continuità della gestione, di tutte le attività e passività costituenti il patrimonio netto aziendale. L'azienda viene valutata sulla base del suo patrimonio, prescindendo dalla redditività prospettica che essa sarà in grado di generare. Per tale motivo, queste metodologie sono comunemente definite anche come «metodi

basati su grandezze stock». Esse determinano il capitale economico della società attraverso la ri-espressione a valori correnti di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Di conseguenza, il valore dell'azienda (W) coincide con il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti. Tale relazione, può essere sintetizzata secondo la seguente formula:

$$W = PN + (Rt - I)$$

dove:

W esprime il valore dell'*equity* aziendale e PN rappresenta il patrimonio netto contabile, Rt sono le rettifiche al patrimonio netto contabile e I è il peso dell'effetto fiscale sulle rettifiche. Il valore d'azienda viene espresso come valore di mercato, in ipotesi di continuità, di tutte le attività materiali e immateriali, diminuite di tutte le passività, tenuto conto dell'effetto fiscale derivante dai plusvalori o minusvalori identificati mediante il processo di rettifica delle singole poste contabili.

In linea generale, il metodo patrimoniale si distingue in semplice o complesso a seconda che consideri o meno, nella determinazione del valore, gli *intangible asset* dell'azienda non rappresentati in bilancio.

Sebbene l'approccio patrimoniale risulti utile per una corretta valutazione della capacità dell'impresa di generare flussi di risultato (PIV III.1.29), presenta una significativa limitazione: tende infatti a trascurare la dinamicità del sistema aziendale e dei flussi di risultato futuri che ne potranno derivare.

I metodi basati sui flussi di risultato attesi stimano l'azienda in funzione della sua capacità di generare valore in futuro. L'assunto alla base di tali approcci è che il valore di un'azienda dipenda dai flussi di risultato (reddituale o di cassa) che questa sarà in grado di generare in

futuro. Le grandezze flusso che possono essere impiegate per la stima, sono generalmente due: i flussi di reddito e i flussi di cassa.

Nei metodi reddituali il capitale economico viene determinato in funzione dei flussi di reddito attesi stimati. La previsione dei redditi attesi può avvenire sia attraverso l'analisi dei dati storici sia mediante le proiezioni contenute nei piani aziendali. In entrambi i casi, l'obiettivo è ottenere una misura che rappresenti in modo attendibile l'andamento futuro della redditività dell'impresa — comunemente definita reddito medio prospettico annuo.

Il tasso di attualizzazione esprime il rendimento del capitale proprio giudicato soddisfacente, tenuto conto del rischio specifico dell'impresa oggetto di stima e del settore di riferimento. La sua determinazione avviene, nella prassi, mediante l'impiego del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, un modello che permette di giungere al tasso di attualizzazione come sommatoria di un tasso *risk free* e un premio per il rischio.

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata limitata o indefinita.

Nel primo caso, ossia quando si assume che l'azienda sia in grado di produrre reddito per un periodo limitato che va dal momento della valutazione all'anno n , il valore dell'azienda viene espresso dalla seguente formula:

$$W = \frac{R}{i} (1 - (1+i)^{-n})$$

dove:

W esprime il valore dell'*equity* aziendale calcolato come valore attuale di una rendita temporanea, in cui "R" è il reddito medio atteso, "n" la durata prevista, i è il tasso di attualizzazione. Un'ulteriore formula, frequentemente

impiegata nell'attualizzazione dei flussi di reddito nel metodo reddituale, prevede la scomposizione dei flussi futuri in due periodi: un periodo di previsione "analitica" per n anni; e un periodo di previsione "sintetica" a mezzo del "Valore terminale" all'n-esimo anno, a sua volta attualizzato. Quanto appena descritto può essere esemplificato nella seguente formula:

$$W = \sum_1^n R_i x v^i + V_t x v^n$$

dove:

W esprime il valore dell'*equity* aziendale, R_i è il valore del reddito atteso nel periodo i, v^i è il fattore di attualizzazione, V_t è il valore terminale;

Diversamente, impiegando un orizzonte temporale illimitato, si assume che l'azienda sia in grado di generare reddito per un periodo indefinito mediante la seguente formula

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W esprime il valore dell'*equity* aziendale, R è il reddito medio prospettico, i è il tasso di attualizzazione. Il valore d'azienda, così determinato, equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso i .

I metodi finanziari stimano il valore d'azienda, in funzione dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel futuro. Il capitale economico viene quindi determinato come risultato del valore attuale dei flussi di cassa futuri. Più conosciuto come *Discounted Cash Flow* (DCF), questo approccio richiede la stima dei *free cash flow*, una configurazione di flussi di



cassa che esprime una quantità di risultato proiettabile oltre l'orizzonte di previsione esplicita.

A differenza dei metodi reddituali, nei quali la grandezza di riferimento è soltanto il reddito netto atteso per gli esercizi futuri, l'applicazione dei metodi finanziari richiede l'individuazione dell'esatta configurazione di flusso da impiegare nel processo valutativo. Nella prassi si distinguono due diverse configurazioni di flusso di cassa netto disponibile, alle quali corrispondono due differenti varianti dei metodi finanziari: i flussi di cassa disponibili per gli azionisti/proprietari (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE) e i flussi di cassa disponibili per l'impresa (*Free Cash Flow to the Firm* – FCFF). I FCFE sono flussi monetari che possono essere interamente destinati alla remunerazione degli azionisti (sotto forma di dividendi), senza alterare l'equilibrio finanziario della gestione. Tale configurazione viene definita *levered*, ovvero al netto delle entrate e uscite per finanziamenti e per componenti reddituali di natura finanziaria. La valutazione, basata sull'attualizzazione di tali flussi, perviene direttamente alla stima del capitale economico (*equity value*) ed è definita «*equity side*». I FCFF sono anche definiti flussi *unlevered*, sono flussi monetari netti generati dalla gestione operativa e a disposizione di tutti i finanziatori dell'azienda (azionisti e creditori). Sono determinati al lordo della gestione finanziaria, cioè trascurando le uscite e le entrate monetarie riconducibili alle scelte finanziarie di indebitamento e agli oneri e proventi finanziari. L'attualizzazione di tali flussi restituisce un valore economico dell'attivo dell'impresa, ovvero del capitale investito – (*enterprise value*) e il processo di valutazione viene definito *asset side*.

Il tasso di attualizzazione impiegato per riportare al valore attuale i

flussi di cassa futuri può essere rappresentato dal tasso di rendimento del capitale proprio oppure dal costo medio ponderato del capitale (WACC), a seconda della configurazione dei flussi di cassa adottata, rispettivamente dal punto di vista dell'*equity* (*equity side*) o dell'intero capitale investito (*asset side*).

Nel primo caso il valore dell'azienda viene espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_1^n CFA + V_t$$

dove:

W esprime il valore dell'*equity*; CFA , l'attualizzazione dei flussi di cassa levered attesi nel periodo che va dal momento della stima ad n e V_t è il valore terminale, intendendo con tale ultima espressione il valore dell'azienda al termine del periodo "a previsione esplicita". Alla fine del periodo per cui sono stimabili analiticamente i flussi di cassa attesi, è infatti logico attendersi che l'azienda abbia un suo valore residuale non determinabile in base ad ulteriori risultati attesi, particolarmente lontani nel tempo e, quindi, estremamente aleatori nell'eventuale quantificazione.

Nel secondo caso, considerando i flussi di cassa *unlevered*, la formula applicabile sarà la seguente:

$$W = \sum_1^n CFA - D + V_t$$

dove:

W esprime il valore dell'*equity* aziendale, CFA , l'attualizzazione dei flussi di cassa *unlevered* attesi, D , il valore dei debiti finanziari riferito al momento della stima (ordinariamente indicati come PFN, Posizione Finanziaria

Netta) e V_t è il valore terminale;

Un differente tipo di approccio alla valutazione d'azienda è quello che fa capo ai metodi di mercato. Tali metodi, anche conosciuti come metodi diretti, si basano sull'assunto che il valore d'azienda sia determinabile con riferimento a grandezze desunte dal mercato di riferimento quali, ad esempio, il prezzo corrente dei titoli azionari (nel caso di società quotate in mercati regolamentati) o, nel caso di società non quotate, altri parametri tratti da un campione di aziende, definite comparabili, ossia simili dal punto di vista strutturale ed operativo. I metodi in esame stimano, pertanto, il valore dell'azienda sulla base del confronto tra l'oggetto di stima e oggetti simili per i quali siano già avvenute transazioni comparabili. Nell'ambito degli approcci di mercato rientrano i metodi basati sui multipli di mercato e i metodi delle transazioni comparabili.

Il metodo dei multipli di mercato consiste in un confronto tra il valore della società oggetto di stima e quello di società quotate similari. Questo metodo è impiegabile in società non quotate, ma per le quali esistano dei comparables, ossia aziende quotate simili.

I metodi basati sulle transazioni comparabili attribuiscono all'azienda un valore derivato dai prezzi effettivamente pagati in recenti operazioni di compravendita non quotate, riguardanti imprese simili. La principale criticità di questo approccio risiede nella disponibilità e nell'accessibilità di informazioni attendibili e sufficientemente dettagliate su tali transazioni.

I metodi c.d. misti derivano dalla convergenza tra la logica valutativa di tipo patrimoniale e quella di tipo reddituale. Essi integrano simultaneamente le stime patrimoniali e reddituali del capitale economico dell'azienda,

offrendo una visione sintetica e più equilibrata del suo valore. Questi metodi si fondano sull'uso congiunto di grandezze stock (patrimoniali) e flusso (reddituale), configurandosi come una soluzione di compromesso tra i due approcci tradizionali.

A differenza dei metodi puramente patrimoniali, i metodi misti (detti anche patrimoniali-reddituale) assumono che il valore di un'azienda non coincida semplicemente con la somma algebrica delle sue attività e passività rettificata e valorizzata a valori correnti. La sola prospettiva patrimoniale, infatti, non è in grado di cogliere adeguatamente la capacità dell'azienda di generare redditi futuri, mentre l'approccio reddituale, se considerato isolatamente, risulta incompleto in quanto trascura la solidità e la struttura patrimoniale dell'impresa. I metodi misti, pertanto, mirano a colmare queste lacune, fornendo una valutazione più completa e rappresentativa della realtà aziendale.

Anche in questo caso è possibile realizzare la stima secondo la prospettiva *equity side* o *asset side*. Le stime di tipo *equity side* pervengono al valore dell'azienda stimando il valore dell'*equity* in via diretta utilizzando, come parametri di valutazione, il valore del capitale netto rettificato, quale componente patrimoniale, i flussi netti, capaci di rappresentare sia la gestione operativa che quella finanziaria, e i tassi espressivi del costo del capitale proprio per la stima della componente reddituale. Secondo l'approccio *asset side*, la componente patrimoniale sarà rappresentata da una configurazione rappresentativa del valore del capitale investito mentre quella reddituale sarà ottenuta utilizzando i flussi operativi, comprensivi della sola gestione caratteristica, scontati a un tasso capace di esprimere il costo del capitale proprio e di quello di debito. A partire dal valore così ottenuto, l'*enterprise value*, il valore

dell'*equity* si otterrà sottraendo la posizione finanziaria netta nonché sommando eventuali surplus asset.

Rientrano in questo ambito i metodi misti patrimoniali-reddituali con stima autonoma dell'avviamento o il metodo del valore medio.

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento si basa sulla seguente formula.

$$W = K + G$$

dove:

W è il valore dell'*equity* aziendale; K è il capitale netto rettificato; G è il *goodwill* (avviamento).

Infine, il metodo del valore medio definisce il valore del capitale economico come media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e il valore del capitale economico espresso con la formula della rendita perpetua $\frac{R}{i}$.

Quanto detto può essere espresso dalla seguente formula:

$$W = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$$

dove:

W è il valore dell'*equity* aziendale, K è il capitale netto rettificato determinato mediante l'approccio patrimoniale; $\frac{R}{i}$ è l'attualizzazione del flusso reddituale medio prospettico, determinato mediante l'approccio basato sui flussi di reddito.

Si ricorda, infine, che per quanto concerne il caso di specie, i P.I.V. evidenziano che *“il valore intrinseco può essere stimato con tutte le metodi-*



Handwritten signature or initials.

che" (P.I.V. IV.6.3) sopra indicate. È quindi possibile determinare il valore della quota del socio recedente, dividendo il valore complessivo dell'azienda come risultante da uno o più dei metodi indicati, per il numero totale delle azioni in circolazione e, successivamente, moltiplicando il valore della singola azione, così determinato, per il numero di azioni possedute dal socio recedente, nel caso di specie il Comune di Castelfidardo.

14. SCELTE METODOLOGICHE

Illustrati a livello sommario i metodi di valutazione d'azienda più diffusi in dottrina, si procede ora alla selezione del metodo più adatto al contesto specifico.

La scelta è stata effettuata con riferimento alle caratteristiche e peculiarità intrinseche dell'oggetto di valutazione, nonché tenendo in considerazione le finalità della presente valutazione sopra richiamate.

Nel dettaglio, nell'ambito delle valutazioni legali, i PIV (IV.2.9) richiedono che l'esperto adotti criteri che si rifanno a una pluralità di metodiche di valutazione. Da ciò deriva la necessità di combinare più metodi per la determinazione del valore dell'azienda Viva Servizi S.p.a. per fare in modo che la valutazione sia quanto più possibile:

- generale e astratta, ossia che prescindano da interessi particolari;
- razionale, nel senso che essa poggi su uno schema logico, rigoroso, convincente e condivisibile;
- obiettiva, ossia verificabile e che siano dimostrabili i dati utilizzati, le ipotesi formulate e la struttura del modello valutativo;

- stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli;
- prudente, nel senso che eviti sopravvalutazioni che non sarebbero utili ai fini delle decisioni strategiche alla cui formazione la presente stima contribuisce.

Come sopra richiamato, seguendo il dettato normativo (2437-ter c.c.), la valutazione delle azioni in caso di recesso di socio da società per azioni non quotata, deve essere effettuata “tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell’eventuale valore di mercato delle azioni”. Per determinare il valore dell’intero complesso aziendale in funzionamento e, dunque, il valore corrente delle azioni, la norma richiede l’adozione di metodi di valutazione che consentano di attribuire un valore alla consistenza patrimoniale della società, alle sue prospettive future e, qualora disponibile, al valore di mercato delle azioni.

I P.I.V., nell’ambito delle operazioni di recesso, si limitano a integrare quanto previsto dalla normativa, precisando che il valore può essere determinato ricorrendo a ciascuna delle tre principali metodologie valutative: quella patrimoniale, quella basata sui flussi di risultato e quella basata sui valori di mercato. Non essendo rintracciabile un valore di mercato delle azioni di Viva Servizi S.p.a., appare più aderente al dettato normativo, orientarsi verso metodi patrimoniali e metodi che siano in grado di apprezzare le prospettive future dell’azienda.

Non si ritiene opportuno, pertanto, utilizzare il metodo dei multipli stanti le dimensioni aziendali non comparabili con quelle delle società quotate e la difficoltà di individuare *comparables* adeguati. Parimenti, non verranno utilizzati i metodi empirici stante la loro limitata razionalità e dimostrabilità.

A quanto appena esposto, è necessario aggiungere un'ulteriore considerazione. La metodologia di valutazione dell'azienda si deve coniugare con l'impianto regolatorio che disciplina il settore idrico e che impone al gestore una serie di vincoli. La regolazione si esercita su diversi livelli: incide sui ricavi, attraverso la determinazione di limiti tariffari; interviene sui costi operativi, mediante l'imposizione di standard qualitativi minimi e di specifici obiettivi di performance; disciplina gli investimenti, sia sotto il profilo quantitativo che nella loro valutazione economica; ed impone, infine, nel caso di subentro al gestore del SII, il riconoscimento di un Valore di Subentro (VS) secondo quanto previsto dall'ARERA. Tale indennizzo è frutto di una prospettiva di valutazione strettamente patrimoniale e viene calcolato sulla base di un algoritmo regolatorio di cui all'art. 31 della deliberazione 664/2015/R/idr.

Tenuto conto di tutto quanto sopra richiamato, della finalità della stima, delle specificità dell'oggetto di stima e dei dati disponibili, l'esperto ha ritenuto opportuno procedere come segue. Il valore del complesso aziendale viene determinato ricorrendo all'applicazione di due metodi di valutazione.

Per apprezzare la consistenza patrimoniale, richiesta dal dato normativo, in linea con la dottrina economico-aziendale, si procede all'applicazione del metodo patrimoniale semplice. La dimensione patrimoniale è valorizzata procedendo alla stima del valore corrente delle attività e delle passività aziendali alla data di riferimento. Il valore corrente dei terreni e dei fabbricati, infine, come precedentemente anticipato, viene stimato da tecnico esperto su apposito incarico conferito direttamente da Viva Servizi S.p.a.. Per le altre poste patrimoniali la verifica del valore corrente è condotta dal sottoscritto

consulente scientifico.

In linea con quanto suggerito dai P.I.V. e con le migliori prassi, viene, inoltre, considerato un ulteriore metodo di stima da affiancare al metodo patrimoniale semplice. In particolare, si è scelto di far riferimento al metodo DCF (*Discounted Cash Flow*). Tale metodo è, nella prassi ormai consolidata, il più applicato tra i metodi basati sui flussi di risultato attesi, cioè atti ad esprimere le “prospettive” dell’azienda. Il metodo finanziario è frequentemente utilizzato per la stima del valore intrinseco in quanto la grandezza flusso considerata è particolarmente affidabile per la modalità di calcolo che non risente di poste contabili a determinazione stimata o congetturata in quanto esso esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui stima è esposta a giudizi soggettivi (Guatri-Bini, 2009) come ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti etc.

Stanti, inoltre, le problematiche sopra citate, nel caso di specie, rileva il possibile ricorso a diverse procedure di ammortamento del costo delle immobilizzazioni materiali e immateriali: ammortamento tecnico, ammortamento economico e ammortamento finanziario, pur in un’accezione sui generis rispetto alla dottrina contabile tradizionale. Per approfondimenti al riguardo si rinvia al paragrafo seguente, in sede di applicazione puntuale dei metodi indicati. Preme, tuttavia, anticipare che l’impatto di diverse opzioni, tutte consentite dall’impianto regolatorio, in tema di ammortamenti, rende la variabilità di grandezze prospettiche, di natura reddituale, più elevata rispetto a quanto ordinariamente riscontrabile in altri contesti aziendali. Pertanto, i risultati ottenibili con stime basate su grandezze reddituali sarebbero fortemente correlati alle scelte operate in termini di politiche valutative nei bilanci



previsionali.

Nel caso in esame si è sviluppato il metodo finanziario secondo la logica *equity side* onde enfatizzare la prospettiva dell'azionista e la disponibilità finanziaria ad esso riconducibile. I flussi di cassa attesi sono considerati quindi quali flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti, depurati dai movimenti monetari connessi alla gestione dei finanziamenti con vincolo di restituzione.

15. LA STIMA DEL VALORE DI VIVA S.P.A.: IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

Il metodo patrimoniale semplice, largamente impiegato nella prassi, è caratterizzato da un basso grado di incertezza ed un elevato grado di affidabilità e, al contempo, soddisfa i requisiti di prudenza e verificabilità del processo valutativo, imprescindibili in un'operazione di recesso di socio da società per azioni. Il metodo patrimoniale semplice richiede di stimare il valore corrente del patrimonio netto rettificato, onde ri-esprimere i valori contabili in termini di valori correnti di mercato. In altri termini, il valore del patrimonio netto aziendale viene rivalutato a partire dai valori contabili, per avvicinarsi a quelli correnti dell'azienda in funzionamento nella prospettiva della continuità aziendale. Le differenze emergenti tra valori contabili e valori correnti richiedono poi di considerare l'impatto fiscale. Tenuto conto dell'impostazione metodologica, si procederà come segue:

1. rettifica delle poste attive e passive di stato patrimoniale al 31/12/2024 e definizione del valore corrente;



2. stima dell'impatto fiscale sulle eventuali differenze nei valori di poste attive e passive;
3. stima del valore aziendale.

Si ribadisce che sui plusvalori identificati occorre considerare la fiscalità latente in linea con quanto suggerito dalla dottrina (cfr. Guatri-Bini, 2009; Corbella et al., 2018) e dalla prassi. Considerata la natura dei beni oggetto di rivalutazione o svalutazione, si è adottato un *tax rate* del 28,73% (IRES+IRAP).

15.1 Rettifica delle poste attive e passive di stato patrimoniale al 31/12/2024 e definizione del valore corrente

I dati di riferimento per l'applicazione del metodo patrimoniale semplice sono stati desunti dal bilancio al 31/12/2024, approvato dall'Assemblea dei soci in data 30/04/2025. Il bilancio in parola è stato oggetto di revisione legale da parte della società Ria Grant Thornton S.p.a., la quale ha rilasciato un giudizio positivo in data 14/04/2025.

Gli elementi attivi e passivi oggetto di valutazione sono presentati nella seguente situazione patrimoniale riferita al 31/12/2024:

Immobilizzazioni immateriali	€	8.536.773
Immobilizzazioni materiali	€	210.098.670
Immobilizzazioni finanziarie	€	0
Rimanenze	€	4.234.649
Crediti	€	42.793.151
Disponibilità liquide	€	1.682.250
Ratei e risconti attivi	€	1.093.918
Fondi rischi e oneri	€	-4.610.025

JWT

Debiti per TFR	€	-2.570.967
Debiti	€	-91.945.194
Ratei e risconti passivi	€	-44.803.761
Capitale netto	€	124.509.464

Prima di procedere alla stima del capitale netto rettificato si premette quanto segue. L'iscrizione in bilancio degli investimenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali afferenti al SII possono essere oggetto di differenti modalità di contabilizzazione, con riferimento sia alla definizione della vita utile dei beni e quindi alla determinazione dei fondi ammortamento, sia alla rilevazione dei contributi FONI (Fondo Nuovi Investimenti nella terminologia adottata da ARERA), dei contributi pubblici e privati e dei contributi per allacciamenti, riscossi anno dopo anno, dal gestore. Il collocamento nello schema regolatorio V consente, ai sensi del comma 11.8 del MTI-4, al gestore, la facoltà di ricorrere all'ammortamento finanziario. La società Viva Servizi S.p.a. ha adottato tale criterio fin dall'introduzione del MTI (prima MTT, Metodo Tariffario Transitorio), ossia a partire dal 2011, per le categorie di cespiti afferenti al SII. Pertanto, la ripartizione del costo della singola immobilizzazione è calcolata sulla base della durata residua della convenzione di affidamento, ora definita al 30/06/2033. L'ammortamento finanziario è un tema che ha conosciuto importanti approfondimenti dottrinali nella dottrina ragionieristica italiana (cfr. Aldo Amaduzzi, 1978; Paganelli, 1962; Fiori, 1990; Kunz, 1997). Il tema nasce in quanto nei bilanci delle società concessionarie di pubblici servizi si riscontra, usualmente, una particolare categoria di immobilizzazioni: i beni gratuitamente devolvibili. Nel caso di specie si riporta un brano tratto dalla convenzione di affidamento del SII.

Alla scadenza della convenzione, tutte le opere e le attrezzature, le reti, gli impianti e altre dotazioni patrimoniali (ivi compresi i beni strumentali e le loro pertinenze necessarie), affidate inizialmente al Gestore o da quest'ultimo successivamente realizzate e completamente ammortizzate, nonché quelle successivamente realizzate a spese dell'EGA, dei comuni o da terzi e parimenti affidate in concessione al Gestore, devono essere restituite gratuitamente all'ente affidante, in condizione di efficienza ed in buono stato di conservazione nei limiti di quanto previsto dall'art. 151 comma 2 lett. m) del D.Lgs. 152/2006 ss.mm.

Secondo consolidata dottrina contabile l'ammortamento finanziario indica "un procedimento amministrativo-contabile utilizzato per garantire la soluzione contemporanea di due distinti problemi: l'ammortamento dei beni gratuitamente devolvibili e il graduale rimborso del capitale proprio e di quello preso a prestito da terzi" (cfr. Kunz, 1997). Nella quota di "ammortamento, quindi, confluiscono fenomeni diversi" e che, comunque, si basano sull'ipotesi di assenza totale di un valore di recupero per l'azienda concessionaria. Come sopra richiamato, invece, l'attuale impianto regolatorio prevede espressamente, alla fine della concessione, nell'ipotesi di affidamento del SII ad altro gestore, il riconoscimento di un Valore di Subentro che, come sarà chiarito più avanti, è formulato in base al valore residuo delle immobilizzazioni tecniche, basandosi su procedure di ammortamento ordinario (cioè legate alla vita tecnico-economica dei beni). L'adozione dell'ammortamento finanziario consente, inoltre, al gestore, di adottare vite utili più brevi di quelle "tecniche", definite dall'ARERA (ai commi 11.2, 11.3, 11.4 e 11.5 del MTI-4), in particolare per quei beni che hanno, ordinariamente, una vita fisico-tecnica che eccede la scadenza della concessione. A titolo esemplificativo si pensi alle condotte di acquedotto e fognarie, per cui ARERA prevede una vita utile, rispettivamente, di 40 o 50 anni e che, in virtù dell'ammortamento finanziario, risultano completamente ammortizzate entro la scadenza



della concessione (nel caso di Viva Servizi S.p.a. il 2033).

A riguardo si riporta un ulteriore brano estrapolato dal Piano Economico Finanziario, redatto per l'aggiornamento della predisposizione tariffaria MTI-4, dall'AATO n. 2, Ente che affida il SII per il territorio della Provincia di Ancona:

Il collocamento nello schema regolatorio V consente, ai sensi del comma 11.8 del MTI-4, la facoltà di ricorrere all'ammortamento finanziario. L'ammortamento finanziario consente di adottare vite utili più brevi di quelle di cui ai commi 11.2, 11.3, 11.4 e 11.5 del MTI-4 e anche, laddove giustificato sulla base degli investimenti programmati, vite utili più brevi di quella risultante dalla scadenza della concessione. È consentito anche adottare vite utili di tipologia diversa (vite utili tecniche o ammortamento finanziario in senso regolamentare) per diverse tipologie di cespiti.

Come è facile osservare, esiste un'ampia discrezionalità nella scelta dei criteri di ammortamento dei beni c.d. gratuitamente devolvibili. Peraltro, è doveroso sottolineare che i criteri di ammortamento riconosciuti dall'AATO n. 2, qualificano il costo per ammortamento dei beni che viene poi riconosciuto all'ente gestore per la determinazione della tariffa del servizio nei confronti dell'utenza. E' quindi, intuibile, che alcune aziende affidatarie del SII, e Viva Servizi è fra queste, utilizzino l'ammortamento finanziario nella consapevolezza che sarà comunque recuperabile attraverso le tariffe applicabili all'utenza, sulla base dei costi riconosciuti dall'AATO di riferimento.

Ai fini della presente perizia, per rappresentare il valore corrente delle immobilizzazioni immateriali e materiali, con particolare riguardo a quelle



affendenti al SII, il sottoscritto consulente scientifico ritiene opportuno depurare i valori contabili dagli effetti derivanti dall'applicazione dell'ammortamento finanziario e di procedere pertanto ad un ricalcolo del valore corrente dei singoli cespiti in applicazione di aliquote di ammortamento "economico" in quanto coerenti con la vita utile dei cespiti disciplinata dal MTI-4.

Alla luce di quanto in premessa, per la stima del capitale netto rettificato si è proceduto valutando le attività e le passività conferite secondo i seguenti principali criteri.

Immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali sono costituite da licenze d'uso, programmi software prodotti internamente, altre immobilizzazioni e acconti e hanno un valore di bilancio al 31/12/2024 pari a netti € 8.536.773.

Il sottoscritto ha stimato il valore intrinseco delle immobilizzazioni immateriali tenendo conto del costo sostenuto per l'acquisizione o realizzazione e per degli oneri accessori, di eventuali rivalutazioni.

La vita utile dei beni è stata stimata tenendo conto dell'andamento storico aziendale, nonché di quanto emerso durante i colloqui intercorsi con i responsabili amministrativi e con la Direzione aziendale.

La Direzione ha fornito al sottoscritto l'elenco delle immobilizzazioni immateriali così come risultanti dal libro cespiti aggiornato al 31/12/2024.

Sono presenti cespiti relativi a programmi software e licenze d'uso. I principali sono: software gestionale sap R/3, sap HR, sap ISU SII; software gestionale, del telecontrollo, posta elettronica, gestione documentale, archiviazione sostitutiva e rete LAN.

I software non sono stati oggetto di revisione di valore in quanto la



stessa Viva Servizi S.p.a. ha ritenuto di non applicare, per tali cespiti, l'ammortamento finanziario. Per questi beni si è quindi assunto un valore intrinseco pari al loro valore contabile dato dal costo storico al netto dell'ammortamento coerente con la normativa civilistica e i principi contabili di generale accettazione.

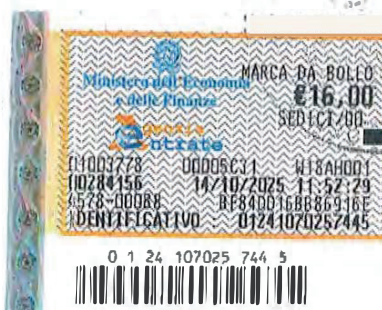
Gli oneri pluriennali legati a finanziamenti, leasing e a oneri su beni di terzi sono stati assunti al loro valore contabile con le stesse modalità appena descritte.

Le immobilizzazioni in corso includono oneri pluriennali relativi all'attività propedeutica alla certificazione ISO ed altre attività connesse al progetto PNRR, allo sviluppo software etc. Per tale voce la Direzione ha fornito dettaglio dei singoli cespiti. Il valore è stato pertanto assunto al relativo valore contabile pari al costo di carico.

Le "altre immobilizzazioni immateriali" presentano un valore, nel bilancio di Viva Servizi, pari a € 4.223.515 e consistono, in larga misura, in "oneri pluriennali diversi", ammortizzati al 20% su base annua. La vita utile di 5 anni, considerata la natura di tali immobilizzazioni, appare in linea con i riferimenti suggeriti dalla migliore prassi contabile. Il valore intrinseco di tali beni risulta quindi in linea con il valore di bilancio.

Immobilizzazioni materiali

Le immobilizzazioni materiali sono relative a terreni, fabbricati, impianti e macchinari, altri beni, attrezzature industriali e beni materiali in corso di realizzazione e hanno un valore contabile al 31/12/2024 pari a netti € 210.098.670.



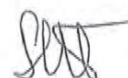
Le immobilizzazioni materiali rappresentano la totalità dei beni a disposizione di Viva Servizi S.p.a. per l'esercizio della propria attività istituzionale.

L'applicazione del metodo patrimoniale semplice ha richiesto la valorizzazione del compendio immobiliare, comprendente terreni e fabbricati, mediante apposita perizia tecnica redatta dall'Ing. Fabio Bufarini, su specifico incarico di Viva Servizi S.p.a. Pertanto, i valori accolti nella presente relazione di stima coincidono con quelli forniti dal tecnico incaricato.

Per quanto concerne le altre immobilizzazioni tecniche materiali, si è operata una distinzione fra immobilizzazioni tecniche afferenti al SII, per le quali Viva Servizi S.p.a. ha applicato l'ammortamento finanziario, e le altre immobilizzazioni tecniche materiali, per le quali Viva Servizi S.p.a. non ha applicato l'ammortamento finanziario.

Per la prima categoria di cespiti indicata, nell'anno 2024, Viva Servizi S.p.a. ha continuato ad adottare l'ammortamento finanziario. La ripartizione del costo di tali cespiti è fissata, dunque, sulla base della durata residua della concessione, ad oggi, 30/06/2033. Anche in questo caso, a seguire, si riporta testualmente un brano ripreso dalle note esplicative al bilancio d'esercizio di Viva Servizi, al 31.12.2024:

Gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali hanno avuto un duplice trattamento. Come anticipato nella sezione criteri di valutazione, per le reti e gli impianti del SII si è proceduto con l'ammortamento finanziario determinato in base alla durata residua della convenzione firmata che attualmente è fissata al 30.06.2033. Nel complesso, l'incremento degli ammortamenti



menti materiali dipende sia da volumi di investimenti realizzati nel 2024 significativamente elevati e sia da aliquote di ammortamento via via crescenti all'avvicinarsi della fine della concessione. Invece, per quanto concerne la restante parte delle immobilizzazioni materiali, gli ammortamenti sono stati calcolati sulla base della vita economico tecnica residua dei beni stessi.

Ai fini della finalità della presente perizia, il sottoscritto ha stimato il valore intrinseco delle immobilizzazioni materiali tenendo conto del costo storico, di eventuali oneri accessori, di eventuali rivalutazioni nonché dell'ammortamento coerente con la vita utile "regolatoria" così come definita, per singole categorie di cespiti, dal MTI-4. La vita utile dei beni viene pertanto stimata assumendo che la stessa sia pari a quella definita dall'ARERA per singola tipologia di cespiti, iscritta in stato patrimoniale di Viva Servizi al 31/12/2024.

Per una valutazione del valore corrente delle immobilizzazioni, il sottoscritto ha, quindi, ritenuto opportuno ricorrere ad una valorizzazione dei cespiti che tenesse conto del valore di iscrizione in bilancio e del fondo ammortamento rideterminato dall'applicazione delle aliquote definite sulla base della vita utile stabilita dall'ARERA. Con l'adozione dell'ammortamento finanziario, infatti, l'effetto indotto è di ridurre significativamente la vita utile economica delle immobilizzazioni con durata eccedente il termine della concessione e, in conseguenza, di ridurre il valore contabile espresso nel bilancio d'esercizio.

Si precisa che il processo di ricalcolo è stato effettuato su categorie di cespiti omogenee e raggruppate sulla base dell'anno di iscrizione, af-

ferenti alle categorie per le quali ARERA definisce una vita utile regolatoria.

Per le categorie di altri cespiti non strettamente connesse all'erogazione del SII, per le quali ARERA non definisce una vita utile regolatoria e per le quali Viva Servizi S.p.a. non applica l'ammortamento finanziario, ma un ammortamento definito "tecnico" ossia calcolato sulla base delle aliquote tecniche, il processo di ricalcolo non è stato applicato, avendo considerato il consulente scientifico il valore contabile assimilabile al valore corrente.

Al fine di raggiungere l'obiettivo della ri-espressione a valori correnti delle immobilizzazioni, la Direzione ha fornito al sottoscritto l'elenco delle immobilizzazioni materiali connesse al SII di proprietà aggiornato al 31/12/2024 con il dettaglio dei singoli cespiti suddivisi per categoria e per anno di iscrizione in bilancio.

In dettaglio, nel prospetto consegnato sono presenti:

- Terreni e fabbricati: tale aggregato accoglie gli immobili costituenti le sedi operative della società. L'attività viene svolta nella sede legale ed amministrativa situata in Via del Commercio 29, nel comune di Ancona.

Per la stima del valore intrinseco dei fabbricati e dei terreni di proprietà della società, come anticipato, Viva Servizi S.p.a. ha affidato incarico all'Ing. Fabio Bufarini il quale ha prodotto relazione di stima datata 02/10/2025 che si allega alla presente perizia (Allegato "A") e alla quale si rimanda integralmente per una descrizione analitica dei singoli cespiti e, quindi, per la stima del compendio immobiliare.

Si evidenzia che nel bilancio di esercizio al 31/12/2024 i fabbricati e i terreni sono rappresentati come segue: il valore contabile dei fabbricati è pari



ad € 9.332.382, mentre quello dei terreni risulta pari ad €2.803.851. Sulla base della perizia redatta dall'Ing. Bufarini, il valore corrente di terreni e fabbricati, senza considerare le pertinenze legate agli impianti fotovoltaici, ammonta a € 16.814.200,00.

A seguito del processo di stima sviluppato dall'Ing. Bufarini, il valore di mercato degli immobili viene così rivalutato:

Valore di bilancio al 31/12/2024	€	12.136.233
Rivalutazione lorda	€	4.677.967
(-) Fiscalità latente	€	- 1.343.980
Rivalutazione netta	€	3.333.987
Valore rettificato	€	15.470.220

In base a quanto sopra, il valore intrinseco di terreni e fabbricati di proprietà della società Viva Servizi S.p.a. è stimato in € 15.470.220, pari al valore determinato dall'esperto Ing. Fabio Bufarini e tenendo conto dell'effetto della fiscalità latente sulla rivalutazione.

- Impianti e macchinari: tale aggregato è rappresentativo delle dotazioni infrastrutturali necessarie allo svolgimento della gestione del SII. Rientrano in tale categoria le condotte per l'acqua potabile e quelle fognarie, i contatori idrici, i depuratori e i relativi gruppi di misura, nonché gli impianti di sollevamento delle acque reflue e quelli di pompaggio per la depurazione. Sono inoltre presenti opere idrauliche fisse, serbatoi per l'acqua potabile, vasche di laminazione delle acque di prima pioggia e sistemi per il trattamento di bottini e percolati. Alle categorie richiamate, vanno aggiunti i valori degli impianti fotovoltaici che Viva Servizi S.p.a. include già, nella propria comunicazione di bilancio, nell'ambito della categoria "impianti e

macchinari". Il valore intrinseco di tali beni risulta pari al loro valore di bilancio rettificato sulla base della rivalutazione derivante dall'applicazione delle aliquote di ammortamento coerenti con la vita utile regolatoria al netto della fiscalità latente e dalla valutazione degli impianti fotovoltaici come indicata nella perizia dell'Ing. Bufarini.

Valore di bilancio al 31/12/2024	€	180.228.261
Rivalutazione lorda	€	63.802.587
(-) Fiscalità latente	€	-18.330.483
Rivalutazione netta	€	45.472.104
Valore rettificato	€	225.700.365

Pertanto, il valore intrinseco degli impianti e macchinari al 31/12/24 risulta pari ad € 225.700.365.

- Attrezzature industriali e commerciali: tale aggregato è costituito dall'insieme delle attrezzature generiche, di laboratorio e gli impianti di telecontrollo. Il fondo ammortamento risultante dalla contabilità di Viva Servizi S.p.a. evidenzia importi ottenuti applicando quote annuali di ammortamento inferiori a quelle derivanti dai coefficienti ARERA. Per omogeneità metodologica si è ritenuto, anche per i cespiti in oggetto, di adeguarsi alle aliquote disposte da ARERA. Il sottoscritto, in applicazione delle vite utili regolatorie, giunge ad un valore intrinseco pari ad € 4.427.605.

Valore di bilancio al 31/12/2024	€	4.779.613
Svalutazione lorda	€	- 493.907
(+) Fiscalità latente	€	141.899
Svalutazione netta	€	- 352.008

Per

Valore rettificato	€	4.427.605
--------------------	---	-----------

Pertanto, il valore intrinseco delle attrezzature industriali e commerciali al 31/12/24 risulta pari ad € 4.427.605.

- Altre immobilizzazioni: tale aggregato include gli investimenti strumentali allo svolgimento del SII, si tratta, a titolo esemplificativo di autovetture, automezzi speciali, hardware, macchine elettroniche d'ufficio, mobili e arredi, radio ricetrasmittenti, sistemi telefonici e telefoni cellulari. Il valore contabile al 31/12/2024 è pari ad € 5.273.211. Per la totalità delle categorie cespiti che confluiscono in tale aggregato, ad eccezione degli automezzi speciali e delle autovetture, il valore intrinseco risulta pari al valore contabile al 31/12/24. In applicazione della vita utile regolatoria impiegata per le sole categorie "automezzi speciali" ed "autovetture" il sottoscritto evidenzia una svalutazione (al netto degli effetti fiscali) di € 788.721.

Valore di bilancio al 31/12/2024	€	5.273.211
Svalutazione lorda	€	- 1.106.666
(+) Fiscalità latente	€	317.945
Svalutazione netta	€	- 788.721
Valore di perizia	€	4.484.490

Pertanto, il valore intrinseco delle Altre immobilizzazioni al 31/12/24 risulta pari ad € 4.484.490.

- Immobilizzazioni in corso: presentano un valore contabile al 31/12/2024 pari ad € 7.681.352. Nel dettaglio, la Direzione ha fornito al sottoscritto elenco dettagliato delle somme iscritte nella voce Immobilizzazioni mate-



riali in corso, così da constatarne l'importo, l'anno di iscrizione e la tipologia di cespite che entrerà in ammortamento al termine del periodo di realizzazione, con il dettaglio dell'anno. Il valore della voce contabile al 31/12/2024 corrisponde, pertanto, al valore intrinseco.

Sulla base di quanto esposto, il valore di perizia del totale delle immobilizzazioni materiali ammonta ad € 257.764.033.

Immobilizzazioni finanziarie

Le partecipazioni detenute in altre società sono iscritte al costo di acquisizione rettificato da specifico fondo svalutazione. Nel dettaglio, le uniche due partecipazioni detenute da Viva Servizi S.p.a. in Tirana Acque s.c. a r.l. in liquidazione ed in Consorzio Palombare in liquidazione, risultano completamente svalutate. Il valore intrinseco delle immobilizzazioni finanziarie al 31/12/2024 risulta pari a zero.

Rimanenze

Le rimanenze sono costituite da materiali che Viva Servizi S.p.a. impiega nella gestione operativa e per il laboratorio analisi. Si tratta quindi di tutti quei materiali necessari alla manutenzione ed alla costruzione di impianti, ricambi per le apparecchiature in funzione etc. Il metodo impiegato per la determinazione del valore di tali beni è quello del costo medio ponderato continuo. Come risulta dal Bilancio 2024, una svalutazione è già stata effettuata al termine dell'ultimo esercizio chiuso, per tener conto dei beni che non hanno registrato movimentazioni di valore negli ultimi tre anni. Il sottoscritto ha appurato insieme alla Direzione che l'incremento di valore registrato nell'anno 2024 è legato alle esigenze di acquisto di contatori digitali di ultima generazione dotati di sistema di autolettura, connessi al Progetto PNRR. Il



progetto in parola, che terminerà verosimilmente nell'anno 2025, ha come obiettivo la digitalizzazione e la riduzione delle perdite idriche, che sono conseguibili, appunto mediante la sostituzione di vecchi contatori, con nuovi più all'avanguardia. In base alle informazioni acquisite si ritiene che il valore intrinseco delle rimanenze di magazzino coincida con il valore di bilancio.

Crediti

I crediti sono relativi a crediti verso clienti, crediti verso controllanti, crediti tributari e crediti verso altri e hanno un valore di bilancio al 31/12/2024 pari a netti € 42.793.151. I crediti con scadenza entro l'esercizio successivo sono stati valutati al loro presumibile valore di realizzo. La Direzione ha fornito al sottoscritto il prospetto dettagliato utilizzato per la determinazione del fondo svalutazione crediti. Il sottoscritto ha verificato la regolarità e la sostanziale correttezza del prospetto fornito, pertanto, l'ammontare complessivo del fondo svalutazione crediti, risulta coerente con i principi contabili di riferimento e con le informazioni rese disponibili dalla società.

I crediti verso clienti con scadenza oltre l'esercizio successivo sono stati valutati al costo ammortizzato. Anche per questi crediti, la direzione ha fornito il prospetto dettagliato relativo al calcolo del costo ammortizzato. La significativa variazione in aumento che ha registrato tale voce, rispetto all'esercizio precedente, deriva dall'adeguamento al Vincolo dei Ricavi Garantiti mediante il quale, a partire dall'esercizio 2024 e per i successivi, sono stati riconosciuti in tariffa da parte di ARERA i maggiori costi sostenuti a partire dal 2022 dovuti principalmente all'aumento del costo per energia elettrica. Tale



aumento, per effetto di un meccanismo di riconoscimento in tariffa che avviene solo due anni dopo l'effettivo sostenimento, genera pertanto, nell'esercizio 2024, un aumento dei ricavi e corrispondentemente un aumento dei crediti verso clienti oltre l'esercizio successivo. Tali crediti, infatti, come appurato con la Direzione, verranno incassati nel quinquennio 2025-2029, in ottemperanza al limite fissato dall'ARERA sull'aumento percentuale annuale della tariffa applicata nel rispetto del vincolo dei ricavi garantiti.

I crediti verso controllanti sono relativi a bollette, allacci, smaltimenti reflui e lavori eseguiti per conto dei Comuni Soci ed ammontano ad € 666.716.

I crediti tributari sono relativi a crediti d'imposta spettanti a fronte di acquisti effettuati su beni strumentali. I crediti tributari attinenti le imposte anticipate sono principalmente attribuiti alla temporanea indeducibilità di accantonamenti ai fondi rischi e oneri.

In base alle informazioni acquisite, si ritiene che il valore intrinseco dei crediti coincida con il valore di bilancio.

Sulla base di quanto esposto, il valore di perizia dei crediti ammonta ad € 42.793.151.

Disponibilità liquide

Le disponibilità liquide sono relative a giacenze di denaro contante e alla consistenza dei conti correnti bancari e postali e hanno un valore di bilancio al 31/12/2024 pari ad € 1.682.250.

Il sottoscritto ha valutato le giacenze di denaro contante al valore nominale e i saldi attivi dei conti correnti bancari al loro valore di presumibile realizzo.



In base alle informazioni acquisite, si ritiene che il valore intrinseco delle disponibilità liquide coincida con il valore di bilancio.

Ratei e risconti attivi

I ratei e risconti attivi ammontano al 31/12/2024 a complessivi € 1.093.918 e sono totalmente relativi a risconti attivi relativi a manutenzioni di canoni di software, locazioni, concessioni per attraversamenti, polizze fidejussorie e assicurative e tassa circolazione automezzi.

In base alle informazioni acquisite, si ritiene che il valore intrinseco dei ratei e dei risconti attivi coincida con il valore di bilancio.

Sulla base di quanto esposto, il valore di perizia dei ratei e risconti attivi ammonta ad € 1.093.918.

Fondi rischi e oneri

I fondi per rischi e oneri sono relativi al fondo imposte differite ed altri fondi e hanno un valore di bilancio al 31/12/2024 pari a netti € 4.610.025. Nel dettaglio il fondo per imposte è esclusivamente riferito al fondo imposte differite, costituito in esercizi precedenti, a fronte delle cosiddette “differenze temporanee” tra reddito civilistico e imponibile fiscale. L’aggregato “altri fondi”, di importo più significativo, accoglie un insieme di fondi diversi quali fondi spese legali e vertenze in corso, fondo per canoni concessionali, fondo danni e franchigie assicurative, Fondo Consorzio Bonifica Marche, Fondo rischi per la montagna etc.

Per i fondi sopra menzionati, la Direzione ha fornito al sottoscritto prospetto di dettaglio al 31/12/2024. Il sottoscritto ha inoltre proceduto a racco-

Inps e Inail ed altri debiti. I debiti finanziari vengono valutati secondo il criterio del costo ammortizzato applicando il metodo dell'interesse effettivo. In particolare, i debiti verso Istituti di credito ammontano complessivamente ad € 62.882.839. L'operazione di finanziamento sottoscritta nel dicembre 2023 ha consentito a Viva Servizi S.p.a. di ottenere un ammontare complessivo di 67 milioni di euro, il cui piano di rimborso è illustrato nel PEF 2025-2033.

I debiti verso altri finanziatori ammontano ad € 33.984 e si riferiscono a debiti per oneri sul finanziamento concesso dalla CSEA (Cassa Settore Energetici e Ambientali) gestita dall'ARERA, che ha supportato la Viva Servizi S.p.a. nel fronteggiare la crescita dei costi legati all'aumento del prezzo dell'energia.

Gli acconti ammontano ad € 121.273 e rappresentano richieste di allaccio presentate dagli utenti e non ancora eseguite.

I debiti verso fornitori ammontano ad € 19.143.482 e rappresentano debiti, interamente con scadenza entro l'anno successivo, relativi a fatture ricevute e fatture da ricevere in relazione alla normale operatività aziendale.

I debiti verso controllanti ammontano ad € 462.841 e rappresentano debiti nei confronti dei Comuni Soci.

I debiti tributari ammontano ad € 2.020.553 e comprendono debiti per ritenute da versare, debiti verso erario per IVA di competenza del mese di dicembre 2024, debiti per IRAP e debiti per IRES a saldo delle imposte da versare a giugno 2025.

I debiti verso enti previdenziali e assistenziali comprendono debiti verso INPDAP, INPS e INAIL e ammontano ad € 689.940.

Infine, per quanto concerne i debiti verso altri, pari ad € 6.590.282, di

cui 2.989.618 scadenti entro l'esercizio successivo e 3.600.664 oltre l'esercizio successivo. Il sottoscritto ha acquisito dalla Direzione prospetto di dettaglio al 31/12/2024 che riporta l'elenco dei creditori e il relativo ammontare dovuto.

In base alle informazioni acquisite, il sottoscritto ritiene che il valore intrinseco dei debiti sia pari al valore contabile al 31/12/2024.

Sulla base di quanto esposto, il valore dei debiti ammonta ad € 91.945.194.

Ratei e risconti passivi

La voce ratei e risconti passivi comprende esclusivamente risconti passivi che ammontano ad € 44.803.761 di cui € 5.084.981 entro l'esercizio successivo ed € 39.718.780 oltre l'esercizio successivo. All'interno della voce trovano collocazione essenzialmente i contributi riscossi da enti pubblici inclusi quelli da PNRR, i contributi da privati e per allacciamenti. Tali contributi vengono contabilizzati come risconti passivi e, successivamente, anno dopo anno, rilasciati a conto economico, coerentemente con le quote di ammortamento degli investimenti per i quali il contributo è stato concesso. Inoltre, sempre in questa voce trova collocazione la quota di risconti passivi del VRG denominata FONI, che, in ottemperanza alle indicazioni dell'Organismo Italiano di Contabilità, viene anch'esso contabilizzata alla stregua dei contributi in conto capitale secondo la metodologia prevista dall'OIC16.

In base alle informazioni acquisite si ritiene che il valore intrinseco della voce sia in linea con il valore contabile.

15.2 Stima dell'impatto fiscale delle rettifiche



A seguito del processo di rettifica sopra esposto, le rettifiche lorde complessivamente apportate all'attivo ammontano a € 66.879.981.

A seguito della rilevazione dell'effetto della fiscalità latente, pari a € 19.214.619, le rettifiche nette sul totale dell'attivo ammontano a complessivi € 47.665.362.

15.3 Stima del valore aziendale con il metodo patrimoniale semplice

I dati di riferimento per l'applicazione del metodo patrimoniale semplice sono stati desunti dal bilancio al 31/12/2024. Sulla base di quanto sopra esposto, in applicazione della metodologia scelta, il capitale netto rettificato e quindi il valore di Viva Servizi S.p.a. è stimato come segue.

Immobilizzazioni immateriali	€	8.536.733
Immobilizzazioni materiali	€	257.764.033
Immobilizzazioni finanziarie	€	0
Rimanenze	€	4.234.649
Crediti	€	42.793.151
Disponibilità liquide	€	1.682.250
Ratei e risconti attivi	€	1.093.918
Fondi rischi e oneri	€	-4.610.025
Debiti per TFR	€	-2.570.967
Debiti	€	-91.945.194
Ratei e risconti passivi	€	-44.803.761
Capitale netto rettificato	€	172.174.827

Sulla base di quanto esposto, il valore intrinseco di Viva Servizi S.p.a. determinato con il metodo patrimoniale semplice è definito in € 172.174.827.

16. LA STIMA DEL VALORE DI VIVA S.P.A.: IL METODO FINANZIARIO

La necessaria considerazione delle prospettive future dell'azienda, alla luce dei risultati attesi, richiede di utilizzare un'ulteriore metodologia valutativa tipicamente ispirata all'approccio basato sulle proiezioni future. In particolare, il dettato normativo richiede di considerare le prospettive reddituali ma, nella fattispecie, si sottolinea che i flussi di risultato attesi, in quanto espressione del futuro andamento della gestione e quindi del valore dell'azienda sono, per dottrina e prassi ampiamente consolidate, esprimibili sia attraverso flussi di reddito che ricorrendo ai flussi finanziari. Nella fattispecie oggetto della presente perizia, il sottoscritto ha ritenuto l'applicazione del metodo finanziario, particolarmente adeguato alla considerazione delle future prospettive della gestione dell'azienda. Come anche richiamato dalla Fondazione Nazionale dei Dottori Commercialisti nel documento sulla "valutazione della partecipazione del socio recedente" del 30/04/2015, i metodi finanziari, ma anche i reddituali, possono essere impiegati per integrare il metodo patrimoniale di valutazione della quota o, più limitatamente, come strumenti di verifica della stima ottenuta con il metodo patrimoniale. Il metodo finanziario, pertanto, escludendo voci di costo e di ricavo di natura non monetaria, risulta sicuramente più oggettivo e adeguato alla finalità della presente stima. Nel caso di specie, l'ampia possibilità di scelta fra diversi criteri di ammortamento, per i quali si rinvia al paragrafo sulle scelte metodologiche (cfr. paragrafo 13), orienta verso l'utilizzo dei flussi di cassa, il cui calcolo è



fisiologicamente non influenzabile da quote di ammortamento e, più in generale, da poste a determinazione stimata e congetturata.

In dettaglio, tra i diversi metodi di valutazione dei flussi finanziari, il sottoscritto consulente scientifico ha scelto il metodo finanziario (*Discounted Cash Flow*) analitico con approccio *equity side*, ossia basato su flussi di cassa *levered*, disponibili per gli azionisti, con annessa determinazione del *Terminal Value*, stimato alla data del termine della concessione del SII. Come sarà chiarito più avanti, nella determinazione del *Terminal Value*, il sottoscritto ha inteso adottare una prospettiva di Valore di Liquidazione, anziché l'attualizzazione di flussi di cassa per un periodo indefinito di vita ulteriore dell'azienda, come da applicazione rigorosa del metodo prescelto.

Ciò in quanto, all'epoca della stima, cioè alla data odierna, non è possibile rintracciare elemento alcuno che possa far prevedere un rinnovo della concessione per la gestione del SII da parte dell'AATO2 a Viva Servizi S.p.a. o, in alternativa, l'affidamento del servizio ad altro gestore mediante gara pubblica. Peraltro, come anticipato nel paragrafo 14, cui si rinvia, parlando dell'ammortamento finanziario, a fine concessione, l'art. 31 della delibera ARERA 664/2015/R/idr¹ prevede uno specifico indennizzo, da riconoscere al gestore uscente da parte del nuovo affidatario, calcolato secondo i criteri definiti dal medesimo articolo e sostanzialmente riconducibile al valore contabile residuo delle immobilizzazioni tecniche afferenti al SII. Il che conferma un'ottica di *Liquidation Value* che ispira anche l'impianto regolatorio vigente.

La stima del valore economico dell'azienda, in base al metodo *Discoun-*

¹ Come anche confermato nella convenzione di affidamento all'art. 34 punto 5);

ted Cash Flow, poggia quindi sui flussi di cassa attesi disponibili per gli azionisti/proprietari (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE), ossia sul valore delle risorse monetarie che Viva Servizi S.p.a. sarà in grado di destinare alla remunerazione degli azionisti (sotto forma di dividendi), senza alterare l’equilibrio finanziario della gestione.

Nel caso di specie appare particolarmente adeguata la configurazione del metodo che prevede la scomposizione dell’orizzonte temporale futuro in due periodi. Un primo periodo, detto “a previsione esplicita”, che prevede la stima analitica dei flussi di cassa FCFE per ciascun esercizio che compone il periodo stesso; un secondo periodo, detto a previsione sintetica, che include un valore terminale determinato secondo una logica di *Liquidation Value*. Pertanto, la formulazione adottata per la stima del valore intrinseco di Viva Servizi S.p.a. sarà la seguente.

$$W = \sum_1^n CFA + V_t$$

dove:

W esprime il valore dell’*equity*; CFA, l’attualizzazione dei flussi di cassa *levered* attesi nel periodo a previsione esplicita e V_t è il valore terminale dell’azienda, determinato come sopra sinteticamente descritto.

L’applicazione del metodo richiede l’individuazione delle seguenti variabili: i flussi di cassa *levered* attesi nel periodo a previsione esplicita, il tasso di attualizzazione, l’orizzonte temporale e il valore terminale. Di seguito si esaminano le modalità di stima delle singole variabili indicate.

16.1 La stima dei flussi di cassa (F)

La determinazione dei flussi di cassa *levered* è stata fondata sui dati forniti dalla Direzione aziendale e riportati nel piano economico finanziario 2025-2033 redatto in occasione dell'operazione di rifinanziamento conclusasi nel 2023 e validato dal Direttore Generale come da Sua sottoscrizione allegata, recante la data del 29 settembre 2025 e allegata alla presente.

Di seguito si riportano i dati relativi ai flussi di cassa nel periodo a previsione esplicita.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Levered cash flow	1.069	2.741	4.387	2.221	1.741	3.427	6.566	5.979	14.487

Dati in €/k

16.2 Il tasso di attualizzazione

Il secondo termine da stimare è il tasso K_e , ossia il rendimento del capitale proprio. Come evidenziato dalla dottrina (Guatri-Bini, 2009), tale tasso coincide con il costo del capitale proprio.

Il costo dei mezzi propri corrisponde al rendimento cui l'impresa rinuncia non investendo i propri mezzi finanziari in attività alternative sotto il profilo del rischio (rischio operativo correlato alle caratteristiche operative del business dell'impresa e rischio finanziario connesso alle politiche di indebitamento). In linea con i P.I.V., il costo dell'*equity* è stato calcolato prendendo a riferimento il modello *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM") nella versione *adjusted* che si basa sulla seguente equazione:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

K_e = costo capitale proprio; $R_m - R_f$ = premio di mercato per rischio azionario; β = coefficiente relativo al rischio "non diversificabile".

In linea con le raccomandazioni dell'Organismo Italiano di Valutazione e con quanto previsto dai P.I.V., il costo del capitale è stato stimato adottando una logica *unconditional*, ossia considerando il rischio paese all'interno del tasso *risk free*. Tale logica è stata preferita a quella *conditional* in considerazione sia della maggior condivisione nella prassi di tale approccio sia dei dati disponibili. In particolare, si evidenzia che i metodi per considerare il rischio paese all'interno dell'*equity risk premium* sono molteplici e non generalmente accettati (vedi modelli basati sui rating, sui tassi di interesse, ecc.) e quindi conducono a risultati fortemente divergenti. Diversamente, i metodi e i risultati relativi al premio di mercato per il rischio azionario relativo a mercati maturi (e che non scontano quindi il rischio paese) sono più consolidati e convergenti. In base a tali considerazioni, sono stati stimati i parametri che seguono.

Il saggio *risk free* (R_f), ossia il tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato nella misura del 3,41% pari al tasso medio di interesse dei titoli decennali del Tesoro dell'anno 2024 (Fonte: Dipartimento del tesoro – Ministero dell'economia e delle finanze).

Il premio di mercato per il rischio azionario ($R_m - R_f$) riferito a mercati maturi è stato stimato pari a 4,33 % (Fonte: Damodaran, *Equity Risk Premium obtained by looking at the implied premium for the S&P 500*, estratto in data 12/09/2025 – Dati aggiornati al gennaio 2025).

Per la stima del beta si è fatto riferimento al beta *unlevered corrected for cash* relativo al settore "*Utility Water*" che risulta pari a 0,44 (Fonte: Damodaran, *Levered and Unlevered Betas by Industry*, estratto in data 12/09/2025 – Dati aggiornati al 5/01/2025).

Il beta *re-levered* è stato calcolato avendo come riferimento un rapporto *Debt/Equity* stimato considerando l'andamento storico aziendale e la struttura finanziaria a tendere desumibile dal piano aziendale. Assumendo quindi un rapporto *Debt/Equity* di 0,71 e un *tax-shield* del 24,00%, il beta *re-levered* è stimato pari a 0,68 così ottenuto:

$$\beta_{RL} = \beta_{UL} * (1 + \frac{D}{E} * (1 - t))$$

$$\beta_{RL} = 0,44 * (1 + 0,71 * (1 - 0,24)) = 0,68$$

Tale beta *re-levered* è però ancora un indicatore distorto del beta da utilizzare per l'applicazione del modello. È quindi necessario ri-esprimerlo così da addivenire a un c.d. beta *adjusted* calcolato secondo la tecnica di Blume:

$$\beta_{ADJ} = \beta_{RL} * 0,67 + 0,33$$

$$\beta_{ADJ} = 0,68 * 0,67 + 0,33 = 0,79$$

Il beta adottato al fine del calcolo del costo del capitale proprio stimato è quindi pari a 0,79.

Conseguentemente, il costo del capitale proprio è stato così stimato:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

$$Ke = 3,41\% + 0,79 * 4,33\% = 6,83\%$$

Sulla base dei parametri sopra definiti e adottando il modello CAPM è quindi possibile stimare il costo medio dell'*equity*, come sopra descritto, in un tasso pari al 6,83%.

Il tasso di attualizzazione utilizzato per la stima del valore economico, coerente con i flussi di cassa *levered*, è il costo del capitale proprio, già stimato pari al 6,83%.



16.3 L'orizzonte temporale

I P.I.V. evidenziano che tutti i metodi di valutazione basati sui flussi di risultato attesi richiedono la definizione dell'orizzonte temporale di riferimento sulla base dei fattori di mercato, legali, tecnologici, funzionali ed economici dell'oggetto di stima.

Ai fini della valutazione, poiché la concessione di affidamento presenta un termine fissato al 30/06/2033, si assume come periodo a previsione “esplicita” quello compreso tra il 2025 e il 2033. Per gli anni successivi alla scadenza della concessione non si configura un orizzonte temporale indefinito, per i fattori di totale imprevedibilità delle prospettive gestionali e, persino, della continuità aziendale. Pertanto, il valore finale viene determinato secondo logiche di valore di liquidazione, in coerenza con quanto già evidenziato sopra.

16.4 Il valore dei flussi attualizzati

Una volta stimati i flussi di cassa per il periodo a previsione esplicita, è necessario procedere all'attualizzazione degli stessi.

Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa stimati nel periodo a previsione esplicita è stato assunto pari al Ke , ossia pari al costo del capitale proprio, come sopra determinato.

Sulla base degli elementi indicati, è possibile stimare il valore attuale dei flussi finanziari attesi.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Levered cash flow	1.069	2.741	4.387	2.221	1.741	3.427	6.566	5.979	14.487

Levered Cash flow attualizzati	1.000	2.401	3.598	1.705	1.251	2.305	4.134	3.524	7.993
V.A. Flussi periodo a previsione esplicita	27.913								

Dati in €/k

In base alle ipotesi esposte, il valore attuale dei flussi finanziari levered, disponibili per il periodo a previsione esplicita, è pari a € 27.913.996

16.5 Il valore terminale

Il metodo del DCF impone, come già citato, la quantificazione del valore terminale (residuo) del complesso aziendale. Le prassi consolidate per la determinazione del valore terminale si devono coniugare con l'impianto regolatorio che disciplina il settore idrico e che impone, nel caso di subentro al gestore (Viva Servizi S.p.a.) il riconoscimento del Valore residuo (VRa) definito anche Valore di Subentro, secondo quanto previsto dall'ARERA. Come recita testualmente l'art. 31 del MTI-4:

Art. 31 Valore residuo del gestore del SII

31.1 Il valore residuo del gestore del SII in caso di subentro è valorizzato:

a partire da un valore minimo, pari al valore residuo dei cespiti del gestore del SII, calcolato come:

$$VR^a = \sum_c \left\{ \sum_{t=1962}^a [(IP_{c,t} * df_t^a - FA_{IP,c,t}) - (CFP_{c,t} * df_t^a - FA_{CFP,c,t})] + LIC^a \right\}$$

dove:

- le grandezze $IP_{c,t}$, $FA_{IP,c,t}$, $CFP_{c,t}$, $FA_{CFP,c,t}$, LIC^a sono definite al Titolo 3 sui costi delle immobilizzazioni e sono riferite esclusivamente agli investimenti realizzati dal gestore uscente;

- *fino a un valore massimo che include, oltre alla precedente lettera a), anche la valorizzazione di eventuali partite pregresse, conguagli e ulteriori costi ammissibili a riconoscimento tariffario non ancora recuperati, già quantificati e approvati dai soggetti competenti, nonché il saggio a copertura degli oneri di garanzia eventualmente richiesto dai finanziatori e, da ultimo, il recupero dell'eventuale beneficio fiscale del gestore uscente sulla componente FONIA, per le annualità dal 2013 al 2019, per la quota parte non recuperata con l'ammortamento dei cespiti, realizzati con le risorse generate dalla menzionata componente, la cui vita utile non è terminata al momento della scadenza dell'affidamento.*

Tale valore è frutto di una prospettiva di valutazione patrimoniale delle attività afferenti al SII e da un punto di vista metodologico, delinea una prospettiva di “valore di liquidazione dell’azienda” che produce una “forzatura” rispetto alla logica del metodo DCF, dovuta, essenzialmente, alle norme vigenti. In base a queste, infatti, non è dato conoscere né è possibile stimare attendibilmente l’esito di una nuova procedura di affidamento del SII, a partire dal 2033-2034. Gli scenari su cui impostare la stima del valore residuo di Viva Servizi S.p.a., rimanendo fedeli al rigore del metodo finanziario, sarebbero plurimi. Si pensi all’ipotesi di un rinnovo della concessione per il SII a Viva Servizi S.p.a. Unicamente in questo caso, si avrebbe la possibilità di applicare fedelmente i principi di stima del cosiddetto *Terminal Value*, attualizzando il valore risultante dalla capitalizzazione di una certa entità di flusso, di cassa, per un tempo indefinito. In questo caso l’opzione preferenziale, sul piano metodologico sarebbe il ricorso alla formula della rendita perpetua, pur pur con le difficoltà legate alla stima del flusso di cassa al numeratore della



formula. C'è poi lo scenario secondo cui la gestione del SII potrebbe essere affidata ad altro operatore e in questo caso, Viva Servizi S.p.a. dovrebbe, anzitutto, garantire il trasferimento dei beni/dotazioni secondo il valore di residua possibilità di utilizzazione, monetizzando l'indennizzo ex art. 31 M11-4. Da quest'ultimo scenario paventato, potrebbero derivare opzioni diverse in merito all'evoluzione del business di Viva Servizi Spa. I soci potrebbero decidere di liquidare l'azienda, non avendo più l'affidamento del SII nell'AATO2. Oppure, in alternativa, i soci potrebbero decidere, di partecipare a procedure di aggiudicazione del SII indette da altri Ambiti territoriali e da questa scelta potrebbero derivare esiti attualmente non prevedibili, in ordine a ubicazione dell'attività, condizioni economiche e finanziarie, scelte gestionali ecc.

Complessivamente, quindi, non essendovi alcun coefficiente di probabilità ragionevolmente associabile ad uno piuttosto che ad altri scenari, la determinazione del sottoscritto consulente scientifico è stata di stimare il *Terminal Value* residuo dell'azienda nella prospettiva del *Liquidation Value*, considerando, quindi, il Valore Residuo (o valore di subentro) garantito dall'eventuale gestore subentrante e, inoltre, l'insieme delle altre voci di attività e passività di cui allo Stato Patrimoniale prospettico, proiettato al 2033. La scelta si caratterizza per i profili di prudenza e ragionevolezza evitando qualsiasi altra opzione, attesa l'aleatorietà dei valori associabili.

Pertanto, la formula di calcolo del *Terminal Value* è la seguente:

$$V_t = VR_a + PNL$$

Dove:



VR_a rappresenta il c.d. Valore Residuo o indennizzo o Valore di Subentro, previsto dall'art. 31 MTT-4 a fronte, sostanzialmente, dei beni afferenti al SII e, in quanto tali, gratuitamente devolvibili alla fine del periodo di concessione;

PNL indica il Patrimonio Netto di Liquidazione di Viva Servizi S.p.a. al 2033, inteso come la somma algebrica di poste attive e passive di stato patrimoniale, escludendo i beni gratuitamente devolvibili, ossia le immobilizzazioni tecniche afferenti al SII, per le quali la norma prevede un valore di indennizzo/subentro.

Il valore residuo (valore di subentro) è stato determinato applicando l'algoritmo regolatorio, sopra riportato, nell'accezione del "valore minimo", con riferimento alle immobilizzazioni tecniche afferenti al SII:

$$VR^a = \sum_c \left\{ \sum_{t=1963}^a \left[(IP_{c,t} * dfl_t^a - FA_{IP,c,t}) - (CFP_{c,t} * dfl_t^a - FA_{CFP,c,t}) \right] \right\} + LIC^a$$

Dove:

$IP_{c,t}$ rappresenta il valore di prima iscrizione nei libri contabili dell'anno t , delle immobilizzazioni della categoria cespiti c , al lordo dei contributi a fondo perduto;

dfl_t^a rappresenta il vettore che esprime il deflatore degli investimenti fissi lordi realizzati nell'anno t , con base 1 nell'anno a ;

$FA_{IP,c,t}^a$ rappresenta il valore del fondo ammortamento al 2033 del gestore del SII riferito alle immobilizzazioni appartenenti a ciascuna categoria c e iscritte a patrimonio nell'anno t ;

$CFP_{c,t}$ rappresenta il valore dei contributi a fondo perduto incassati dal

Pitt

gestore del SII nell'anno t per la realizzazione delle immobilizzazioni di categoria c ;

dfl_t^a rappresenta il vettore che esprime il deflatore degli investimenti fissi lordi realizzati nell'anno t , con base 1 nell'anno a ;

$FA_{CFP,c,t}^a$ rappresenta il valore del fondo ammortamento al 2033 del gestore del SII, dei contributi a fondo perduto incassati nell'anno t per la realizzazione delle immobilizzazioni di categoria c , ricostruito secondo i medesimi criteri di ammortamento utilizzati per le immobilizzazioni della medesima categoria;

LIC^a rappresenta il valore delle immobilizzazioni in corso del gestore del SII relativo all'anno 2033;

Il sottoscritto consulente scientifico ha pertanto proceduto all'applicazione dell'algoritmo appena descritto per la stima del valore di subentro al 2033 in applicazione delle aliquote di ammortamento regolatorie, definite dall'ARERA, coerentemente con quanto effettuato in applicazione del metodo patrimoniale di cui al capo precedente, prescindendo quindi dall'ammortamento finanziario. Per quanto concerne la stima delle immobilizzazioni afferenti al SII che saranno acquisite dal 2025 al 2033 ed i contributi per allacciamenti il sottoscritto ha ripreso il valore degli investimenti risultanti dal relativo piano 2024-2033 approvato dall'EGA con delibera n. 12 del 28/10/2024. Per quanto concerne, invece i contributi relativi a Foni, il sottoscritto ha assunto i valori contenuti nel piano economico finanziario 2025-2033 ed, infine, per la determinazione dei contributi a fondo perduto, provenienti da enti pubblici e privati relativi al medesimo periodo, è stata utilizzata un'aliquota di incidenza calcolata su una media storica degli anni precedenti.

Si precisa inoltre che il deflatore è stato applicato a tutte le categorie di cespiti, ad eccezione di terreni e fabbricati, per i quali si è scelto di assumere il valore corrente determinato in idonea perizia, più volte citata, redatta dall'Ing. Bufarini. L'applicazione del deflatore è prevista fino all'anno 2024; a decorrere dal 2025 e fino all'anno di fine concessione (2033) non è stato adottato alcun meccanismo di deflazione. La mancata applicazione del deflatore sugli investimenti relativi al periodo 2025-2033 è coerente con le modalità previste per la determinazione tariffaria di cui al MTI-4. Per quanto riguarda gli anni dal 2025 al 2033, si assume pertanto che i deflatori siano pari a 1.

In particolare, il sottoscritto consulente scientifico ha scelto di non impiegare le stime sul valore di subentro così come effettuate dall'AATO2 nella predisposizione del PEF in quanto le ipotesi alla base sono diverse da quelle formulate per il giudizio circa la determinazione del valore intrinseco di azienda, così come sono differenti i criteri adottati per il calcolo del valore delle immobilizzazioni, a partire proprio dai criteri di ammortamento adottati da AATO2.

Sulla base di quanto anticipato, il valore di subentro al 2033 che potrebbe ragionevolmente essere riconosciuto a Viva Servizi, applicando il tasso di attualizzazione utilizzato per i flussi di cassa nel periodo a previsione esplicita, risulta pari a € 92.688.650.

A tale valore occorre aggiungere i valori contabili relativi alle altre poste dell'attivo fisso e dell'attivo circolante e sottrarre le voci di debito e, comunque, di passività di cui allo Stato Patrimoniale prospettico al 2033, anno di termine della concessione. Sulla base del prospetto di Stato Patrimoniale al



2033, desumibile dal Piano Economico Finanziario 2025-2023 fornito dalla Direzione aziendale, le poste da considerare (a valori nominali) sono le seguenti:

ATTIVO		PASSIVO	
ATTIVO FISSO	13.559.615	DEBITI DI REGOLAMENTO	13.694.000
Terreni e Fabbricati	13.549.700	Debiti v/fornitori	5.595.000
Imp. Fotovoltaico	9.915,47	Acconti da clienti	110.000
ATTIVO CIRCOLANTE	55.864.000	Debiti tributari	538.000
Rimanenze	1.763.000	Debiti v/istituti previdenza	568.000
Crediti v/clienti	9.420.000	Altri debiti	6.883.000
Crediti v/controlanti	332.000	TFR	2.365.000
Crediti tributari	2.539.000	DEBITI DI FINANZIAMENTO	7.500.000
Cassa	41.638.000	Debiti v Banche	7.500.000
Ratci e risconti attivi	172.000	TOTALE PASSIVO	23.559.000
TOTALE ATTIVO	69.423.615	SALDO A-P	45.864.615

Come si può evincere dalle proiezioni, già nell'impostazione del PEF di Viva Servizi S.p.a. emerge che la parte preponderante dell'attivo circolante consiste in disponibilità liquide, confermando un'ottica di recupero del capitale investito, nel corso del periodo di affidamento del SII. Inoltre, non risultano voci di attivo fisso per immobilizzazioni tecniche non afferenti al SII in quanto la relativa procedura di ammortamento risulta completata e non è programmato di procedere ad investimenti sostitutivi. Il valore del capitale netto di bilancio, pari alla differenza fra l'attivo e le poste del passivo persistenti al 2033, risulta essere, a valori nominali, pari a € 45.864.615. Applicando il tasso di attualizzazione coerente con lo sviluppo del metodo nel suo insieme, si ottiene, quindi, un **valore attuale del PNL pari a € 25.305.393.**

Pertanto, è possibile quindi determinare il *Terminal Value* come somma

dei valori attualizzati del Valore di Subentro e del Patrimonio Netto di Liquidazione.

$$Vt = € 92.688.650 + € 25.305.393 = € 117.994.043$$

16.6 Conclusioni sul metodo finanziario

Tenuto conto di quanto sopra, il capitale economico dell'azienda oggetto di stima alla data del 31/12/2024 risulta ragionevolmente stimabile come segue.

Flussi attualizzati	€	27.913.996
Valore terminale attualizzato	€	117.994.043
Equity value	€	145.908.039

Dati in €/k

Concludendo, il valore intrinseco dell'azienda stimato con il metodo finanziario è pari ad € 145.908.039.

16.7 Sensitivity analysis

Come suggerito da P.I.V., dalla dottrina e dalla prassi professionale, si ritiene opportuno sviluppare un'analisi di sensibilità del valore come sopra stimato.

Nel caso in esame, appare significativo testare l'effetto di variazioni dei flussi attesi come sopra stimati. Si procederà quindi a valutare l'impatto sul valore di un decremento o di un incremento di detti flussi del 5%.

Sensitivity Analysis	W
Flussi +5%	153.203
Flussi mgt case	145.908
Flussi -5%	138.612

Dati in €/k



0 1 24 057306 303 8



Plus

17. CONSIDERAZIONI DI SINTESI

Come evidenziato, il valore dell'azienda Viva Servizi S.p.a. è stato stimato adottando il metodo patrimoniale semplice e il metodo finanziario.

Il metodo patrimoniale semplice suggerisce un valore dell'azienda prossimo ad € 172 mln mentre il metodo finanziario indica un valore ricadente in un intorno di € 146 mln.

Avuta considerazione di tali evidenze, si ritengono ragionevoli tutti i valori del capitale economico dell'azienda compresi nel range fra 146 e 172 milioni di euro. Considerando le logiche valutative sottese ai metodi applicati appare ragionevole privilegiare una fascia di valori che attribuisca un peso significativo ai risultati ottenuti con il metodo finanziario, in quanto incorpora le prospettive di risultato attese e, altresì, un'ottica patrimoniale nella determinazione del *Terminal Value*.

Sulla base di quanto esplicitato, il sottoscritto consulente scientifico,
avuta considerazione

- dei principi e dei criteri di stima generalmente riconosciuti nonché di quanto previsto dai P.I.V., dalla più autorevole dottrina e dalla prassi in materia di valutazione di aziende e di singoli asset;
 - della natura, della portata e dei limiti del lavoro svolto, della documentazione esaminata nonché della finalità della stima;
 - delle ipotesi e difficoltà valutative sopra riportate;
 - dei risultati raggiunti con l'applicazione dei metodi sopra illustrati,
- stima il valore intrinseco del complesso aziendale di proprietà della società Viva Servizi S.p.a. ai fini dell'esercizio del diritto di recesso del Comune di

Castelfidardo come segue:

- Valore complessivo compreso in un intervallo che va da un valore minimo di € 146 milioni ad un valore massimo di € 172 milioni, con una giustificata preferenza per **valori compresi fra 150 e 161 milioni di euro**, in considerazione delle logiche sopra espresse, relative ai metodi valutativi utilizzati.

Si evidenzia che il valore è stato stimato sulla base delle risultanze del metodo patrimoniale semplice e dalle evidenze determinate utilizzando il metodo finanziario.

Conseguentemente, il sottoscritto consulente scientifico

considerato che

- il valore intrinseco del complesso aziendale è ricompreso in un intervallo che va da un valore minimo di 146 ad un valore massimo di 172 milioni di euro;
- sulla base delle logiche valutative sottese ai metodi applicati nel processo di stima, risulta appropriato restringere il range complessivo e stimare il valore dell'azienda in un più ristretto intervallo di valori, determinabile fra un minimo di 150 e un massimo di 161 milioni di euro;
- il capitale sociale della società Viva Servizi S.p.a. è rappresentato da n. 55.676.573 azioni ordinarie del valore nominale di € 1,

perviene ad una stima del valore di liquidazione ex art. 2437ter c.c. per un **importo compreso tra € 2,69 (due virgola sessantanove) e € 2,89 (due virgola ottantanove) per ciascuna delle 55.676.573 azioni sottoscritte**. L'importo da liquidare al socio recedente sarà, quindi pari ad un valore compreso nell'intervallo indicato, moltiplicato per il numero delle azioni possedute. In



particolare, lasciando alle parti interessate di valutare elementi che facciano propendere il valore puntuale verso il limite minimo o massimo dell'intervallo delineato, il sottoscritto consulente scientifico ritiene che il valore intermedio possa trovare adeguata giustificazione, sul piano metodologico e in base a riscontri empirici.

Nel caso in esame, poiché il diritto di recesso è stato richiesto dal Comune di Castelfidardo titolare di n. 1.063.738 azioni, la quota di pertinenza dello stesso può assumere un valore compreso tra € 2.865.850 (duemilioniottocentosessantacinquemilaottocentocinquanta/zero centesimi) e € 3.076.012 (tremilionsettantaseimiladodici/zero centesimi) con una possibile convergenza verso un valore intermedio approssimato ad € 2.970.000 (duemilioni-novecentosettantamila/zero centesimi).

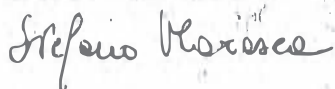
La presente relazione consta di n. 74 pagine e fino qui della presente pagina 74 nonché di n. 2 allegati di seguito meglio specificati:

- A) Relazione riepilogativa perizia di stima immobili Ing. Fabio Bufarini del 2/10/2025;
- B) Attestazione esecutività del Piano Economico Finanziario 2025-2033 da parte del Direttore Generale di Viva Servizi del 29 settembre 2025.

In fede.

Ancona, 03/10/2025

Prof. Stefano Marasca



ALLEGATO A

Ing. Fabio Bufarini

Via Domenico Spadoni n. 12 – 60131 Ancona (AN)
Tel. 071/2210251 – e.mail: fabio.bufarini@alice.it

ANCONA, 1 OTTOBRE 2025

SPETT.LE

VIVA SERVIZI S.P.A.
VIA DEL COMMERCIO N. 29
60127 – ANCONA (AN)

VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI AZIENDALI
VIVA SERVIZI S.P.A.

RELAZIONE RIEPILOGATIVA



Leo

Il sottoscritto, Ing. Fabio Bufarini, iscritto all'Ordine degli Ingegneri della Provincia di Ancona al n. 2381/A, con studio ad Ancona, Via Domenico Spadoni n. 12, è stato incaricato con lettera di incarico prot. n. 2025/19824 del 01/09/2025 di valutare il valore commerciale di beni immobili quali terreni e fabbricati di proprietà di Viva Servizi S.p.A. come di seguito descritti.

- **Comune di Ancona (AN)**, fabbricati di Via del Commercio n. 29, Via dell'Artigianato n. 9 e Via dell'Artigianato n. 17 e relativi terreni.
- **Comune di Ancona (AN)**, fabbricato di Via dell'Artigianato n. 9 e relativi terreni.
- **Comune di Ancona (AN)**, fabbricato di Via dell'Artigianato n. 17 e relativi terreni.
- **Comune di Jesi (AN)**, fabbricato di Via Silone n. 9 e relativi terreni.
- **Comune di Jesi (AN)**, fabbricato di Via della Barchetta n. 5 e relativi terreni.
- **Comune di Fabriano (AN)**, fabbricato di Via Pascoli n. 3 e relativi terreni.

Trattasi di immobili utilizzati per lo svolgimento dell'attività aziendale e localizzati nel territorio della Provincia di Ancona.

Tenuto conto delle differenti tipologie edilizie, destinazioni d'uso funzionali, definizioni catastali, del grado di usufruibilità ed indipendenza, si è ritenuto poter suddividere il compendio immobiliare fallimentare in n. 6 differenti lotti, complessivamente raccolti in n. 3 distinte relazioni di perizia ciascuna per il rispettivo Comune in cui detti immobili sono ubicati.

Di seguito è riportata in forma schematica la determinazione di stima per ciascun immobile mentre per le valutazioni di dettaglio si rimanda al relativo fascicolo (elaborati peritali) in cui sono riportate in forma estesa tutti gli accertamenti e determinazioni compiute.

Valutazione del valore commerciale dei terreni
(part. 265 + 268 + 269 + 270 + 271 + 267):

Più probabile valore di mercato:

$$V_{\text{Lotto 1 Terreni}} = 9.200,00 \text{ €}$$

Sulla base delle stime precedentemente effettuate si deduce che il valore complessivo dei beni di cui al Lotto 1 può essere stimato complessivamente pari a:

$$V_{\text{Lotto 1}} = V_{\text{Lotto 1 Fabbricato}} + V_{\text{Lotto 1 Impianto FV}} + V_{\text{Lotto 1 Terreni}} = 9.572.500,00 \text{ €} + 111.500,00 \text{ €} + 9.200,00 \text{ €} = 9.693.200,00 \text{ €}$$

i valori delle aree/terreni in cui il complesso immobiliare insiste, ovvero dei diritti edificatori che questo esprime, può essere determinato sulla base di metodologie estimative consolidate pari al 20% della totalità del complesso immobiliare ovvero pari a $9.572.500,00 \text{ €} \times 20\% = 1.914.500,00 \text{ €}$. A questo dovrà sommarsi il valore venale dei terreni delle particelle 265 + 268 + 269 + 270 + 271 + 267 già valutato in 9.200,00 €.

Lotto 2 – Fabbricato di Via dell'Artigianato n. 9 e relativi terreni

Immobile sito in: Ancona zona: Palombare

Via dell'Artigianato n. 9

Dati catastali: N.C.E.U., foglio n. 42:

part. 389, sub. 5 – piano 1 - cat. A/10 (*uffici e studi privati*) – classe 1 – cons. 24 vani - R.C. 7.560,93 €

part. 389, sub. 6 – piano 1 - cat. C/2 (*magazzini e locali di deposito*) – classe 1 – cons. 272 mq - R.C. 1.460,95 €

Valutazione del valore commerciale:

Valore stimato – metodo sintetico comparativo: 960.000,00 €

Valore stimato – a costo di costruzione: 1.312.500,00 €

Valore stimato – a rendita: 806.400,00 €

Più probabile valore di mercato: $V_{\text{Lotto 2}} = 1.010.000,00 \text{ €}$

i valori delle aree/terreni in cui il complesso immobiliare insiste, ovvero dei diritti edificatori che questo esprime, può essere determinato sulla base di metodologie estimative consolidate pari al 20% della totalità del complesso immobiliare ovvero pari a $1.010.000,00 \text{ €} \times 20\% = 202.000,00 \text{ €}$.



Dist

Lotto 3 – Fabbricato di Via dell'Artigianato n. 17 e relativi terreni

Immobile sito in: Ancona zona: Palombare

Via dell'Artigianato n. 17

Dati catastali: N.C.E.U., foglio n. 42:

part. 418, sub. 11 – piano 1 - cat. D/8 (*fabbricati costruiti o adattati per le speciali esigenze di un'attività commerciale e non suscettibili di destinazione diversa senza radicali trasformazioni*)
– R.C. 8.229,22 €

part. 419 – piano T – corte esclusiva del mapp. 418, sub. 11

Valutazione del valore commerciale:

Valore stimato – metodo sintetico comparativo:	1.667.000,00 €
Valore stimato – a costo di costruzione:	3.725.000,00 €
Valore stimato – a rendita:	907.200,00 €

Più probabile valore di mercato: $V_{\text{Lotto 3}} = 2.505.000,00 \text{ €}$

I valori delle aree/terreni in cui il complesso immobiliare insiste, ovvero dei diritti edificatori che questo esprime, può essere determinato sulla base di metodologie estimative consolidate pari al 20% della totalità del complesso immobiliare ovvero pari a $2.505.000,00 \text{ €} \times 20\% = 501.000,00 \text{ €}$.

Lotto 4 – Fabbricato di Via Silone n. 9 Jesi (AN) e relativi terreni

Immobile sito in: Jesi (AN) zona: Z.I.P.A.

Via Silone n. 9

Dati catastali: N.C.E.U., foglio n. 25:

part. 211 - piano T-1 - cat. D/8 (*fabbricati costruiti o adattati per le speciali esigenze di un'attività commerciale e non suscettibili di destinazione diversa senza radicali trasformazioni*) – R.C. 56.943,00 €

Valutazione del valore commerciale del solo complesso immobiliare (escluso impianto fotovoltaico):

Valore stimato – metodo sintetico comparativo: 3.400.000,00 €

Valore stimato – a costo di costruzione: 4.225.000,00 €

Valore stimato – a rendita: 1.915.000,00 €

Più probabile valore di mercato: $V_{\text{Lotto 4 Fabbricato}} = 3.235.000,00 \text{ €}$

Valutazione del valore commerciale del solo impianto fotovoltaico:

Più probabile valore di mercato: $V_{\text{Lotto 4 Impianto FV}} = 13.800,00 \text{ €}$

Sulla base delle stime precedentemente effettuate si deduce che il valore complessivo dei beni di cui al Lotto 4 può essere stimato complessivamente pari a:

$V_{\text{Lotto 4}} = V_{\text{Lotto 4 Fabbricato}} + V_{\text{Lotto 4 impianto FV}} = 3.235.000,00 \text{ €} + 13.800,00 \text{ €} = 3.248.800,00 \text{ €}$

I valori delle aree/terreni in cui il complesso immobiliare insiste, ovvero dei diritti edificatori che questo esprime, può essere determinato sulla base di metodologie estimative consolidate pari al 20% della totalità del complesso immobiliare ovvero pari a $3.235.000,00 \text{ €} \times 20\% = 647.000,00 \text{ €}$.

Lotto 5 – Fabbricato di Via della Barchetta n. 5 Jesi (AN) e relativi terreni

Immobile sito in: Jesi (AN) zona: extra-urbana

Via della Barchetta n. 5

Dati catastali: N.C.E.U., foglio n. 18:

part. 23 - piano T-1-2 - cat. D/1 (*opifici*) – R.C. 840,00 €

Valutazione del valore commerciale:

Valore stimato – metodo di trasformazione: 76.500,00 €

Più probabile valore di mercato: $V_{\text{Lotto 5}} = 76.500,00 \text{ €}$

Trattandosi l'immobile di un "rudere" fatiscente il valore venale può ritenersi coincidente con il valore del terreno su cui esso insiste ovvero dei diritti edificatori: questo parte dal metodo utilizzato per la determinazione del valore commerciale che è stato determinato mediante metodo del valore di trasformazione partendo dall'assunto che l'edificio, che dovrà essere demolito in quanto fatiscente, diviene un costo nell'operazione commerciale

Lotto 6 – Fabbricato di Via Pascoli n. 3 Fabriano (AN) e relativi terreni

Immobile sito in: Fabriano (AN) zona: industriale-artigianale

Via Pascoli n. 3

Dati catastali: N.C.E.U., foglio n. 96:

part. 240, sub. 5 – piano S1-T-1 - cat. D/7 (*fabbricati costruiti o adattati per le speciali esigenze di un'attività industriale e non suscettibili di destinazione diversa senza radicali trasformazioni*)
– R.C. 18.115,02

Valutazione del valore commerciale:

Valore stimato – metodo di trasformazione: 406.000,00 €

Più probabile valore di mercato: $V_{\text{Lotto 6}} = 406.000,00 \text{ €}$

Trattandosi l'immobile di un "rudere" fatiscente il valore venale può ritenersi coincidente con il valore del terreno su cui esso insiste ovvero dei diritti edificatori: questo parte dal metodo utilizzato per la determinazione del valore commerciale che è stato determinato mediante metodo del valore di trasformazione partendo dall'assunto che l'edificio, che dovrà essere demolito in quanto fatiscente, diviene un costo nell'operazione commerciale



[Handwritten signature]

CONCLUSIONI

Si ritiene che alla data odierna ai singoli Lotti facenti parte del compendio immobiliare della società Viva Servizi S.p.A. ubicati in **Comune di Ancona, Jesi e Fabriano**, tenuto conto dello stato di manutenzione, conservazione, dotazione impiantistica, è stato determinato il più probabile valore venale degli immobili nelle condizioni di "normalità" del mercato, ovvero di compravendita tra singoli soggetti privati, nelle seguenti modalità:

RIEPILOGO VALORE COMMERCIALE COMPENDIO IMM.RE

LOTTO 1	Fabbricato di Via del Commercio, 29 Ancona e relativi terreni		
	fabbricato:	9 572 500,00 €	
	impianto FV:	111 500,00 €	
	terreni:	9 200,00 €	
			9 693 200,00 €
LOTTO 2	Fabbricato di Via Dell'Artigianato, 9 Ancona e relativi terreni		1 010 000,00 €
LOTTO 3	Fabbricato di Via Dell'Artigianato, 17 Ancona e relativi terreni		2 505 000,00 €
LOTTO 4	Fabbricato di Via Silone, 9 Jesi (AN) e relativi terreni		
	fabbricato:	3 235 000,00 €	
	impianto FV:	13 800,00 €	
			3 248 800,00 €
LOTTO 5	Fabbricato di Via della Barchetta, 5 Jesi (AN) e relativi terreni		76 500,00 €
LOTTO 6	Fabbricato di Via Pascoli, 3 Fabriano (AN) e relativi terreni		406 000,00 €
sommano			16 939 500,00 €

Quanto sopra ad ossequio dell'incarico ricevuto.

In fede.

Prof. Ing. Bufarini Fabio

*Docente a contratto presso la Facoltà di Ingegneria dell'Università Politecnica delle Marche
del Corso di Laboratorio di Estimo e Valutazioni Immobiliari e del Corso di Safety in Buildings*

Ancona, 1 Ottobre 2025

Firmato digitalmente da

Fabio Bufarini

O = Ordine degli Ingegneri della
Provincia di Ancona
I = Ingegnere

IL PIANO INDUSTRIALE / IL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO 2024-2033

Con deliberazione n.100 del 30.11.2023 è stata approvata da parte del Consiglio di Amministrazione di Viva Servizi S.p.A. la stipula di un nuovo contratto di finanziamento a medio/lungo termine nella forma di project financing dell'importo di 67 milioni di euro.

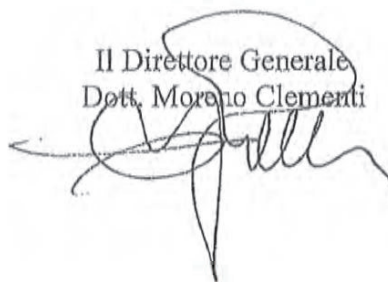
Il finanziamento è sostenuto da un sottostante Piano Industriale nel quale sono state elaborate, oltre alle ipotesi industriali, anche le dimensioni economiche, finanziarie e patrimoniali. Il risultante Piano Economico Finanziario (PEF), approvato ed elaborato a sostegno della concessione del finanziamento, risponde a logiche di finanza strutturata e presenta tipici covenants o ratios finanziari da rispettare in tutto l'arco temporale della durata del finanziamento, a garanzia e dimostrazione della capacità finanziaria di rimborso del prestito.

I covenants presenti nel finanziamento sono: (i) DSCR, (ii) LLCR, (iii) RAR, (iv) DSRA ognuno con soglie e parametri, tutti presenti nel Piano Economico e Finanziario approvato.

Viva Servizi, considerata la qualità dell'elaborato, utilizza il PEF indicato quale strumento di pianificazione strategica e di controllo periodico del grado di aggiornamento degli obiettivi definiti in sede di pianificazione. La struttura interna di Viva Servizi aggiorna annualmente il PEF con i dati consuntivi e le eventuali nuove ipotesi previsionali industriali e delle variabili di cui al piano regolatorio vigente tempo per tempo (l'ultimo è l'MTI-4) predisposto da parte dell'Assemblea di Ambito Territoriale Ottimale.

Ancona li 29/09/2025

Il Direttore Generale
Dott. Moreno Clementi



Rif. VIVA Servizi S.p.A.:



Viva Servizi S.p.A.
Sede legale, Presidenza,
Direzione ed Uffici:
Via del Commercio, 29
60127 Ancona

Tel. 0712893.1 (Centralino)
Fax 0712893.270
Mail: info@vivaservizi.it
Web: www.vivaservizi.it

P. IVA e C.F. 02191980420
C.C.I.A.A. An n. 02191980420
Capitale Sociale: € 55.676.573,00

Servizi certificati ISO 9001:
Idrico Integrato
Analisi di Laboratorio







Dr ANDREA SCOCCIANTI
 NOTAIO

Via Marco Polo n. 98 – 60027 OSIMO (AN)
 Tel. 071/7232147 - 071/7232163 Fax 071/7234196
 Piazza Cavour n. 29 - 60121 ANCONA (AN)
 Tel. 071/201726 – 071/2072123
 E-mail: ascoccianti@notariato.it – info@notaioscoccianti.it



REPERTORIO N. 52.704

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI RELAZIONE DI STIMA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventicinque ed il giorno quattordici del mese di ottobre

14 ottobre 2025

In Ancona, nel mio studio secondario in Piazza Cavour n. 29.

Avanti a me Dottor ANDREA SCOCCIANTI, Notaio con residenza in Osimo ed iscritto nel Ruolo del Distretto Notarile di Ancona, si è costituito il signor:

- **MARASCA Prof. STEFANO**, nato a Osimo il 9 agosto 1960, domiciliato per la carica in Ancona, Via Filippo Corridoni n. 20, codice fiscale dichiarato MRS SFN 60M09 G157R, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona e nel Registro dei Revisori Legali tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, su incarico della Società "LABORATORIO DEGLI INTANGIBLES PER IL VALORE ECONOMICO S.R.L." in breve "L.I.V.E. S.r.l.", con sede in Corso Mazzini n. 170, codice fiscale e Partita IVA 02321280428.

Persona, della cui identità personale io Notaio sono certo, che mi presenta la Relazione di Stima che precede chiedendomi di asseverarla con giuramento, ai sensi dell'art. 1 del R.D.L. 14 luglio 1937 n. 1666.

Quindi deferisco il giuramento al comparente, previa seria ammonizione da me Notaio effettuata allo stesso sulle conseguenze delle dichiarazioni mendaci o reticenti e sull'obbligo di dichiarare la verità.

Il comparente presta quindi il giuramento, pronunciando le parole: "Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto, e quindi redatto la perizia che precede al solo scopo di far conoscere la verità".

Richiesto io notaio ho ricevuto il presente atto del quale ho dato lettura al signore costituito che lo approva.

Consta di un foglio scritto parte a macchina da persona di mia fiducia e parte di mia mano su una pagina compresa la presente.

Stefano Marasca

Andrea Scoccianti

