



**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

VISIBILIA EDITORE S.P.A.

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2024

**RIEMMISSIONE DELLA RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
INDIPENDENTE AI SENSI DELL'ART. 14 DEL**

D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39

30 GIUGNO 2025

THE POWER OF UNDERSTANDING
ASSURANCE | TAX | CONSULTING



**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

Rimissione della relazione della società di revisione indipendente

ai sensi dell'art. 14 del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39

(La presente relazione sostituisce quella da noi emessa in data 29 aprile 2025)

Agli azionisti della
Visibilia Editore S.p.A.

Relazione sulla revisione contabile del bilancio d'esercizio

Giudizio negativo

Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della Società Visibilia Editore S.p.A. (la "Società") costituito dallo stato patrimoniale al 31 dicembre 2024, dal conto economico, dal rendiconto finanziario per l'esercizio chiuso a tale data e dalla nota integrativa.

A nostro giudizio, a causa della rilevanza di quanto descritto nella sezione "*Elementi alla base del giudizio negativo*" della presente relazione, il bilancio d'esercizio non fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della Società al 31 dicembre 2024, del risultato economico e dei flussi di cassa per l'esercizio chiuso a tale data in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione.

Elementi alla base del giudizio negativo

Presupposto della continuità aziendale

Nel corso dell'esercizio 2024, la Società ha realizzato una perdita d'esercizio pari a Euro 4.498 migliaia e al 31 dicembre 2024 presenta un patrimonio netto positivo pari a Euro 369 migliaia.

Alla data del 31 dicembre 2024, la Società si trova nella fattispecie di cui all'art. 2446 del codice civile.

Con decreto emesso in data 29 febbraio 2024, pronunciato nell'ambito del procedimento R.G. n. 8258/2022/VG promosso da taluni soci di minoranza ai sensi dell'art. 2409 del codice civile, il Tribunale di Milano, ritenendo la sussistenza di gravi irregolarità, ha revocato l'organo amministrativo e di controllo, nominando un Amministratore Giudiziario, per il periodo di sei mesi, con il compito di provvedere all'ordinaria gestione

THE POWER OF UNDERSTANDING
ASSURANCE | TAX | CONSULTING



delle Società e agli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione, questi ultimi previa autorizzazione del Tribunale ex art. 92 disp. att. c.c..

In data 8 gennaio 2025, Athena Pubblicità S.r.l. ("Athena Pubblicità") ha comunicato alla Società di essere divenuta titolare di n. 450.000.000 azioni ordinarie della Società munite di diritto di voto, rappresentative del 92,72% del capitale sociale di Visibilia Editore.

A seguito del deposito, in data 28 gennaio 2025, del rendiconto di gestione ex art. 2409, comma 6, del codice civile, nonché della contestuale richiesta di termini per convocare l'assemblea di rinnovo degli organi sociali e per depositare il conto della gestione ex art. 94 disp. att. c.c., con ordinanza pronunciata il 30 gennaio 2025, il Tribunale di Milano ha autorizzato la convocazione delle assemblee per il rinnovo degli organi sociali di Visibilia Editore S.p.A. e della controllata Visibilia Editrice S.r.l..

Considerati i tempi previsti dalla legge e dallo statuto per la convocazione di tali assemblee, il Tribunale ha altresì prorogato sino al 20 febbraio 2025 l'incarico dell'Amministratore Giudiziario.

In data 19 febbraio 2025, l'Assemblea degli azionisti di Visibilia Editore S.p.A. ha nominato il nuovo Consiglio di amministrazione per un triennio e, dunque, sino all'approvazione del bilancio d'esercizio 2027.

Gli amministratori di Visibilia Editore S.p.A. avevano approvato in data 14 aprile 2025 l'aggiornamento, per il biennio 2025-2026, del Piano Industriale 2024-2028 redatto da un terzo soggetto.

In data 30 maggio 2025, gli amministratori hanno approvato un nuovo piano per il triennio 2025-2027 che riporta rispetto al piano 2025-2026 una riduzione del flusso di cassa nel 2025 e un recupero, in termini di liquidità, del flusso finanziario nel 2026.

Nella nota integrativa nel paragrafo "Continuità aziendale" è indicato che gli amministratori hanno redatto il bilancio nel presupposto della continuità aziendale, tenuto conto di tutti i rischi e i fattori di incertezza.

I rischi e le incertezze indicate nella nota integrativa non risultano ben argomentati e dettagliati. Soprattutto, gli amministratori non indicano quali siano le azioni da intraprendere per mitigare, gestire e/o superare le incertezze indicate nel bilancio.

In particolare, l'assenza di un'analisi puntuale degli scenari futuri, anche solo ipotetici, impedisce al lettore del bilancio di valutare in maniera consapevole la reale capacità dell'impresa di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro, relativo a un periodo di almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio e della sua approvazione.

I principi contabili prevedono che nei casi in cui, a seguito di tale valutazione prospettica, siano identificate significative incertezze in merito a tale capacità, nella nota integrativa dovranno essere chiaramente fornite le informazioni relative ai fattori di rischio, alle assunzioni effettuate e alle incertezze identificate, nonché ai piani aziendali futuri per far fronte a tali rischi ed incertezze. Dovranno, inoltre, essere esplicitate le ragioni che



qualificano come significative le incertezze esposte e le ricadute che esse possono avere sulla continuità aziendale.

Tali elementi, se esplicitati e dettagliati adeguatamente come previsto dai principi contabili, potrebbero offrire rassicurazioni circa la volontà e la capacità della Società e del Gruppo Visibilia di operare nel prevedibile futuro come entità in funzionamento. Si ritiene tale carenza informativa pervasiva e di tale portata da poter influenzare il giudizio degli *stakeholder*.

Inoltre, Visibilia Editore S.p.A. presenta, al 31 dicembre 2024, una situazione patrimoniale e finanziaria caratterizzata da:

- una significativa esposizione verso la controllata Visibilia Editrice S.r.l. (partecipazione pari a € 317 migliaia e crediti per € 558 migliaia al netto di svalutazioni);
- una riduzione del patrimonio netto oltre un terzo rispetto al capitale sociale, rientrando nella fattispecie prevista dall'art. 2446 del codice civile;
- flussi di cassa negativi nei primi cinque mesi del 2025 che hanno portato alla necessità di concedere un finanziamento infruttifero da parte della controllante Athena Pubblicità. Le stime previste dal Piano 2025–2027 risultano disattese sulla base dei risultati economico-finanziari relativi ai primi cinque mesi del 2025, la cui realizzazione, quindi, è considerata non rispettata e non verosimile.

A fronte di tale contesto, il bilancio è stato, comunque, redatto dagli amministratori nel presupposto della continuità aziendale. Tuttavia, nella nota integrativa non sono fornite evidenze sufficienti e appropriate a supporto di tale presupposto.

Poiché il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024 di Visibilia Editore S.p.A. non contiene le necessarie informazioni in merito ai rischi e alle incertezze legati al presupposto della continuità aziendale nonché ai piani aziendali futuri per far fronte a tali rischi ed incertezze, riteniamo che, come previsto dai principi contabili e dai principi di revisione, la carenza di informativa sul presupposto della continuità aziendale sia significativa e pervasiva.

Partecipazione in Visibilia Editrice S.r.l.

Nel bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 è iscritta la partecipazione in Visibilia Editrice S.r.l. (di seguito "Visibilia Editrice") per Euro 317 migliaia.

In data 7 aprile 2025, gli amministratori della Società avevano dato incarico a un esperto di redigere un parere avente per oggetto "*Valutazione della partecipazione detenuta in Visibilia Editrice S.r.l.*". In base al parere espresso dal professionista incaricato, il valore della partecipazione in Visibilia Editrice S.r.l. corrispondeva a Euro 317 migliaia. Pertanto, gli amministratori avevano provveduto ad allineare il valore di iscrizione della partecipazione alla valutazione espressa.

In data 30 maggio 2025, l'esperto ha effettuato una nuova perizia di stima del valore della partecipazione sulla base del nuovo Piano 2025–2027 giungendo di fatto alle stesse



conclusioni e, precisamente, di un valore della partecipazione non inferiore a Euro 317 migliaia.

Le stime previste dal Piano 2025–2027 risultano disattese sulla base dei risultati economico-finanziari relativi ai primi cinque mesi del 2025, la cui realizzazione, quindi, è considerata non rispettata e non verosimile.

Il principio contabile OIC 9 (Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali) impone di indicare nella nota integrativa:

- i criteri applicati nella valutazione delle voci del bilancio;
- i movimenti delle immobilizzazioni, specificando per ciascuna voce: il costo; le precedenti rivalutazioni, ammortamenti e svalutazioni; le acquisizioni, gli spostamenti da una ad altra voce, le alienazioni avvenuti nell'esercizio; le rivalutazioni, gli ammortamenti e le svalutazioni effettuati nell'esercizio; il totale delle rivalutazioni riguardanti le immobilizzazioni esistenti alla chiusura dell'esercizio;
- la misura e le motivazioni delle riduzioni di valore applicate alle immobilizzazioni materiali e immateriali, facendo a tal fine esplicito riferimento al loro concorso alla futura produzione di risultati economici, alla loro prevedibile durata utile e, per quanto rilevante, al loro valore di mercato, segnalando altresì le differenze rispetto a quelle operate negli esercizi precedenti ed evidenziando la loro influenza sui risultati economici dell'esercizio.

Alla luce delle analisi svolte, si evidenzia l'impossibilità di ricostruire scenari futuri attendibili oltre il 2025, sui risultati negativi conseguiti dalla partecipata nei primi cinque mesi del 2025, che evidenziano una situazione gestionale ben distante dalle assunzioni contenute nel Piano 2025–2027.

Inoltre, il parere di valutazione utilizzato dagli amministratori per supportare l'iscrizione della partecipazione per Euro 317 migliaia risulta viziato da diverse criticità tecniche e metodologiche, tra cui l'utilizzo di flussi futuri non supportati da un piano approvato, parametri di attualizzazione non correttamente determinati, e l'assenza di una logica ricostruttiva dei flussi successivi al triennio 2025–2027. La mancata evidenza di tali elementi, in violazione delle previsioni dell'OIC 9, contribuisce a rendere l'*impairment test* inadeguato e privo di sufficiente robustezza tecnica.

Alla data della presente relazione, non ci sono state fornite evidenze sulla attuale sostenibilità del piano economico-finanziario e patrimoniale della Società e del Gruppo Visibilia e non siamo stati in grado di confermare le assunzioni sottostanti allo stesso piano né, pertanto, di verificare la corretta valutazione della voce "Partecipazioni in imprese controllate" nel bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2024.

A causa della rilevanza degli aspetti sopra riportati non siamo stati in grado di acquisire elementi probativi sufficienti per determinare se si sarebbe potuta riscontrare la necessità di rettifiche rispetto alla voce "Partecipazioni in imprese controllate", nonché rispetto alla correlata informativa di bilancio.



Crediti verso Visibilia Editrice S.r.l.

Nel bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 sono iscritti crediti verso Visibilia Editrice S.r.l. (di seguito "Visibilia Editrice") per Euro 558 migliaia, al netto di una svalutazione di Euro 163 migliaia.

In data 30 maggio 2025, la Società ha sottoscritto con Visibilia Editrice S.r.l. un piano di rientro di durata triennale con scadenza maggio 2028.

L'art. 2426 comma 1 n. 8 codice civile prescrive che "i crediti e i debiti sono rilevati in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato, tenendo conto del fattore temporale e, per quanto riguarda i crediti, del valore di presumibile realizzo". Nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024, la Società ha valutato i crediti verso la Visibilia Editrice S.r.l. al valore nominale.

Alla chiusura dell'esercizio, i crediti verso Visibilia Editrice S.r.l. avrebbero dovuto essere valutati al costo ammortizzato e, pertanto, pari al valore attuale dei flussi finanziari futuri scontati al tasso di interesse effettivo.

Sulla base delle nostre analisi, abbiamo determinato una differenza basata sull'applicazione del costo ammortizzato pari a Euro 47 migliaia tra il valore nominale di iscrizione dei crediti al loro presunto valore di realizzo, pari a Euro 558 migliaia, e il valore attuale dei flussi finanziari futuri, pari a Euro 511 migliaia.

Le analisi condotte in merito alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della partecipata Visibilia Editrice evidenziano gravi criticità e profonde incertezze sulla capacità della stessa di generare flussi di cassa sufficienti a far fronte alle proprie obbligazioni. In particolare, la forte contrazione dei ricavi nei primi cinque mesi del 2025 e la gestione operativa in perdita, anche al netto dei contributi pubblici, indicano una situazione di tensione finanziaria non temporanea, ma strutturale.

Alla data della presente relazione, non ci sono state fornite evidenze sulla attuale possibilità di recupero del credito verso Visibilia Editrice S.r.l. e non siamo stati in grado di confermare le assunzioni sottostanti alla sua recuperabilità né, pertanto, di verificare la corretta valutazione della voce "Crediti verso imprese controllate" nel bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2024.

A causa della rilevanza degli aspetti sopra riportati non siamo stati in grado di acquisire elementi probativi sufficienti per determinare se si sarebbe potuta riscontrare la necessità di rettifiche rispetto alla voce "Crediti verso imprese controllate", nonché rispetto alla correlata informativa di bilancio.

Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia). Le nostre responsabilità ai sensi di tali principi sono ulteriormente descritte nella sezione Responsabilità della società di revisione per la revisione contabile del bilancio d'esercizio della presente relazione. Siamo indipendenti rispetto alla Società in conformità alle norme e ai principi in materia di etica e di indipendenza applicabili nell'ordinamento italiano alla revisione contabile del bilancio. Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio negativo.



Altri aspetti

Rimissione della relazione di revisione

La presente relazione di revisione sostituisce quella da noi precedentemente emessa in data 29 aprile 2025, ancorché il nostro giudizio professionale rimanga invariato, in quanto gli amministratori della Società, in data 30 maggio 2025, hanno approvato un nuovo progetto di bilancio della Visibilia Editore S.p.A. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 in sostituzione di quello precedentemente predisposto in data 14 aprile 2025.

Nel nuovo progetto di bilancio è stata aggiornata, rispetto alla versione precedentemente approvata, l'informativa riguardante la continuità aziendale. Le modifiche apportate non hanno avuto impatti sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sul conto economico e sul rendiconto finanziario della Società al 31 dicembre 2024.

Attività di direzione e coordinamento

La Società, come richiesto dalla legge, ha inserito in nota integrativa le informazioni sulla società che esercita su di essa l'attività di direzione e coordinamento. Poiché in data 20 febbraio 2025 è venuto meno l'incarico attribuito all'Amministratore Giudiziario, ricorre, da tale data, la fattispecie prevista dall'art. 2497 del codice civile. Il giudizio sul bilancio della Visibilia Editore S.p.A. non si estende a tale informativa.

Responsabilità degli amministratori e del collegio sindacale per il bilancio d'esercizio

Gli amministratori sono responsabili per la redazione del bilancio d'esercizio che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione e, nei termini previsti dalla legge, per quella parte del controllo interno dagli stessi ritenuta necessaria per consentire la redazione di un bilancio che non contenga errori significativi dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali.

Gli amministratori sono responsabili per la valutazione della capacità della Società di continuare ad operare come un'entità in funzionamento e, nella redazione del bilancio d'esercizio, per l'appropriatezza dell'utilizzo del presupposto della continuità aziendale, nonché per una adeguata informativa in materia. Gli amministratori utilizzano il presupposto della continuità aziendale nella redazione del bilancio d'esercizio a meno che abbiano valutato che sussistono le condizioni per la liquidazione della Società o per l'interruzione dell'attività o non abbiano alternative realistiche a tali scelte.

Il collegio sindacale ha la responsabilità della vigilanza, nei termini previsti dalla legge, sul processo di predisposizione dell'informativa finanziaria della Società.

Responsabilità della società di revisione per la revisione contabile del bilancio d'esercizio

I nostri obiettivi sono l'acquisizione di una ragionevole sicurezza che il bilancio d'esercizio nel suo complesso non contenga errori significativi, dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali, e l'emissione di una relazione di revisione che includa il nostro



giudizio. Per ragionevole sicurezza si intende un livello elevato di sicurezza che, tuttavia, non fornisce la garanzia che una revisione contabile svolta in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) individui sempre un errore significativo, qualora esistente. Gli errori possono derivare da frodi o da comportamenti o eventi non intenzionali e sono considerati significativi qualora ci si possa ragionevolmente attendere che essi, singolarmente o nel loro insieme, siano in grado di influenzare le decisioni economiche prese dagli utilizzatori sulla base del bilancio d'esercizio.

Nell'ambito della revisione contabile svolta in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia), abbiamo esercitato il giudizio professionale e abbiamo mantenuto lo scetticismo professionale per tutta la durata della revisione contabile. Inoltre:

- abbiamo identificato e valutato i rischi di errori significativi nel bilancio d'esercizio, dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali; abbiamo definito e svolto procedure di revisione in risposta a tali rischi; abbiamo acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio. Il rischio di non individuare un errore significativo dovuto a frodi è più elevato rispetto al rischio di non individuare un errore significativo derivante da comportamenti o eventi non intenzionali, poiché la frode può implicare l'esistenza di collusioni, falsificazioni, omissioni intenzionali, rappresentazioni fuorvianti o forzature del controllo interno;
- abbiamo acquisito una comprensione del controllo interno rilevante ai fini della revisione contabile allo scopo di definire procedure di revisione appropriate nelle circostanze e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno della Società;
- abbiamo valutato l'appropriatezza dei principi contabili utilizzati nonché la ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli amministratori, inclusa la relativa informativa;
- abbiamo valutato l'appropriatezza dell'utilizzo da parte degli amministratori del presupposto della continuità aziendale e, in base agli elementi probativi acquisiti, l'eventuale esistenza di una incertezza significativa riguardo a eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità della Società di continuare ad operare come un'entità in funzionamento;
- abbiamo valutato la presentazione, la struttura e il contenuto del bilancio d'esercizio nel suo complesso, inclusa l'informativa, e se il bilancio d'esercizio rappresenti le operazioni e gli eventi sottostanti in modo da fornire una corretta rappresentazione.

Abbiamo comunicato ai responsabili delle attività di governance, identificati ad un livello appropriato come richiesto dagli ISA Italia, tra gli altri aspetti, la portata e la tempistica pianificate per la revisione contabile e i risultati significativi emersi, incluse le eventuali carenze significative nel controllo interno identificate nel corso della revisione contabile.



Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari

Giudizi e dichiarazione ai sensi dell'art. 14, comma 2, lettere e), e-bis) ed e-ter), del D.Lgs. 39/10

Gli amministratori della Visibilia Editore S.p.A. sono responsabili per la predisposizione della relazione sulla gestione della Visibilia Editore S.p.A. al 31 dicembre 2024, incluse la sua coerenza con il relativo bilancio d'esercizio e la sua conformità alle norme di legge.

Abbiamo svolto le procedure indicate nel principio di revisione (SA Italia) n. 720B al fine di:

- esprimere un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio d'esercizio della Visibilia Editore S.p.A. al 31 dicembre 2024;
- esprimere un giudizio sulla conformità alle norme di legge della relazione sulla gestione;
- rilasciare una dichiarazione su eventuali errori significativi nella relazione sulla gestione.

A causa della significatività di quanto descritto nel paragrafo "*Elementi alla base del giudizio negativo*" della Relazione sul bilancio d'esercizio, non siamo in grado di esprimere un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio d'esercizio della Visibilia Editore S.p.A. al 31 dicembre 2024 e sulla conformità della stessa alle norme di legge né di rilasciare la dichiarazione di cui all'art. 14, co. 2, lettera e), del D. Lgs. 39/10 sulla base delle conoscenze e della comprensione dell'impresa e del relativo contesto acquisite nel corso dell'attività di revisione.

Milano, 30 giugno 2025

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


Luca Pulli

(Socio – Revisore legale)