

---

**NiRV-Richtlijn 520: Waarderingswerkzaamheden met als doel de afgifte van een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering**

Versie maart 2018

---

NiRV-Richtlijn 520:	Waarderingswerkzaamheden met als doel de afgifte van een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering
Van toepassing op:	Alle Register Valuators die Waarderingswerkzaamheden uitvoeren.
Onderwerp	Waarderingswerkzaamheden waarop op basis van de Gedrags- en Beroepsregels RV de NiRV-Richtlijnen van toepassing zijn.
Datum:	[●]
Status:	NiRV-Richtlijn, geen dwingende bepalingen.
Relevante regelgeving	De Gedrags- en Beroepsregels RV
Zoektermen	(Economische) Waardering, Second Opinion, verspreidingskring van enkel de Opdrachtgever, niet-onpartijdig

## Inhoudsopgave

Algemeen.....	4
Waarderingswerkzaamheden leidende tot een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering	5
Opdrachtaanvaarding .....	5
Correspondentie .....	6
Onderzoek .....	6
Dossiervorming.....	11
Opstellen van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering .....	11
Overige .....	12
De onderdelen van een rapport betreffende een niet-onpartijdige waardering.....	13
Proportionaliteitsbeginsel .....	13
De onderdelen van een rapport over Waarderingswerkzaamheden.....	13
Toelichting op onderdelen .....	15

## Algemeen

De Gedrags- en Beroepsregels RV (de “GBRV” zoals geldend per [●]) beschrijven de gedragsregels voor de Register Valuator die Waarderingswerkzaamheden uitvoert. Als algemene bepaling geldt sectie 250 van de GBRV (“Rapportage & toetsbaarheid”) waarin is bepaald dat de Waarderingswerkzaamheden op zodanige wijze worden uitgevoerd dat alle activiteiten toetsbaar en overdraagbaar zijn en dat alle relevante informatie in een aan te leggen dossier aanwezig dient te zijn.

Deze NiRV-Richtlijn biedt praktische aanknopingspunten voor de uitvoering van Waarderingswerkzaamheden met het doel een niet-onpartijdige Waardering af te geven. Een Rapport betreffende een niet-onpartijdige waardering dient inzicht te verschaffen in de uitkomst van een niet-onpartijdig onderzoek van een Register Valuator naar een Waarderingsobject met de ten behoeve van een economische waardebeoordeling ten dienste staande methoden en technieken. Het Waarderingsobject kan een onderneming zijn, maar bijvoorbeeld ook een (aandelen)belang in een vennootschap, een bedrijfsonderdeel van een onderneming of een licentie of patent.

In een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering wordt verslag gedaan van de Waarderingswerkzaamheden. Het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering dient de gebruiker daarvan voldoende inzicht te bieden in de gehanteerde analyses en waarderingsmethode(n), veronderstellingen en uitgangspunten, alsmede de brondocumentatie die ten grondslag ligt aan het onderzoek. NiRV-Richtlijn 520 geeft een indeling weer van Waarderingswerkzaamheden en het bijbehorende rapport over Waarderingswerkzaamheden, te weten het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering. Indien de Register Valuator in de praktijk geconfronteerd wordt met een afwijkende of beperkte onderzoeksopdracht dan Waarderingswerkzaamheden met het doel de afgifte van een Rapport betreffende een niet-onpartijdige waardering, dan zou dit moeten leiden tot een adequate toelichting in het Rapport met aanduiding van de Opdracht, doelstelling alsmede aspecten of onderdelen die in het onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten of waarvoor een voorbehoud van toepassing is. In verband met het niet-onpartijdige karakter van rapporten die zijn opgesteld in overeenstemming met deze NiRV-Richtlijn mogen de uitkomsten van deze Waarderingswerkzaamheden nimmer de titel “Waarderingsrapport” hebben.

Deze NiRV-Richtlijn heeft uitdrukkelijk de status van aanbeveling en maakt geen deel uit van de GBRV en is als zodanig ook niet vastgesteld of geaccordeerd door het NiRV. Hierbij geldt het volgende:

Ofschoon er geen voorgeschreven format bestaat voor Rapporten betreffende een niet-onpartijdige Waardering (en dit ook niet wenselijk is) bestaan Rapporten betreffende een niet-onpartijdige Waardering doorgaans uit een aantal vaak terugkerende onderdelen die in een logische volgorde worden behandeld. In deze NiRV-Richtlijn is een overzicht gegeven van deze onderdelen. De uitwerking en toepasselijkheid hiervan in de praktijk is echter casus specifiek en sterk afhankelijk van de context waarin de waardering plaatsvindt. Ten behoeve van het vereiste inzicht kan het derhalve wenselijk zijn een andere indeling te hanteren en aspecten toe te voegen of juist weg te laten.

Het is mogelijk dat deze NiRV-Richtlijn periodiek wordt herzien of aangevuld. Eventuele opmerkingen en zienswijzen kunnen kenbaar worden gemaakt aan het NiRV via het e-mailadres: [secretariaat@nirv.nl](mailto:secretariaat@nirv.nl). De NiRV-Richtlijn wordt gepubliceerd op het besloten deel van de website van het NiRV.

## Waarderingswerkzaamheden leidende tot een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering

Dit hoofdstuk heeft als doel het bieden van aanbevelingen voor de uitvoering van Waarderingswerkzaamheden om adequaat het noodzakelijke inzicht te verkrijgen om tot een Waarderingsoordeel te kunnen komen.

De indeling die hierbij wordt gehanteerd luidt als volgt:

- 1) Opdrachtaanvaarding
- 2) Correspondentie
- 3) Onderzoek
- 4) Dossiervorming
- 5) Opstellen van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering
- 6) Overige

### Opdrachtaanvaarding

De opdrachtaanvaarding wordt schriftelijk vastgelegd in een opdrachtbrief. Deze opdrachtbrief wordt voor akkoord ondertekend door Opdrachtgever en opdrachtnemer. Opdrachtnemer kan pas aanvangen met de Waarderingswerkzaamheden nadat de door de Opdrachtgever voor akkoord ondertekende opdrachtbrief door de opdrachtnemer is ontvangen.

De opdrachtbrief bevat tenminste de volgende onderdelen:

- Opdrachtgever
    - De Opdrachtgever kan een natuurlijk persoon of rechtspersoon zijn.
    - De (rechts)verhouding tussen de Opdrachtgever en het te waarden object dient duidelijk te worden omschreven.
  - Opdrachtnemer
    - De opdrachtnemer kan een natuurlijk persoon of rechtspersoon zijn.
    - Aan Opdrachtgever wordt kenbaar gemaakt welke Register Valuator(s) en/of andere medewerkers betrokken zijn bij de uitvoering van de Opdracht.
    - Er wordt expliciet vermeld onder wiens verantwoordelijkheid de Opdracht wordt uitgevoerd.
    - Een verklaring omtrent integriteit, objectiviteit/neutraliteit en professionele competentie wordt opgenomen. Tevens vermeldt opdrachtnemer of van eventuele belangenconflicten sprake is / kan zijn.
    - Indien het voornemen bestaat in het onderzoek een derde partij c.q. deskundige in te schakelen, wordt dit vermeld.
  - Doelstelling Opdracht
    - In de opdrachtbrief wordt de aanleiding en het doel van de Opdracht omschreven.
    - Een tijdsplanning wordt toegevoegd, alsmede regelingen bij afwijkingen daarvan.
    - De verspreidingskring van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering wordt opgenomen.
  - Waarderingsobject
    - Het Waarderingsobject kan een (i) actief, (ii) passief, (iii) combinatie van activa en passiva, (iv) niet uit de balans blijkend recht of verplichting, al dan niet in combinatie met (i) en/of (ii), (v) winstrechten, (vi) onderneming of (vii) aandelenbelang zijn.
    - Het Waarderingsobject wordt omschreven en kan nader worden geduid door de juridische en fiscale structuur op te nemen.
- Waardebegrip
- De opdrachtbrief omschrijft dat bij de uitvoering van de opdracht het economische waarde-begrip wordt gehanteerd.

- In de opdrachtbrief wordt duidelijk omschreven of de opdracht enkel ziet op de bepaling van de bedrijfswaarde of dat ook de directe opbrengstwaarde wordt onderzocht.
  - De Economische Waarde wordt nader geduid. Uit de opdrachtbrief blijkt of het Waarderingsobject wordt gezien 'as-is' (Going Concern Stand-alone) of dat rekening zal worden gehouden met (enige) strategische waarde. De keuze hiervoor is grotendeels ingegeven door het doel van de opdracht evenals de meest voor de hand liggende beschouwende partij.
  - Uit de opdrachtbrief blijkt dat waarde en Prijs (kunnen) verschillen, en dat derhalve de prijs die tussen partijen in een transactie wordt overeengekomen kan afwijken van de berekende waarde.
  - Indien de Register Valuator een Prijs dient vast te stellen, wordt in de opdrachtbrief omschreven op welke wijze deze Prijs wordt vastgesteld en welke factoren en/of omstandigheden daarbij in ogenschouw worden genomen. Indien deze factoren en/of aannames wijzigen tijdens de uitvoering van de Opdracht wordt dit door de opdrachtnemer onverwijld gemeld aan alle, bij de opdracht, betrokken partijen.
- Peildatum en Waarderingsmoment
    - In de opdrachtbrief wordt aangegeven naar welke toestand (Peildatum) de Waardering wordt uitgevoerd en waarom deze Peildatum passend is bij de context van de opdracht.
    - In de opdrachtbrief wordt aangegeven dat in de Waardering alleen rekening gehouden wordt met alle omstandigheden die op Peildatum bekend zijn/waren of waarvan op dat moment redelijkerwijs vanuit kan of kon worden uitgegaan.
    - Indien de Opdracht een waarderingsopdracht betreft in het kader van een geschil tussen partijen, wordt duidelijk omschreven of, en zo ja op welke wijze, in het onderzoek en het waarderingsproces invulling wordt gegeven aan hoor en wederhoor. Betreft het een opdracht namens de rechtbank of het gerechtshof, geldt hiervoor de 'Leidraad Deskundigen in Civiele Zaken'.
  - Reikwijdte en beperkingen werkzaamheden
    - Reikwijdte van het onderzoek; beperkt of uitgebreid.
    - Al dan niet zelfstandige verificatie of beoordeling van de ontvangen informatie.
    - Doel van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering; dit betekent dat het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering slechts voor dat doel gebruikt mag worden.
    - Type Opdracht toevoegen: (waarderingsopdracht; Second Opinion; Fairness Opinie)?
    - Duidelijke omschrijvingen van de werkzaamheden die niet worden uitgevoerd.
  - Honorarium
    - In de opdrachtbrief wordt aangegeven welk honorarium, verband houdende met de Opdracht, in rekening wordt gebracht.
  - Gedrags- en beroepsregels RV
    - De Register Valuator verwijst naar de van toepassing zijnde Gedrags- en Beroepsregels RV en NiRV-Richtlijn 520.

In bijlage A van NiRV-Richtlijn 500 zijn voorbeelden voor diverse opdrachtbrieven bij verschillende Waarderingswerkzaamheden opgenomen.

### Correspondentie

- De Register Valuator schrijft zakelijk, professioneel en begrijpelijk voor de gebruiker van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering.

### Onderzoek

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de werkzaamheden die door een Register Valuator bij een Waarderingsopdracht verricht zouden moeten om adequaat inzicht te krijgen in de volgende aspecten:

- Het Waarderingsobject en de context van de Opdracht

- De omgeving waarin de onderneming opereert
- De financiële historie van de onderneming
- Overige kwalitatieve aspecten
- Financiële prognoses van de onderneming
- De te hanteren Vermogenskostenvoet

Op grond van dit inzicht dient de Register Valuator in staat te zijn tot een afgewogen oordeel te komen met betrekking tot de in de Waardering gehanteerde geldstroomprojecties en de te hanteren Vermogenskostenvoet(en).

De aard, omvang en diepgang van de te verrichten werkzaamheden verschillen per situatie. Bij de keuze daarin laat de Register Valuator zich leiden door zijn professionele oordeelsvorming.

#### *Het te waarden object en de context van de opdracht*

Het inzicht dat verkregen dient te worden ten aanzien van het Waarderingsobject en de context van de Waardering is voornamelijk van feitelijke aard. Dit betreft gebruikelijk:

- a) Het Waarderingsobject
- b) NAW-gegevens onderneming
- c) Organisatiestructuur/ plaats van onderneming binnen een groep
- d) Doel van de Opdracht

De onderwerpen a) tot en met d) worden gebruikelijk ook opgenomen in het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering.

Informatiebronnen om dit inzicht te verkrijgen kunnen zijn:

- Oprichtingsakte en statuten
- Aandeelhoudersregister
- Aandeelhoudersovereenkomsten
- Organisatieschema met juridische structuur
- Gesprekken met opdrachtgever/management
- Intentieovereenkomsten
- Correspondentie

#### *De omgeving waarin de onderneming opereert*

De Register Valuator verkrijgt voldoende inzicht in de omgeving waarin de onderneming opereert. Het doel hiervan is voldoende inzicht te verkrijgen in aspecten die van belang zijn voor de te verwachten toekomstige Geldstromen van de onderneming en de daarbij spelende risico's en onzekerheden. Gebruikelijk worden in deze analyse ook ontwikkelingen en verwachtingen op macro-economisch terrein en op het niveau van de branche waarin de onderneming zich bevindt, in de beschouwing betrokken. Het kan nuttig zijn om hierbij hulpmiddelen als een PEST-analyse of het Porter-model te gebruiken. Het gebruik van andere modellen en analyses is uiteraard ook mogelijk. Afhankelijk van de specifieke Opdracht, kunnen onder andere (maar niet uitsluitend) de volgende onderzoeksgebieden aan de orde komen:

- Macro-economische verwachtingen omtrent groei, inflatie, rente, werkgelegenheid, besteedbaar inkomen en hun belang voor de branche en onderneming
- Omvang en ontwikkeling van de totale markt en van het marktaandeel van de onderneming
- Trends in de markt
- Financiële gegevens, kengetallen, op brancheniveau
- Vooruitzichten van de branche op korte en lange termijn

De Register Valuator inventariseert de in het kader van zijn opdracht relevante bronnen en publicaties en analyseert deze. De Register Valuator draagt er zorg voor, dat op een later tijdstip de bron die hij/zij gebruikt heeft nog kan worden geraadpleegd, bijvoorbeeld door het opnemen van een deel of het geheel van de broninformatie in zijn dossier of het bewaren van een elektronische kopie van de bron.

In het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering beschrijft de Register Valuator in hoofdlijnen de gemaakte analyse. De getrokken conclusies relateert hij/zij aan de feiten en bevindingen die in het rapport zijn opgenomen. Met name wordt een relatie gelegd met de in het rapport opgenomen verwachte toekomstige Geldstromen en met de gehanteerde kostenvoet.

#### *De financiële historie van de onderneming*

Het doel van de analyse is bijzondere zaken die in het verleden van invloed zijn geweest te identificeren en inzicht te verkrijgen in reguliere afhankelijkheden en correlaties. De uitkomst van deze analyse kan richtinggevend zijn voor de beoordeling van de toekomstige Geldstromen van de onderneming en de risico inschatting die daarbij gemaakt wordt. De tijdsperiode die onderzocht wordt, moet voldoende groot zijn om gefundeerde uitspraken te kunnen doen en bij cyclische bedrijven zo mogelijk een volledige conjunctuurcyclus omvatten.

De volgende aspecten zijn gebruikelijk (maar niet uitsluitend) onderwerp van analyse:

- Ontwikkelingen van omzet en kosten in de tijd, zowel in absolute getallen als in hun onderlinge verhoudingen (ratio-analyse);
- Ontwikkelingen van omzet en kosten in relatie tot de branche;
- Omzetontwikkeling per product/markt en (belangrijke)afnemers;
- Afwijkingen tussen realisatie en begroting in het verleden;
- Eenmalige kosten en opbrengsten;
- Related party transactions;
- Off balance sheet items, voorwaardelijke opbrengsten en verplichtingen;
- Voorzieningen;
- Claims en rechtszaken;
- Fiscale aspecten;
- Ontwikkelingen werkkapitaal met daarbij bijzondere aandacht voor oninbare debiteuren, incurante voorraden en betalingsachterstanden crediteuren;
- Overzicht van gepleegde uitbreidings- en vervangingsinvesteringen in materiële vaste activa;
- Overzicht van bestaande materiele vaste activa op Waarderingsdatum, afschrijvingen daarop en eventuele taxaties van actuele marktprijzen;
- Krediet- en leningsovereenkomsten;
- Pensioenregelingen.

Indien de Register Valuator in het kader van zijn analyse, correcties of normalisaties toepast op de beschikbare historische informatie, documenteert hij deze aanpassingen en de reden daarvan. De analyse van de historische informatie wordt idealiter besproken met de Opdrachtgever en/of het management van de te waardenen onderneming. Enerzijds richt deze bespreking zich op de juistheid van de gemaakte analyse en anderzijds richt deze bespreking zich op de gevolgtrekkingen die hieruit gemaakt dienen te worden bij de beoordeling van toekomstige Geldstromen en de risico inschatting daarvan.

Indien de Register Valuator niet alle beschikbare informatie verkrijgt om de door hem gewenste analyses uit te voeren, overweegt hij wat hiervan de mogelijke consequenties zijn voor zijn Waarderingsoordeel.



In het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering beschrijft de Register Valuator in hoofdlijnen de verrichte analyse en de conclusies die hij/zij op grond daarvan getrokken heeft. Bij deze conclusies dient met name een relatie te worden gelegd met de in het rapport opgenomen verwachte toekomstige Geldstromen en met de gehanteerde kostenvoet.

In het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering wordt een overzicht gegeven van de gehanteerde brondocumenten en wordt eveneens aangegeven op welke punten er in de analyse aanpassingen hebben plaatsgevonden op basis van deze bronnen.

#### *Overige kwalitatieve aspecten*

De Register Valuator identificeert belangrijke niet financiële aspecten bij het beoordelen van de sterke en zwakke punten van de onderneming alsmede kansen en bedreigingen. Deze analyse omvat gebruikelijk ook aspecten die op bedrijfstakniveau spelen. De aspecten die daarbij aan de orde komen zijn zeer divers. De Register Valuator gebruikt dan zijn professional judgement om deze zo volledig mogelijk in kaart te brengen. Het uitvoeren van een PEST-analyse of toepassing van het Porter-model zijn hierbij belangrijke hulpmiddelen.

Te denken valt onder meer aan de volgende aspecten:

- Van toepassing zijnde (overheid)regelgeving;
- Product/marktcombinaties;
- Product Life Cycles;
- Gehanteerde marketingstrategie;
- Toetredingsbarrières bijvoorbeeld als gevolg van economies of scale, kapitaalintensiteit, patenten, exclusieve distributiekkanalen, etc.;
- Afhankelijkheid van afnemers;
- Afhankelijkheid van grondstoffen of leveranciers;
- Afhankelijkheid van management;
- Afhankelijkheid van functionarissen met bijzondere kennis of contacten;
- Afhankelijkheid van verschafters van Eigen en/of Vreemd Vermogen;
- Afhankelijkheid van locatie;
- Belangrijke concurrenten;
- Milieu aspecten;
- Bestaan van substituuat producten;
- Technologische veranderingen;
- Personeel, kwantiteit en kwaliteit, opleidingsniveau, loyaliteit en tevredenheid;
- Productiefaciliteit, technisch en economisch up-to-date?;
- Automatiseringssysteem adequaat?;
- Management informatiesysteem: tijdig betrouwbare sturingsinformatie?

Informatie met betrekking tot deze aspecten verkrijgt de Register Valuator gebruikelijk door bestudering van branchepublicaties, interne bedrijfsanalyses en interviews met management en belangrijke functionarissen binnen het bedrijf. Hierbij dient met name een relatie te worden gelegd met de in het rapport op te nemen verwachte toekomstige Geldstromen en met de gehanteerde kostenvoet.

Indien de Register Valuator niet alle beschikbare informatie verkrijgt om de door hem/haar gewenste analyses uit te voeren, overweegt hij/zij wat hiervan de mogelijke consequenties zijn voor zijn Waarderingsoordeel.

In het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering wordt een overzicht gegeven van de kwalitatieve aspecten die zijn geanalyseerd en welke bronnen daarvoor zijn gehanteerd.

### *Financiële prognoses van de onderneming*

Bij het komen tot een waardeoordeel spelen prognoses en de daaruit af te leiden Vrije Geldstromen een belangrijke rol.

Indien prognoses worden aangeleverd aan de Register Valuator beoordeelt hij/zij in hoeverre deze toereikend zijn. Deze beoordeling heeft betrekking op:

- Lengte van de prognoseperiode;
- Voldoende mate van gedetailleerdheid;
- Cijfermatige juistheid en consistentie;
- Gehanteerde veronderstellingen.

Met name de beoordeling van de gehanteerde veronderstellingen is van bijzonder belang. De Register Valuator beoordeelt of de gehanteerde veronderstellingen aanvaardbaar zijn in het licht van de conclusies die hij/zij in het kader van zijn/haar eigen analyses (zie hiervoor) heeft getrokken. Voor zover mogelijk onderbouwt de Register Valuator belangrijke veronderstellingen met externe bronnen. Indien de Register Valuator zich verlaat op een door opdrachtgever of derden aangeleverde prognose dan wordt dit vermeld in het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering.

In geval geen adequate prognoses worden aangeleverd en de Register Valuator zelf sterk betrokken is bij de formulering van de prognoses gelden dezelfde aandachtspunten als hiervoor vermeld. De Register Valuator dient zich er dan van bewust te zijn, dat hij/zij minder gedetailleerde kennis heeft van de onderneming en dat er een groter gevaar is van zelftoetsing en te weinig zelfkritiek. Hij/zij neemt voldoende maatregelen om deze risico's te beperken. Het verdient in ieder geval aanbeveling dat de gehanteerde veronderstellingen kritisch worden doorgesproken met de Opdrachtgever en dat hiervan een besprekverslag in het dossier wordt opgenomen. Het verdient aanbeveling, dat de Opdrachtgever de juistheid en volledigheid van de gehanteerde veronderstellingen schriftelijk bevestigt.

In het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering zijn de gehanteerde prognoses in voldoende mate van detail opgenomen. De gehanteerde veronderstellingen zijn voldoende expliciet gemaakt om de gebruiker in staat te stellen de prognose zelfstandig te kunnen reconstrueren.

De mate van betrokkenheid van de Register Valuator bij het totstandkomen van gehanteerde prognoses blijkt voldoende uit het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering, alsmede de aard en de diepgang van zijn toetsing van de prognoses.

Er wordt in het rapport in voldoende mate een verband gelegd tussen de opgenomen prognoses en de in het rapport uitgewerkte overige analyses.

### *De te hanteren Vermogenskostenvoet*

De Register Valuator onderbouwt in zijn dossier de in de waardering gehanteerde Vermogenskostenvoeten Eigen Vermogen en Vreemd Vermogen. Hij/zij legt vast welke bronnen gebruikt zijn en waarom hij/zij voor die bronnen gekozen heeft. Hij/zij staat stil bij eventuele 'levering' en 'delevering' aspecten. Hij/zij beargumenteert in voldoende mate de eventueel gehanteerde risico opslagen voor grootte, branche en voor specifieke risico's en stelt vast, dat deze logisch voortvloeien uit de in het kader van zijn opdracht verrichte overige analyses.

In het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering onderbouwt de Register Valuator eveneens in voldoende mate de keuze voor de gehanteerde Vermogenskostenvoet(en). Ook hier refereert de Register Valuator aan de gehanteerde bronnen en licht hij/zij de keuze toe.

### *Waarderingsoordeel*

Ter afronding van de werkzaamheden in het kader van de Opdracht, komt de Register Valuator tot het bepalen van de Economische Waarde van het Waarderingsobject (het Waarderingsoordeel).

### Dossiervorming

- Doordat de aard, omvang en diepgang van de te verrichten werkzaamheden per situatie verschillen, verschilt ook de dossiervorming per situatie. Bij de keuze daarin laat de Register Valuator zich leiden door zijn professionele oordeelsvorming. Belangrijke overwegingen daarbij worden in het dossier worden vastgelegd.
- Voor zover van belang worden geraadpleegde bronnen en/of publicaties of onderdelen daaruit in het dossier opgenomen.
- Indien de Register Valuator besprekingen voert met Opdrachtgever, management of derden, wordt een gespreksnotitie opgenomen in het dossier of worden geluidsopnamen bewaard.
- Uit het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering en het te vormen dossier (in samenhang beschouwd) blijkt voldoende dat de vereiste beoordeling van kwalitatieve en financiële aspecten van het Waarderingsobject heeft plaatsgevonden, welke conclusies hieruit zijn getrokken en van welke bronnen daarbij gebruik is gemaakt.
- Uit het dossier blijkt dat belangrijke veronderstellingen ten aanzien van financiële prognoses voldoende kritisch zijn benaderd. Vastlegging van gewisselde argumenten in e-mails, eigen gespreksnotities of besprekingsverslagen en eventueel doorrekening van effecten van alternatieve zienswijzen zijn hierbij een hulpmiddel.

### Opstellen van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering

In algemene zin dient een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering inzicht te verschaffen in de uitkomst van een onderzoek van een Waarderingsobject met de ten behoeve van een economische waardebeoordeling ten dienste staande methoden en technieken.

### Aanbevelingen ten aanzien van de schrijfwijze

- De Register Valuator schrijft zakelijk, professioneel en begrijpelijk voor de gebruiker van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering.
- Waarderen is per definitie subjectief. Echter dient, waar mogelijk, zo onbevooroordeeld mogelijk, onderbouwd met feiten of heldere, bij voorkeur gekwantificeerde argumenten de casus beschreven te worden. Aanbevolen wordt subjectieve termen als fors, extreem, te veel, te weinig, leuk, mooi en dergelijke te vermijden.
- De Register Valuator vermijdt voor een gebruiker niet toetsbare uitspraken als: 'uit eigen ervaring blijkt...'; of 'uit eigen onderzoek blijkt...' of daarmee vergelijkbare uitspraken.
- Binnen het waarderingsvak wordt een grote verscheidenheid aan begrippen en definities toegepast, zowel in de Nederlandse als Engelse taal. De Register Valuator past begrippen en definities zo consistent als mogelijk toe en maakt hier duidelijke keuzes voor het gebruik van Nederlandse of Engelse begrippen, met inachtneming van het verplichte gebruik van begrippen en definities zoals weergegeven in sectie 400 van de GBRV.
- De Register Valuator voegt een begrippenlijst toe aan de het rapport waarin de gehanteerde begrippen en definities worden toegelicht.

### Inhoud van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering

Een overzicht van vaak terugkerende onderdelen in een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering, die in een logische volgorde worden behandeld, is weergegeven in hoofdstuk "Onderdelen van een rapport betreffende een niet-onpartijdige waardering".

- Het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering van de Register Valuator biedt de gebruiker daarvan in ieder geval voldoende inzicht in de gebruikte informatiebronnen, de daarop gebaseerde analyses, evenals de gebruikte waarderingsmethode(n) en de daarbij gehanteerde aannames, veronderstellingen en overwegingen.
- Indien de Register Valuator afwijkende of beperkte werkzaamheden heeft uitgevoerd in het kader van de Opdracht, leidt dit tot een adequate toelichting in het rapport met aanduiding van de Opdracht, doelstelling alsmede aspecten of onderdelen die in het onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten of waarvoor een voorbehoud van toepassing is.

## Overige

### *Concept*

Aanbevolen wordt een conceptversie van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering ter beoordeling te verstrekken aan de Opdrachtgever alvorens deze definitief te maken.

### *Vierogenprincipe*

De Register Valuator wordt aanbevolen het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering door te laten nemen door een collega Register Valuator, voorafgaand aan het kenbaar maken van een Waarderingsoordeel aan de opdrachtgever, waarbij de collega Register Valuator tenminste de volgende vraagstelling hanteert:

- Past de geformuleerde opdracht bij de aangegeven context?
- Past de gevolgde methodologie bij de overeengekomen opdrachtomschrijving?
- Past de conclusie bij de geformuleerde opdrachtomschrijving?
- Kom ik, op basis van de beschikbare variabelen en beschreven uitgangspunten voor de waarderingsscasus redelijkerwijs tot een vergelijkbare uitkomst?

Voorts wordt aanbevolen de collega Register Valuator het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering te laten beoordelen op de volgende onderdelen:

- Juistheid van de uitgevoerde berekeningen;
- Toepasselijkheid van de opdrachtomschrijving op de situatiebeschrijving;
- Duidelijkheid formulering Opdracht;
- Aansluiting waarde conclusie op opdrachtformulering;
- Toepasselijkheid van prognoses op opdrachtformulering;
- Toetsing belangrijkste uitgangspunten voor de waardering;
- Controle op beoordeling van zelfstandige vruchtdragers;
- Omvang en inhoud van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering in relatie tot de complexiteit en het belang van de opdracht.

De Register Valuator die het waarderingsoordeel afgeeft, bewaart van deze controle een door de collega Register Valuator ondertekend schriftelijk bewijs in zijn dossier.

## De onderdelen van een rapport betreffende een niet-onpartijdige waardering

### Algemeen

Ofschoon er geen voorgeschreven format bestaat voor een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering (en dit ook niet wenselijk is) zullen rapporten doorgaans een aantal vaak terugkerende onderdelen bevatten die in een logische volgorde worden behandeld. In deze Richtlijn is een overzicht gegeven van deze onderdelen.

### Proportionaliteitsbeginsel

In deze NiRV-Richtlijn is een overzicht gegeven van de onderdelen die doorgaans worden geadresseerd in een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering. De uitwerking en toepasselijkheid hiervan in de praktijk is echter casus specifiek en sterk afhankelijk van de context waarin de Waardering plaatsvindt.

Het wordt sterk aanbevolen de casus en context waarin de Waarderingswerkzaamheden plaatsvinden en de effecten hiervan op de uit te voeren werkzaamheden van de Register Valuator en rapportage hieromtrent weer te geven in de opdrachtbevestiging.

### De onderdelen van een rapport over Waarderingswerkzaamheden

De gebruikelijke onderdelen die worden geadresseerd in een rapport betreffende een niet-onpartijdige waardering zijn onderstaand weergegeven in de gearceerde kolom "520".

			Aanbevolen inhoud per Richtlijn			
			510	520	530	540
1		Inhoudsopgave	✓	✓	✓	✓
2		Inleiding	✓	✓	✓	✓
3		Opdrachtformulering	✓	✓	✓	✓
	a	De aard van de Waarderingswerkzaamheden, met referentie aan de NiRV-Richtlijn, conform welke de werkzaamheden zijn uitgevoerd.	✓	✓	✓	✓
	b	(Indien van toepassing) - vermelding van beperkingen in de onafhankelijkheid ten opzichte van (belanghebbenden in) het Waarderingsobject - vermelding van het optreden als partijdeskundige	✓	✓	✓	✓
	c	De overeengekomen doelstelling van de Waarderingswerkzaamheden	✓	✓	✓	✓
	d	De aard en omvang van de verwachte uit te voeren Waarderingswerkzaamheden	✓	✓	✓	✓
	e	Het tijdstip van uitvoering van de Waarderingswerkzaamheden	✓	✓	✓	✓
	f	Beperkingen in en condities met betrekking tot de verspreiding van het Waarderingsrapport	✓	✓	✓	✓
	g	(Indien van toepassing) - eventuele tussentijdse aanpassingen van de opdrachtbevestiging	✓	✓	✓	✓
4		Voorbehouden en vrijwaringen	✓	✓	✓	✓
5		Gebruikte informatiebronnen en gevolgde procedure en werkwijze	✓	✓	✓	✓
6		Structuur van de onderneming	✓	✓	✓	
	a	Juridisch	✓	✓	✓	
	b	Eigendom	✓	✓	✓	
	c	Zeggenschap	✓	✓	✓	
	d	Organisatorisch	✓	✓	✓	

			Aanbevolen inhoud per Richtlijn			
			510	520	530	540
	e	Fiscaal	✓	✓	✓	
7		De geschiedenis van de onderneming	✓			
8		Huidige activiteiten en strategie van de onderneming	✓			
9		De economische omgeving waarin de onderneming opereert	✓	✓		
	a	Macro-economische en conjuncturele ontwikkelingen	✓	✓		
	b	Branche	✓			
	c	Relevante markt en marktaandeel, concurrenten	✓			
	d	Afnemers en leveranciers	✓			
	e	(Overheid)sregelgeving	✓			
	f	Technologische aspecten	✓			
10		Financiële analyse van de onderneming	✓	✓	✓	
	a	Financiële historie en normalisaties	✓	✓	✓	
	b	Ratio-analyse	✓	✓		
11		Financiële prognoses voor de onderneming	✓	✓	✓	✓
	a	Prognoseperiode	✓	✓	✓	✓
	b	Restwaarde	✓	✓	✓	✓
12		Waarderingsmethode	✓	✓	✓	✓
	a	Theoretische toelichting op mogelijke waarderingsmethoden	✓	✓	✓	✓
	b	Verantwoording van gekozen waarderingsmethode(n)	✓	✓	✓	✓
13		Analyse van risicoaspecten en verantwoording van gekozen Vermogenskostenvoet	✓	✓		
14		Waardering	✓	✓	✓	
	a	Economische Waarde van de onderneming	✓	✓	✓	
	b	Economische Waarde van het Vreemd Vermogen	✓	✓	✓	
	c	Waarde van niet operationele activa en passiva	✓	✓	✓	
	d	Waarde van de aandelen (eventueel per soort)	✓	✓	✓	
15		Eventuele overige relevante aspecten (bijvoorbeeld):	✓	✓		
	a	Gevoeligheidsanalyse	✓	✓		
	b	Weging van scenario's of vaststelling van waardebandbreedte	✓	✓		
	c	Overwegingen inzake waarde- of prijscorrecties i.v.m. liquiditeit, zeggenschapsrechten, verrekenbeding, voorbehouden etc.	✓	✓		
16		Conclusies	✓	✓	✓	✓
	a	Waarderingsoordeel (op basis van de aanbevolen formulering)	✓	✓		
	b	Rekenkundige uitkomst (vrije formulering, niet zijnde op basis van de aanbevolen formulering van een Waarderingsoordeel)			✓	✓
17		Bijlagen	✓	✓	✓	✓
	a	Opdrachtbevestiging	✓	✓	✓	✓

Ten behoeve van het vereiste inzicht kan het wenselijk zijn een andere indeling te hanteren en aspecten toe te voegen of juist weg te laten.

## Toelichting op onderdelen

### 4. Voorbehouden en vrijwaringen

#### Exoneraties

De Register Valuator beschrijft welke zaken niet zijn onderzocht en of, en zo ja in welke mate, deze zaken mogelijk invloed hebben op de bepaalde waarde van het Waarderingsobject. Denk hierbij bijvoorbeeld aan:

- o Juridische kwesties/vraagstukken of claims;
- o Fiscale geschillen of claims;
- o Controle van interne cijfers;

Aanbevolen wordt om daar waar nodig overige expliciete aansprakelijkheidsbeperkingen op te nemen.

#### Randvoorwaarden

De Register Valuator informeert de opdrachtgever over de volgende randvoorwaarden:

Beschrijf duidelijk de verspreidingskring van het rapport in het kader van het specifieke doel van de Waardering. Leg, waar nodig, beperkingen op met betrekking tot de verspreidingskring van het opgestelde Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering. Immers, alle in het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering verstrekte informatie is, gezien de specifieke doelstelling, strikt vertrouwelijk.

Een Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering vormt een integraal geheel en kan niet in afzonderlijke delen worden gesplitst. De resultaten van analyses die door de Register Valuator worden uitgevoerd kunnen slechts bij gebruik van de integrale rapportage tot de juiste oordeelsvorming leiden. Een Waardering is bij uitstek aan subjectiviteit onderhevig. De specifieke positie en situatie van desbetreffende Opdrachtgever, in combinatie met een bepaald (beoogd) doel, bepalen de ondernemingswaarde. Hierdoor is elke Waardering dan ook enkel zinrijk ('waardevol') voor de Opdrachtgever.

Een verklaring dat de Register Valuator geen financieel belang heeft in de onderneming van Opdrachtgever of het Waarderingsobject.

#### Disclaimers

Aanbevolen wordt, waar nodig, disclaimers in het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering toe te voegen.

De in het specifieke traject door partijen verstrekte gegevens, informatie en toelichtingen zijn niet op juistheid en volledigheid beoordeeld door de Register Valuator. Daarmee wordt dan geen verantwoordelijkheid voor dergelijke gegevens, informatie en toelichtingen genomen.

Gebruikte bronnen dienen aangemerkt te worden als betrouwbaar geachte bronnen. De juistheid en de volledigheid hiervan kan echter niet worden gegarandeerd door de Register Valuator.

### 11. Financiële prognoses voor de onderneming

De Register Valuator geeft de opbouw van de Vrije Geldstromen inzichtelijk weer. Daarbij kunnen onder meer onderstaande elementen aan bod komen:

- o Specificatie van de omzet en kostprijs opbouw (prijzen en hoeveelheden);
- o Bespreking (eventuele) aanwezigheid van seizoenpatronen en de impact hiervan op de Waardering;
- o Toelichting op (eventuele) (periodieke) investeringen (uitbreidings- en vervangingsinvesteringen);
- o Toepassing op veronderstelde reële groei en nominale groei;
- o (Eventuele) normalisaties in de winst- en verliesrekening en/of balans;
- o Bijvoorbeeld: incidentele kosten, afvloeiing personeel, advies- en advocaat kosten, (bovenmatige) management fee(s), privé zaken etc.
- o Toelichting (eventueel) gebruik scenario's;
- o Onderscheiden en toelichten ontwikkelingen in en naar Planperiode en Restperiode.

**13. Analyse van risicoaspecten en verantwoording van gekozen vermogenskostenvoet**

De Register Valuator verstrekt een onderbouwing en toelichting inzake de opbouw van de Vermogenskostenvoet. Daarbij kunnen onderstaande elementen aan bod komen:

- Specificatie opbouw verschillende componenten Vermogenskostenvoet;
- Het toepassen van op- en afslagen;
- Vermelding (eventueel) gebruikte bronnen;
- Relevantie beursgenoteerde vs. niet-beursgenoteerde onderneming;
- Input levered vs. unlevered elementen Vermogenskostenvoet;
- Indien relevant, uitvoering en toelichting gevoeligheidsanalyse;
- Eindejaars- of middenjaars- (of andere) conventie toepassing.

**14. Waardering**

De Register Valuator presenteert de opbouw van de Economische Waarde van het Vreemd Vermogen, inclusief toelichting op (eventuele) veronderstellingen op een inzichtelijke wijze;

De Register Valuator presenteert de opbouw van de Economische Waarde van het Eigen Vermogen, inclusief toelichting op (eventuele) aannames op een inzichtelijke wijze. Daaruit blijkt tevens de Waardering van eventuele zelfstandige vruchtdragers, evenals de bepaling van eventuele overtollige liquide middelen.

**16. Ondertekening**

De Register Valuator ondertekent het Waarderingsoordeel, waarmee de Register Valuator verklaart de opsteller en eindverantwoordelijke te zijn van het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering.

Aanbevolen wordt in het Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering – naast de persoonlijke ondertekening van de Register Valuator – de volgende zin op te nemen: “Binnen de context van de opdracht geeft dit Rapport betreffende een niet-onpartijdige Waardering ons oordeel over de hoogte van de Economische Waarde van <Waarderingsobject> per <Peildatum> welke waarde tot uitdrukking komt in het hier als zodanig genoemde bedrag.”



