

**RSM Società di Revisione e  
Organizzazione Contabile S.p.A.**

Via San Prospero, 1 – 20121 Milano (MI)  
T +39 02 83421490  
F +39 02 83421492

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA,  
DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di  
Visibilia Editore S.p.A.

**1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO**

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, abbiamo ricevuto dalla società Visibilia Editore S.p.A. (di seguito "Visibilia Editore" o la "Società") la relazione dell'Amministratore Giudiziario predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del codice civile, che illustra e motiva la suddetta proposta, indicando i criteri adottati dall'Amministratore Giudiziario per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni (di seguito la "Relazione dell'Amministratore" o la "Relazione Illustrativa"). La proposta circa il suddetto aumento di capitale (di seguito "l'Operazione" o "Aumento di Capitale") sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 24 luglio 2024, in prima convocazione, e per il giorno 25 luglio 2024, in seconda convocazione.

La proposta dell'Amministratore Giudiziario, così come descritta nella Relazione Illustrativa, ha per oggetto l'aumento di capitale a pagamento, ai sensi degli artt. 2446 e 2447 codice civile, da imputarsi integralmente a capitale sociale, mediante due tranches. Le nuove azioni rivenienti da entrambe le tranches sono offerte, rispettivamente, ad Athena Pubblicità S.r.l. e agli azionisti a parità di condizioni economiche, ossia, al medesimo prezzo di emissione.

**THE POWER OF UNDERSTANDING**  
ASSURANCE | TAX | CONSULTING

La tranche riservata (di seguito "Tranche Riservata") ad Athena Pubblicità S.r.l. (di seguito semplicemente "Athena Pubblicità") consiste in aumento di capitale sociale, a pagamento e in via inscindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 5 e 6, codice civile, per un importo complessivo pari a Euro 4.500.000, da imputarsi integralmente a capitale sociale, mediante emissione di n. 450.000.000 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, da riservarsi ad Athena Pubblicità al prezzo unitario di Euro 0,01 per azione e da liberarsi in denaro. Essendo inscindibile, la Tranche Riservata manterrà efficacia solo se integralmente sottoscritta, ex art. 2439, comma 2, codice civile, entro 10 giorni dalla data di efficacia della delibera di Aumento di Capitale e, in ogni caso, entro il 30 settembre 2024.

La tranche in opzione agli attuali azionisti (di seguito "Tranche in Opzione") consiste in un aumento di capitale sociale, a pagamento e in via scindibile, con diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 1, 2 e 3, codice civile, per un importo complessivo massimo pari a Euro 1.688.470,77, da imputarsi integralmente a capitale sociale, con emissione di massime n. 168.847.077 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, da offrirsi agli azionisti della Società (con esclusione di Athena Pubblicità) al prezzo unitario di Euro 0,01 per azione, nel rapporto di n. 21 nuove azioni ogni n. 1 azione posseduta. Essendo scindibile, la Tranche in Opzione manterrà efficacia anche ove non integralmente sottoscritta entro il termine finale di sottoscrizione, ex art. 2439, comma 2, codice civile, del 31 dicembre 2024.

Essendo la negoziazione delle azioni sull'Euronext Growth Milan sospesa, non è prevista la negoziazione dei diritti di opzione sul mercato, ma sarà concesso, agli azionisti che esercitino il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, il diritto di prelazione nell'acquisto delle nuove azioni che siano rimaste non optate.

Ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del codice civile, l'Amministratore Giudiziario della Società ci ha chiesto di esprimere il nostro parere sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei criteri proposti nella Relazione Illustrativa ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie.

## **2. SINTESI DELL'OPERAZIONE**

### **2.1 Principali caratteristiche dell'Operazione**

In data 28 dicembre 2023, Visibilia Editore e la controllata Visibilia Editrice S.r.l. ("Visibilia Editrice") hanno presentato la richiesta di accesso alla composizione negoziata della crisi di impresa di gruppo (la "Composizione Negoziata della Crisi") ai sensi dell'art. 25 del D. Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, come successivamente modificato e integrato (il c.d. Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e, nel prosieguo, il "CCII"), cui ha fatto seguito, in data 16 gennaio 2024, la nomina dell'Esperto ai sensi dell'art. 13, comma 6, del CCII e la concessione, sino alla data del 25 luglio 2024, delle misure protettive del patrimonio di cui all'art. 18 CCII.

In data 3 giugno 2024, l'Amministratore Giudiziario nell'ambito del mandato ricevuto dal Tribunale di Milano ha approvato le linee guida di una manovra di rafforzamento patrimoniale del Gruppo di importo non inferiore a Euro 4.500.000, secondo modalità che



permettano la positiva definizione dalla procedura di Composizione Negoziata della Crisi e, più in generale, la tutela dei diritti dei creditori sociali tenuto anche conto, in quanto compatibili, degli interessi degli azionisti. A supporto di tale operazione, Athena Pubblicità, interessata ad assumere la guida imprenditoriale della Società ad esito del buon fine dell'operazione e della correlata esecuzione della stessa, nonché della conseguente conclusione del mandato dell'Amministratore Giudiziario, ha assunto l'impegno a sottoscrivere azioni di nuova emissione per un importo massimo pari a Euro 4.500.000, di cui il 75% da liberarsi entro dieci giorni dalla delibera di aumento di capitale (indicativamente nei mesi di luglio/agosto 2024, compatibilmente con le tempistiche di realizzazione dell'operazione) e il restante 25% da liberarsi indicativamente entro il 30 settembre 2024 (la "Manovra di Rafforzamento Patrimoniale" o anche l' "Operazione"). L'impegno di Athena Pubblicità è oggetto di garanzia per un importo pari Euro 450.000: (i) per Euro 400.000, mediante assegni circolari emessi all'ordine di Visibilia Editore, e (ii) per Euro 50.000, mediante autorizzazione espressa ad imputare a garanzia dell'adempimento dell'impegno la somma, di pari importo, versata da Athena Pubblicità in favore di Visibilia Editrice in data 16 febbraio 2024 ed inizialmente imputata in conto futuro aumento capitale della stessa.

Secondo quanto riportato nella Relazione Illustrativa da parte dell'Amministratore Giudiziario, la proposta di Aumento di Capitale è strumentale e propedeutica alla Manovra di Rafforzamento Patrimoniale e, in particolare, la Tranche Riservata, è un presupposto necessario per preservare la continuità aziendale di Visibilia Editore e del Gruppo e garantire il buon esito della procedura di Composizione Negoziata della Crisi.

In particolare, l'operatività di Visibilia Editore risulta limitata alla sola gestione corrente ed agli adempimenti legati al suo status di società quotata: la continuità aziendale di Visibilia Editore, in quanto società *holding* il cui unico asset è rappresentato dalla partecipazione in Visibilia Editrice, è imprescindibilmente connesso con la continuità aziendale della controllata.

A tal proposito, il piano industriale stand alone di Visibilia Editrice ("Piano Stand Alone Editrice") copre un arco temporale di 5 anni dal 2024 al 2028 ed è stato redatto tenendo conto dell'evoluzione del mercato di riferimento che registra un trend negativo sia per quanto riguarda la raccolta pubblicitaria, sia per quanto riguarda le vendite del giornale cartaceo.

In considerazione dei contenuti del Piano Stand Alone Editrice, secondo l'Amministratore Giudiziario, risultano sussistere le condizioni per la prosecuzione dell'attività di Visibilia Editrice, in continuità endogena, posto che i flussi finanziari prospettici, pari a circa Euro 330.000 nell'arco di piano considerato, sono sufficienti per far fronte alle esigenze finanziarie correlate alla gestione corrente.

Tali flussi, tuttavia, non risultano sufficienti per garantire la copertura del debito pregresso e il risanamento della controllata, che richiedono un fabbisogno di importo non inferiore ad Euro 4.500.000; pertanto, secondo l'Amministratore Giudiziario si rende necessario un intervento ai fini del ripianamento dell'indebitamento pregresso.



In conclusione, la Tranche Riservata per Euro 4.500.000 è quindi funzionale a dotare le società del Gruppo Visibilia delle risorse finanziarie necessarie per dare corso al pagamento dei debiti societari delle stesse e assicurare il riequilibrio finanziario in esecuzione del piano attestato, il cui contenuto è attualmente in corso di predisposizione nell'ambito della procedura di Composizione Negoziata della Crisi pendente.

## **2.2 Obiettivi dell'Operazione e motivi dell'esclusione del diritto di opzione**

Nella Relazione Illustrativa è specificato che l'esclusione del diritto di opzione di pertinenza degli azionisti di Visibilia Editore è giustificata dall'interesse della Società a concludere positivamente e velocemente l'iter di rilancio.

L'intervento di Athena Pubblicità, nell'interesse della Società, dei suoi creditori, dei soci e degli altri stakeholder, secondo l'Amministratore Giudiziario, rappresenta l'unica possibilità concretamente praticabile per ripatrimonializzare il Gruppo, non essendo pervenuta alla Società nessun'altra offerta e non essendo, allo stato, disponibili altre misure che permettano di conservare la prospettiva della continuità aziendale.

Alla luce di quanto precede, l'esclusione del diritto di opzione che caratterizza la Tranche Riservata trova la sua motivazione nell'esigenza di consentire in tempi rapidi e, soprattutto, con certezza, il reperimento di risorse finanziarie ai fini sopra illustrati ed è giustificata dall'esigenza, rappresentata da Athena Pubblicità come condizione per la propria partecipazione alla Manovra di Rafforzamento Patrimoniale, di realizzare un'operazione con modalità tali da escludere il sorgere, in capo ad Athena Pubblicità stessa, dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria ai sensi dell'articolo 106 del TUF, come richiamato dallo statuto sociale di Visibilia Editore.

Secondo l'Amministratore Giudiziario, l'intervento di Athena Pubblicità nella ricapitalizzazione rappresenta, pertanto, l'elemento essenziale per il raggiungimento degli obiettivi di riequilibrio patrimoniale e finanziario senza i quali la Società e la controllata non potrebbero mantenersi in condizioni di continuità aziendale, anche considerato che non sono emerse concrete alternative di ricapitalizzazione.

Si osserva che l'impegno assunto da Athena Pubblicità trova inoltre il suo fondamento nell'interesse di individuare un soggetto disposto ad assumere la guida imprenditoriale della Società ad esito del buon fine dell'operazione, anche considerato il limitato scopo (e la limitata durata) del mandato dell'Amministratore Giudiziario nonché l'assenza di volontà da parte degli attuali soci di maggioranza SIF Italia S.p.A. e gli eredi di Luca Giuseppe Reale Ruffino, di svolgere un ruolo attivo nella gestione della Società.

## **3 NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE**

Per la natura e la finalità della presente relazione, la proposta di Aumento di Capitale precedentemente descritta si inquadra nel disposto normativo di cui all'art. 2441, quinto comma, codice civile e, dunque, nella fattispecie di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Con riferimento al prezzo di emissione delle nuove azioni, l'Amministratore Giudiziario ha ritenuto, nelle circostanze, di proporre all'Assemblea la determinazione di criteri cui lo

stesso dovrà attenersi nel fissare il prezzo di emissione delle azioni in sede di esecuzione dell'Operazione.

Pertanto, in considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'Operazione sopra delineate, il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del codice civile, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del codice civile, esclusivamente in ordine all'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei criteri utilizzati dall'Amministratore Giudiziario per individuare il prezzo di emissione delle nuove azioni.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i criteri proposti dall'Amministratore Giudiziario per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; esso contiene, inoltre, le nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali criteri.

Nell'esaminare i criteri proposti dall'Amministratore Giudiziario non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

Il nostro parere non ha la finalità di esprimersi, e non si esprime, sulla fattibilità e sulle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'Operazione.

Esula, inoltre, dall'ambito del presente parere qualsivoglia considerazione in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza dell'Operazione per gli azionisti di Visibilia Editore, che rimane di esclusiva pertinenza dell'assemblea degli azionisti.

#### **4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione illustrativa dell'Amministratore Giudiziario del 8 luglio 2024;
- statuto vigente della Società;
- bozza del nuovo statuto allegato alla Relazione dell'Amministratore Giudiziario;
- bilancio di esercizio e consolidato della Visibilia Editore al 31 dicembre 2023, assoggettati a revisione legale da parte nostra, con relazioni di revisione emesse in data 12 giugno 2024;
- situazione patrimoniale ed economica al 31 maggio 2024 di Visibilia Editore;
- elementi contabili ed extracontabili e ulteriori informazioni ritenute utili ai fini dell'espletamento del nostro incarico;
- comunicati stampa relativi all'Operazione.

Abbiamo, inoltre, ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza dell'Amministratore Giudiziario di Visibilia Editore, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento

delle nostre analisi dalla data della Relazione Illustrativa alla data odierna, o altri fatti o circostanze che possano avere un effetto sui criteri di determinazione dei prezzi di emissione delle nuove azioni indicati nella Relazione Illustrativa che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della nostra relazione.

## **5 CRITERI PROPOSTI DALL'AMMINISTRATORE GIUDIZIARIO PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

L'Amministratore Giudiziario rammenta nella propria relazione le modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ("Prezzo di Emissione") rivenienti dall'aumento di capitale.

Con riferimento alla definizione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione, l'Amministratore Giudiziario ha considerato, come riportato nella Relazione Illustrativa, quanto segue:

- L'art. 2441, comma 6, codice civile, secondo cui il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in base al patrimonio netto, va interpretato nel senso che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato sulla base del valore economico della Società.
- La situazione patrimoniale ed economica al 31 maggio 2024 della Società, dalla quale risulta un patrimonio netto negativo per Euro 135.580. La valutazione della Società, qualora eseguita sulla base di un criterio patrimoniale, porta all'individuazione di un valore nullo (e, anzi, negativo) delle azioni detenute dagli attuali azionisti, in quanto la Società si trova attualmente in una situazione di squilibrio patrimoniale, sussistendo le condizioni di cui all'art. 2447 codice civile, caratterizzate, nel caso di specie, non solo dall'integrale azzeramento del capitale sociale, che si traduce nella completa perdita del capitale investito da parte degli azionisti, ma anche dall'emersione di un deficit patrimoniale.
- In ragione di quanto precede, la verifica prescritta dall'art. 2441, comma 6, codice civile (la cui ratio consiste nel verificare che l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci) deve intendersi assoluta. Infatti, l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono almeno in parte quale conseguenza dell'esclusione del diritto di opzione con riferimento alla Tranche Riservata non comporterà, per gli stessi, alcuna perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma, al contrario, la conservazione da parte dei soci attuali di una frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione.
- Tenuto conto che le azioni sono ammesse a quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione (ossia, l'Euronext Growth Milan) e non su un mercato regolamentato, non trova applicazione l'art. 2441, comma 6, codice civile nella parte in cui richiede che la "deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni [...], tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Peraltro, si sottolinea, come già anticipato, che, alla data attuale, la negoziazione delle azioni risulta sospesa da oltre quattro mesi e, in particolare, a partire dalla seduta del 4 marzo

2024. È dunque ragionevole ritenere che le ultime quotazioni storiche del titolo non siano rappresentative dell'effettivo valore della Società e che, pertanto, un'ipotetica valutazione basata sui valori storici delle quotazioni di borsa risulterebbe non attendibile.

- Non risultano rappresentativi, nel caso di specie, nemmeno metodologie basate sui prevedibili flussi di cassa o sulla rilevazione di moltiplicatori di mercato di società comparabili.
- L'aumento di capitale e, in particolare, la Tranche Riservata, rappresentano dunque il risultato di un processo di perseguimento della migliore alternativa strategica da parte di una società in stato di crisi, non caratterizzata in via autonoma dal requisito della continuità aziendale; l'ingresso di Athena Pubblicità nella compagine sociale rappresenta pertanto l'unica possibilità concretamente praticabile per conservare la prospettiva della continuità aziendale e il valore del suo asset principale (la controllata Visibilia Editrice).

Considerata l'integrale erosione del capitale sociale, come emersa dalla situazione patrimoniale ed economica al 31 maggio 2024, secondo l'Amministratore Giudiziario, risultano inapplicabili, in quanto scarsamente rappresentative dell'effettivo valore di mercato della Società, le metodologie tradizionalmente applicate per fissare il prezzo delle azioni in un ordinario scambio commerciale, vale a dire le valutazioni fondate sui valori contabili patrimoniali, sui prevedibili flussi di cassa (essendo acclarato come la continuità aziendale dipenda dall'esecuzione del prospettato aumento di capitale e i flussi finanziari prospettici, nell'arco di piano considerato, si limitano a permettere di far fronte alle esigenze finanziarie correlate alla gestione corrente) o sulla rilevazione di moltiplicatori di mercato di società comparabili (per l'assenza di imprese comparabili per dimensione e fatturato).

Il Prezzo di Emissione è pertanto il frutto di una determinazione della Società, con identificazione di un valore che permetta un'ordinata gestione delle operazioni di Aumento di Capitale e delle partecipazioni a seguito dell'esecuzione dell'operazione; le valutazioni della Società tengono altresì conto dell'art. 40 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, ai sensi del quale Borsa Italiana può sospendere dalle negoziazioni le azioni il cui prezzo sia inferiore al limite di Euro 0,01.

Si rileva infine, a supporto delle valutazioni sulla tutela del diritto degli attuali azionisti nel contesto dell'esclusione del diritto di opzione, che la Tranche in Opzione prevede il medesimo Prezzo di Emissione, pari a Euro 0,01, della Tranche Riservata.

In considerazione di quanto sopra, l'Amministratore Giudiziario ha valutato che il Prezzo di Emissione sia appropriato, date le circostanze di mercato esistenti alla data di riferimento delle valutazioni, e che sia in linea con la miglior prassi valutativa, nonché conforme al disposto dell'art. 2441, comma 6, codice civile.

## **6 DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DALL'AMMINISTRATORE GIUDIZIARIO**

Nella Relazione dell'Amministratore Giudiziario si sono riscontrate alcune difficoltà e limiti connessi alla determinazione del valore economico di Visibilia Editore a seguito della completa erosione del capitale sociale. Per superare tali difficoltà, come evidenziato nella stessa Relazione e nel precedente paragrafo, l'Amministratore Giudiziario è ricorso alla determinazione di un valore che permetta un'ordinata gestione delle operazioni di Aumento di Capitale e delle partecipazioni a seguito dell'esecuzione dell'Operazione; le valutazioni della Società tengono altresì conto dell'art. 40 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, ai sensi del quale Borsa Italiana può sospendere dalle negoziazioni le azioni il cui prezzo sia inferiore al limite di Euro 0,01.

## **7 LAVORO SVOLTO**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- svolto una lettura critica della Relazione Illustrativa dell'Amministratore Giudiziario, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di consegna della relazione finale;
- svolto una lettura critica della ragionevolezza dei criteri di determinazione del prezzo delle nuove azioni;
- analizzato, sulla base di discussioni con l'Amministratore Giudiziario, il lavoro dallo stesso svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, onde riscontrarne l'adeguatezza in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- analizzato, sotto il profilo della completezza e non contraddittorietà, le motivazioni dell'Amministratore Giudiziario riguardanti i criteri da esso proposti ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali criteri fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente sul Gruppo Visibilia e sul titolo Visibilia;
- analizzato la situazione patrimoniale ed economica al 31 maggio 2024 di Visibilia Editore;
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente su operazioni simili;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto della Società;
- presa visione della bozza del nuovo statuto della Società;
- raccolto, attraverso colloqui con l'Amministratore Giudiziario e il CRO della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo il lancio dell'Operazione, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto



significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi;

- ricevuto formale attestazione dell'Amministratore Giudiziario della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

## **8 COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI CRITERI PROPOSTI DALL'AMMINISTRATORE GIUDIZIARIO PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI E SULLA CORRETTA APPLICAZIONE**

### **8.1 Premessa**

Come illustrato nella Relazione dell'Amministratore Giudiziario, l'Operazione si inquadra nell'ambito del processo di risanamento della Società e in particolare di quanto previsto nella Manovra di Rafforzamento Patrimoniale, sopra indicata.

In via preliminare, è opportuno ricordare che oggetto della presente relazione è l'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei criteri proposti dall'Amministratore Giudiziario per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'aumento di capitale di cui in premessa.

L'adozione di tali strumenti trova giustificazione nell'interesse primario della Società, opportunamente rappresentato nella Relazione Illustrativa, di reperire risorse finanziarie non bancarie a condizioni convenienti da destinare al rafforzamento della struttura patrimoniale della stessa e alla diversificazione della sua struttura finanziaria.

La Relazione Illustrativa descrive le motivazioni sottostanti alla scelta dell'aumento di capitale e l'emissione delle relative nuove azioni.

La Relazione Illustrativa riporta anche le logiche seguite per l'emissione delle nuove azioni riservata agli investitori, sottolineandone i vantaggi in termini di tempi di esecuzione e di certezza dei mezzi finanziari ottenibili.

In tale contesto, secondo quanto emerge dalla Relazione dell'Amministratore Giudiziario, le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dallo stesso effettuate per la determinazione dei criteri e il processo logico seguito sono diretta conseguenza dei termini e delle condizioni individuati nella stessa Relazione.

Al riguardo, in considerazione alle caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni esclusivamente sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale, vale a dire sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi adottati dall'Amministratore Giudiziario nel proprio procedimento valutativo, nonché sulla loro corretta applicazione. Esula viceversa dall'ambito del presente parere qualsivoglia considerazione in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza dell'Operazione.

Le seguenti considerazioni in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie adottate dall'Amministratore Giudiziario per la determinazione del prezzo di

emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale tengono anche conto del quadro delle intese intervenute tra i vari soggetti interessati dall'Operazione indicata nel paragrafo 1 che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'Operazione. Ciò esclusivamente nell'ottica della tutela della posizione degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, che rappresentano i destinatari del presente parere.

### **8.2 Commenti in ordine al metodo di valutazione adottato per la determinazione da parte dell'Amministratore Giudiziario del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale**

La Relazione Illustrativa descrive le motivazioni sottostanti la metodologia adottata dall'Amministratore Giudiziario e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'Aumento di Capitale.

L'Amministratore Giudiziario ha effettuato la valutazione del capitale di Visibilia Editore con identificazione di un valore che permetta un'ordinata gestione delle operazioni di aumento di capitale e delle partecipazioni a seguito dell'esecuzione dell'Operazione.

La scelta dell'Amministratore Giudiziario di proporre un valore per azione ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'Aumento di Capitale in oggetto trova, inoltre, conforto in termini di tutela del diritto degli attuali azionisti nel contesto dell'esclusione del diritto di opzione, dal momento che la Tranche in Opzione prevede il medesimo Prezzo di Emissione, pari a Euro 0,01, della Tranche Riservata.

Le analisi e gli autonomi spunti valutativi da noi sviluppati, anche sulla base della documentazione messa a disposizione dall'Amministratore, confermano nelle circostanze e per le finalità di cui al presente parere, la ragionevolezza della scelta metodologica effettuata in relazione alla scelta di tale metodo valutativo.

### **8.3 Considerazioni in ordine alla determinazione da parte dell'Amministratore Giudiziario del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale**

L'Operazione si inserisce in un contesto di grave crisi aziendale in cui l'Aumento di Capitale, oggetto del presente parere, assume un ruolo essenziale ai fini del risanamento della Società. Ne consegue che l'Amministratore Giudiziario, accertata tale condizione, ha ritenuto comunque necessario individuare un prezzo di emissione di non agevole determinazione in assenza di elementi oggettivi.

Quanto alle concrete modalità applicative del metodo prescelte dall'Amministratore Giudiziario per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, l'Amministratore ha proceduto nel seguente modo:

- Nella fattispecie qui in esame, tenuto conto delle finalità dell'Operazione, la scelta dell'Amministratore Giudiziario è stata quella di individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni che permetta un'ordinata gestione delle operazioni di Aumento di Capitale e delle partecipazioni a seguito dell'esecuzione dell'Operazione stessa; le valutazioni della Società tengono altresì conto dell'art. 40 del Regolamento

Emittenti Euronext Growth Milan, ai sensi del quale Borsa Italiana può sospendere dalle negoziazioni le azioni il cui prezzo sia inferiore al limite di Euro 0,01.

- Nel caso di specie, l'Amministratore Giudiziario non ha utilizzato altre metodologie di controllo, in quanto le prospettive reddituali sono caratterizzate da grande incertezza, poiché allo stato assenti e relative solo alle prospettive di sfruttamento delle residue risorse immateriali della Società.
- In assenza del piano asseverato, come sopra indicato, le prospettive reddituali sono assenti, così come specificato nella Relazione Illustrativa, poiché il disequilibrio economico e finanziario non consente la continuità aziendale.
- L'Amministratore Giudiziario al fine di tutelare anche il diritto degli attuali azionisti nel contesto dell'esclusione del diritto di opzione, ha fissato lo stesso Prezzo di Emissione alla Tranche in Opzione, pari a Euro 0,01, della Tranche Riservata.

## **9 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

In merito ai limiti e alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:

- l'Aumento di Capitale è destinato a inserirsi nel contesto descritto al precedente paragrafo 2 nel quale versa da tempo la Società e che presenta indubbi caratteri di peculiarità e pone inevitabili aspetti di complessità e incertezza nell'ambito di un processo di determinazione del possibile valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, delle metodologie individuate dall'Amministratore Giudiziario ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'Aumento di Capitale. Al riguardo si richiamano integralmente le considerazioni espresse nel precedente paragrafo 8;
- metodologie basate sui prevedibili flussi di cassa o sulla rilevazione di moltiplicatori di mercato di società comparabili non risultano rappresentativi, nel caso di specie.
- l'ampio arco temporale nel quale l'Aumento di Capitale sociale potrà trovare realizzazione non consente comunque di escludere che, nel caso in cui le considerazioni poste alla base dei criteri adottati dall'Amministratore Giudiziario siano mutate, quanto indicato nella presente relazione in ordine all'adeguatezza dei criteri possa risultare non più applicabile alle date di esecuzione dell'aumento di capitale;
- con riferimento all'Aumento di Capitale, l'effetto diluitivo deriva dalle azioni sottoscritte, nell'arco temporale dell'Operazione a seguito dell'esercizio delle preazioni per la Tranche in Opzione. Tuttavia, come indicato dall'Amministratore Giudiziario, l'esecuzione dell'Operazione comporterà un effetto diluitivo certo, ma variabile. La diluizione dipenderà, in particolare dagli importi delle richieste di esercizio delle opzioni, ad oggi non determinabili.



Esula dall'oggetto della nostra attività qualsiasi considerazione in ordine:

- ogni considerazione in ordine alle determinazioni dell'Amministratore Giudiziario circa la struttura dell'Operazione nel contesto degli obiettivi della Società, i relativi adempimenti, la tempistica di avvio e di esecuzione dell'Operazione stessa;
- al contenuto, alle condizioni e ai presupposti del piano attestato e alla sua fattibilità che saranno oggetto di asseverazione da parte di un esperto.

Ogni valutazione in tema di opportunità e/o convenienza dell'Operazione spetta agli azionisti.

## 10 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che i criteri individuati dall'Amministratore Giudiziario al fine della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni pari a Euro 0,01 a seguito della proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, codice civile, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari al fine dell'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Visibilia Editore S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione riservato ad Athena Pubblicità S.r.l..

Milano, 8 luglio 2024

RSM Società di Revisione e  
Organizzazione Contabile  
S.p.A.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Luca Pulli', is written over the printed name.

Luca Pulli

(Socio)