



# Private equity anno 2025: de kleine lettertjes

Bij dertig fusies en overnames in de accountancy zijn inmiddels private equity-firma's betrokken. De opkomst van externe investeerders is meer en meer een alternatief voor het traditionele partnermodel. Tegelijk verschillen de kleine lettertjes van de constructies. Accountant zet, 2,5 jaar na de eerste deal, de voornaamste stijlkeuzes op een rijtje. "De gesprekken houden ons scherp."

TEKST WILBERT GEIJTENBEEK BEELD VRHL CONTENT & CREATIE

**H**et is nog maar 2,5 jaar geleden dat private equity zijn intrede deed in de Nederlandse accountancy.

Geruchten waren er in de jaren ervoor al, van binnenlandse en Angelsaksische firma's die met geïnvesteerd kapitaal van vermogende individuen en pensioenfondsen op koopjesjacht waren in het middensegment van de markt. Nu, anno 2025, liggen de marktverhoudingen radicaal anders.

Zo bleek de opkomst van private equity de motor achter een versnelde consolidatie van de accountancy. Enkele feiten ter illustratie: in boekjaar 2020 draaiden slechts zeven kantoren meer dan 100 miljoen euro omzet. In 2023 ging het al om twaalf kantoren. Van alle kantoren die vier jaar geleden in de bekende AV-Top 50 stonden, zijn sindsdien elf namen verdwenen, als gevolg van overnames en fusies.

En er zijn tegenwoordig negentien kantoren die een positie in de top tien van de markt claimen of openlijk ambiëren - zoals de door private equity-firma's geruggesteunde kantoren Newton, Baker Tilly, de Jong & Laan, Moore DRV, Crowe Foederer, Qconcepts en PIA Group. Die kantoren zijn op jacht naar een verse prooi. In het kielzog van het overnamegeweld fuseerden ook zelfstandige kantoren, zoals aaff - de fusie van Alfa en ABAB - en Moore MKW, een fusie van Moore MTH en KroeseWevers.

## Systemwijziging

Een systeemwijziging: daar is inmiddels sprake van. De AFM raamt dat het aandeel van door private equity ondersteunde kantoren onder de reguliere vergunninghouders kan uitgroeien tot een derde. In een markt waar partnervergaderingen sinds jaar en dag het model vormen voor de aansturing, ontstond in nog geen drie jaar tijd een herkenbaar alternatief model. Een

model waarin de partners een aanmerkelijke medeaandeelhouder naast zich dulden. Het gaat niet om een stille vennoot, maar om een betrokken partner, met expertise in het acquireren, kralenrijgen, ofwel *buy and build*-strategieën. En met een winstoogmerk, te realiseren binnen de afzienbare deadline van vijf tot zeven jaar.

Dankzij de domino van deals werden duidelijke contouren van wat private equity kan betekenen, zichtbaar. De ene investeringsmaatschappij is de andere niet, zo blijkt. Wie in zee gaat met een externe investeerder, heeft de keuze uit diverse afspraken die verschillend uit kunnen pakken in de samenwerking. Accountant zet de belangrijkste keuzes in een overzichtelijk menu.

## 1. Motivatie: kapitaal-verstrekker of gamechanger?

In de persberichten waarmee accountantskantoren hun beslissing over de →

## ‘In ons nieuwe model zijn het de raad van bestuur en de raad van commissarissen die beslissen over investeringen.’

keuze voor private investeerders bekendmaken, staan veel dezelfde redenen. Innovatie en digitalisering staan bovenaan het rijtje. Dan is er de “krapte op de arbeidsmarkt” (Newtone) en de “toenemende wet- en regelgeving” (de Jong & Laan) die “hogere kosten” (PIA Group) vergen, waarvoor het “vergroten van slagkracht” (Coöperatie Unia) noodzakelijk is. Daarvoor moet private equity een kapitaalinjectie leveren. De hoogte daarvan wordt nooit in de aankondigingen bekendgemaakt. Toch is niet alleen kapitaal de oplossing voor alle problemen. Voor sommige kantoren is het een openlijke wens dat de “samenwerking” met de nieuwe aandeelhouder de “strategie” (Crowe Foederer) ondersteunt - nog twee termen die in de meeste persberichten worden genoemd.

Tegelijk zorgen de meeste deals met private equity voor een omslag in de kapitaalstromen. De winst wordt niet langer volledig uitgekeerd aan de partners. Zo laat PIA Group een deel van de winst terugvloeden in de onderneming. Ook voor Newton geldt dat, aldus strategiedirecteur Stefaan Rodts. Hij stelde in een interview naar aanleiding van de fusie: “Als je rijk wilt worden in de accountancy, dan is het langzaam uitmelken van je kantoor, zonder te investeren, het eenvoudigste. [...] Als er winst is, is iedereen blij, maar in economisch moeilijker tijden moeten de maatschappijen tegen dalende dividenden olopend investeren.” Rodts is blij met de nieuwe vennootschappelijke

inrichting van Newton, waarbij partners niet langer voor beslissingen gaan liggen. “In ons nieuwe model zijn het de raad van bestuur en de raad van commissarissen die beslissen over investeringen. Het is moeilijk om als partner via de coöperatie investeringsbeslissingen te vetoën.”

### 2. Governance: gezamenlijk bestuur of onafhankelijke commissarissen?

Dat brengt ons bij de governance. Het valt op dat raden van commissarissen een bepalende positie verwerven in het nieuwe model. Dat was in 2022 nog niet vanzelfsprekend. Uit de statuten van de nieuwe vennootschap van de Jong & Laan blijkt dat Waterland het recht bezit om twee commissarissen rechtstreeks te benoemen en dat de

partners van het kantoor de twee andere commissarissen kunnen benoemen. Beide groepen aandeelhouders kunnen die commissarissen “te allen tijde” ontslaan, zo staat in de statuten. Sinds de deal zijn er drie commissarissen benoemd: Willem van Wijngaarden en Martin Slot, beiden als commissaris A, namens de coöperatie van partners van de Jong & Laan en, afgelopen december, voormalig Deloitte-cfo Cees de Boer als commissaris B, statutair namens Waterland.

In latere deals kozen veel kantoren voor een onafhankelijke raad van commissarissen, zoals Newton. Bestuurder Stephan Seijkens legde in een interview met Accountant.nl uit dat “in de dagelijkse praktijk [...] bestuur en raad van commissarissen aan het stuur van het fusiebedrijf [zitten]”. Datzelfde stellen ook de directie van Moore DRV en van Crowe Foederer in interviews na hun deals met private equity. Crowe Foederer kiest voor een vijfhoofdige rvc, zonder last of ruggespraak. Bestuursvoorzitter Johan Daams: “Het bestuur moet dus voor sommige besluiten langs de raad

#### ELF PRIVATE EQUITY-PLATFORMS

Private equity-firma	Accountantskantoor	Aantal fusies en overnames
Waterland	De Jong & Laan	3
Baltisse	PIA Group	9
Avedon	Newtone	2
CNBB	oamkb	0
Capital A	Coöperatie Unia	2
IK Invest	Qconcepts	0
Waterland	Moore DRV	3
Rivean Capital	Crowe Foederer	0
Preservation Capital	Vallei Accountants	0
Anacap	DK Accountants	0
Inflexion	Baker Tilly	0

van commissarissen - niet langs de aandeelhoudersvergadering. [...] Dat is een wezenlijk ander governance-model dan bij [...] partnergedreven organisaties." Bij Moore DRV worden drie commissarissen voorgedragen door het bestuur, waarin private equity geen zitting heeft.

### 3. Aandelen: investeerder met meerderheid of minderheid?

Bij dat laatste kantoor ligt de benoeming van de commissarissen uiteindelijk in handen van de aandeelhouder. Het maakt daarom nogal uit wie de meerderheid heeft. Bij de grote platforms is een duidelijke scheidslijn tussen private equity-firma's als meerderheidsaandeelhouder en externe investeerders die tevreden zijn met een minderheidsbelang. Dat is niet alleen voor partnervergaderingen wettelijk, maar ook voor private equity-firma's zelf.

Private equity geeft vanouds de voorkeur aan een meerderheidsbelang, vaak via *buy-outs* van ondernemingen, waarbij het als investeerder alle eigendom en zeggenschap verkrijgt. In de accountancy is het overdragen van de zeggenschap niet alleen wettelijk onmogelijk, maar ook onwenselijk - partners hebben langdurige relaties met cliënten en medewerkers in hun teams. Zouden alle partners hun volledige belang verzilveren, dan volgt een massale exodus. In de praktijk heeft elke private equity-deal iets weg van een *joint-venture*, met duidelijke *checks and balances* die de macht van beide partijen indammen. De minderheidsaandeelhouder - of het nu de partners zijn of de private equity-firma - bedingt doorgaans stem- of veto-rechten bij belangrijke beslissingen. PIA Group is een kantoor met zo'n minderheidsaandeelhouder - het Belgische investeringsvehikel Baltisse.

Coöperatie Unia, dat vorig jaar met Capital A in zee ging, beperkte het verkochte belang tot 49 procent. En Baker Tilly Nederland verkocht 48 procent van de aandelen aan het Britse Inflexion, dat voor minderheidsdeals een speciaal fonds beheert. Ceo Ronald Hoeksel gaf in een interview op Accountant.nl toe dat eerdere deals zijn partners tot die keuze inspireerden: "We hebben natuurlijk de artikelen gelezen over hoe de deal tussen Waterland en de Jong & Laan in elkaar zit. [...] Voor ons als partnervergadering was het klip en klaar dat we [...] een structuur wilden krijgen met een minderheidsaandeelhouder met een positie die past bij de nieuwe Wet toekomst accountancysector. Dat betekent een raad van commissarissen en een raad van bestuur die de geschiktheidstoetsen van die wet kunnen doorstaan."

### 4. Controlepraktijk: integreren of buiten parkeren?

Dat raakt aan het meest dwingende aspect van de wetgeving. Artikel 16 van de Wta eist dat de meerderheid van de stemrechten van de vergunninghoudende vennootschap worden gehouden door accountants. Voor de Jong & Laan was de deal met meerderheidsaandeelhouder Waterland reden om voor de controlepraktijk een aparte governancestructuur op te tuigen. De winst van de controlepraktijk wordt verdeeld over alle aandeelhouders, maar de zeggenschap komt slechts toe aan de partners van de Jong & Laan. Toenmalig bestuurder Roland Ogink lichtte toe: "Die

constructie is zuiver en geeft een waarborg aan de AFM." Acht grote private equity-deals met vergunninghoudende platforms later, is er een andere oplossing zichtbaar: de geïntegreerde controlepraktijk, waarover accountants in meerderheid statutaire zeggenschap behouden. Zo noemt Hoeksel het - Baker Tilly heeft de controlepraktijk onder het onafhankelijk toezicht van de nieuwe raad van commissarissen gebracht, net als de andere onderdelen van het kantoor. Zo ook Moore DRV, waarvan bestuursvoorzitter Marco Utermark benadrukt dat de controlepraktijk "integraal deel uitmaakt" van de groepsstructuur onder één kwaliteitsstelsel. "We hebben nog lang verkend of onze controlepraktijk in onze maatschap kon blijven. De auditmaatschap zou daarmee onder het toezicht van het AFM vallen en de rest van het kantoor niet. Dat leidde volgens ons tot complicaties in ons governance-model."

Voor Crowe Foederer was het splitsen van audit wel inspirerend. Crowe Foederer heeft een stichting administratiekantoor (stak) opgetuigd voor de controlepraktijk. Bestuursvoorzitter Johan Daams: "Het bestuur van de stak bestuurt de controlepraktijk. De auditvennootschap telt nu drie bestuurders, waarvan ik er een ben. De zeggenschap over de controlepraktijk ligt hiermee bij gekwalificeerde accountants en de rvc heeft extra taken ten aanzien van toezicht op de controlepraktijk."

De winst van de controlepraktijk komt wel ten goede aan de groep - en dus ook aan meerderheidsaandeelhouder met 55 procent Rivean Capital. →

**'Zouden alle partners hun volledige belang verzilveren, dan volgt een massale exodus.'**

## ‘Zoals Johan Cruijff ooit zei: ik heb nog nooit een zak geld een doelpunt zien maken.’

Daams benadrukt dat deze constructie “niet uniek is voor kantoren waar private equity een meerderheidsbelang bezit. Ook multidisciplinaire kantoren waar er niet altijd sprake is van een meerderheid van accountants hanteren deze of een soortgelijke aanpak”.

### 5. Niet-instappers: private equity negeren of zelfstandig meespelen?

Er zijn ook kantoren die zweren bij een zelfstandige toekomst. Zo’n kantoor is Eshuis, dat afgelopen jaren autonoom fors wist te groeien - van een omzet van € 12 miljoen in boekjaar 2019 naar € 32 miljoen in 2024. Eshuis-bestuurder Michel Schaepers voelt de impact van private equity. “Onze groeicijfers en sterke identiteit brachten ons op de radar van private equity-investeerders.” Schaepers’ directieteam maakte kennis met enkele gegadigden en woog het nut af van zo’n externe investeerder. Zijn afdrong? “Hoe de exit uitpakt, blijft

voor mij een raadsel. Ik heb op die vraag nooit een overtuigend antwoord gehad. Ze stappen in. Draaien vijf tot zeven jaar mee. Verkopen. Met rendement. Maar daarna?” Veel private equity-firma’s stellen dat internationalisering van de markt het doel is, merkt Schaepers. “Maar ik geloof daar niet in. De Duitse en Belgische accountancy werken totaal anders dan de op Angelsaksische leest geschoeide Nederlandse beroepsgroep. Bovendien heeft elk land haar eigen jurisdictie, waarvoor je echt lokale mensen nodig hebt. Ik zie niet in hoe een Nederlands kantoor als investeringsplatform kan dienen voor het veroveren van de continentale markt.” Toch blijft Schaepers met private equity in contact - in het bijzonder met een partner van een Britse private equity-firma. “Die stelt kritische vragen: hoe werk je aan je leiderschap en hoe houd je je koers vast? In tegenstelling tot traditionele partnermaatschappen waarbij leiderschap als corvee wordt

gezien, is strategische koersvastheid ons *leitmotiv*. Het is mooi om te zien dat sommige private equity-firma’s bij accountantskantoren aansturen op koersvast leiderschap. Die gesprekken houden ons scherp.”

Maar het werkelijke nut van private equity voor accountantskantoren is financieel van aard, erkent hij. “Of wij ooit met private equity in zee gaan? Zeg nooit nooit, maar op dit moment is het niet interessant. Zoals Johan Cruijff ooit zei: ik heb nog nooit een zak geld een doelpunt zien maken. Geld voegt niets toe aan de uitvoering van de strategie.” Het enige scenario waarin Eshuis het aantrekken van private equity-kapitaal in overweging wil nemen, is voor de overname van een “branchevreemde onderneming”. Schaepers: “Stel dat we een gespecialiseerd softwarebedrijf zouden willen overnemen voor tien miljoen, dan wil ik elk van mijn aandeelhouders niet vragen om vijf ton. De kapitaalbehoefte in dat scenario zou een reden kunnen zijn. Maar niet om nog eens een handvol accountantskantoren over te nemen. Onze gesprekspartner in Londen weet dat van ons. Die zullen ons vast nog eens een voorstel doen. Dan zien we wel verder.” ←

