



Hoe de Europese accountantsmarkt door private equity nieuwe contouren krijgt

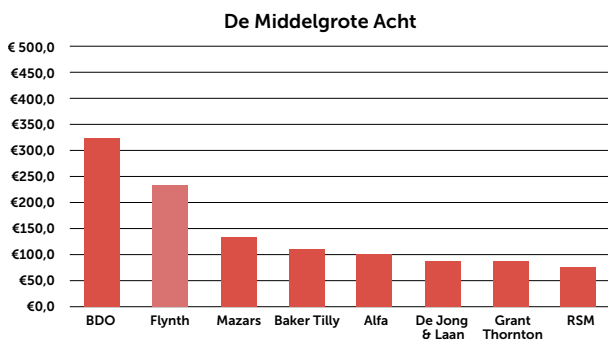
Niet alleen in Nederland heeft de eerste golf van private equity de accountantsmarkt opgeschud. Na België, Scandinavië en de Britse eilanden, zijn nu Frankrijk, Duitsland en Spanje aan de beurt. Langs de lijnen van internationale netwerken krijgen toekomstige marktverhoudingen hun contouren.

TEKST **WILBERT GEIJTENBEEK** BEELD **VRHL**

Drie jaar geleden deed private equity zijn intrede in de Nederlandse markt. Sindsdien kochten investeringsfirma's als Waterland Private Equity, Baltisse, Avedon Capital Partners, Rivean Capital en Capital A zich in Nederlandse middelgrote full-servicekantoren in. Na een overnamehaussie zijn de marktverhoudingen van drie jaar geleden nauwelijks nog herkenbaar. Nu de markt is opgeschud door de eigendomsverschuivingen, verschuift de focus voor de investeerders van het eerste uur naar de exit. De eerste contouren van de nieuwe markt worden zichtbaar.

Aardverschuiving

Wie de marktverhoudingen van tien jaar geleden vergelijkt met die van drie jaar geleden, ziet grotendeels dezelfde namen. Sinds jaar en dag staan de big four onaantastbaar op de eerste vier posities. Daaronder prijkt BDO als eeuwige vijfde. Tien jaar geleden bestond de rest van de subtop uit klinkende namen als Flynth, accon avm, Mazars (tegenwoordig Forvis Mazars), Baker Tilly, Alfa (tegenwoordig aaff). De Jong & Laan was de eeuwige nummer 11 in de ranglijst en daaronder prijken de namen ABAB (inmiddels in aaff opgegaan) en Grant Thornton. Drie jaar geleden was alleen ABAB onderaan die lijst weggezaakt. Alle andere genoemde kantoren stonden nog altijd fier in de top 12, zo valt te zien in de grafiek van de Middelgrote Acht.

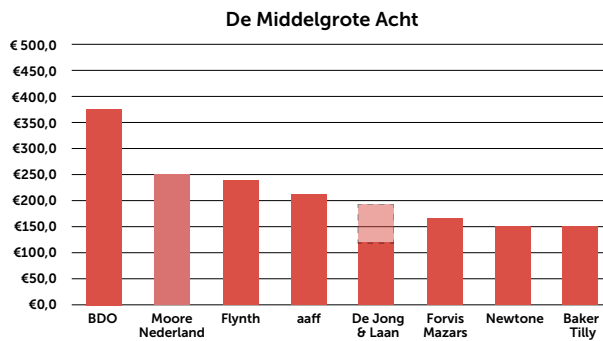


De nummers 4 tot en met 12 voor de entree van private equity, naar omzet gemeten in boekjaar 2021, in miljoenen euro's (cijfers van Mazars over boekjaar 2020-2021).

Hoe anders is de situatie in 2025. Op basis van de cijfers van boekjaar 2024 tellen de Middelgrote Acht na ruim drie jaar private equity in Nederland twee nieuwe toetreders: Moore Netherlands (het fusielabel voor de kantoren Moore DRV en Moore MKW) en Newtone. Beide zijn ontstaan op instigatie van externe investeerders, respectievelijk Waterland en Avedon.

Schaalverdubbeling

Maar niet alleen de namen zijn nieuw, ook de kantoren zelf zijn fors in omvang gegroeid ten opzichte van drie jaar geleden. Zo tellen zestien kantoren een omzet van meer dan € 100 miljoen (in boekjaar 2021 ging het nog om acht kantoren met die omzet). Tien kantoren tellen in fte gerekend meer dan duizend werknemers, vier meer dan voor de entree van private equity. Bovendien hebben veertien kantoren een controlepraktijk die meer omzet dan € 25 miljoen; zeven kantoren meer dan drie jaar geleden. De doorsnee schaalgrootte is nagenoeg verdubbeld: zowel in omzet, loonlijst als omvang van de auditpraktijk. De voorheen als mkb-kantoren bekendstaande full-servicekantoren van weleer zijn landelijk aangestuurde professionele dienstverleners geworden, met regiovestigingen die worden ondersteund door een stevige *back-office* en geleid met centrale keuzes in software en recruitment- en personeelsbeleid. En met een governancestructuur waarin private-equitypartners steeds vaker op bindende voordracht plaatsnemen.



De nummers 4 tot en met 12 na de overnamegolf door private equity, naar pro forma omzet gemeten in boekjaar 2024, in miljoenen euro's →

Niet alleen de namen zijn nieuw, ook de kantoren zelf zijn fors in omvang gegroeid ten opzichte van drie jaar geleden.

Volgens de Autoriteit Financiële Markten (AFM), die sinds vorig jaar bijhoudt hoezeer private equity de markt heeft gepenetreerd, werkte in voorjaar 2025 opgeteld inmiddels 30 procent van de markt samen met externe investeerders. Sindsdien zijn we weer een aantal grote deals - Hendriksen, Crowe Peak, JAN Accountants en Omnyacc - verder. Inmiddels gaat het dan ook om meer dan 40 procent, zo maakte Arnold Pureveen, hoofd afdeling Kwaliteit, Accountantscontrole en Verslaggeving van de AFM in augustus jl. bekend.

Ruim 1 miljard omzet

Bij deze cijfers moet de kanttekening worden gemaakt dat dat percentage alleen de reguliere vergunninghouders zonder oob-vergunning betreft. De big four, BDO en Forvis Mazars zijn dus niet meegerekend, waarmee grofweg twee derde van de markt wordt buitengesloten. Van de resterende een derde is volgens de AFM dus 40 procent aan private equity gelieerd. Dat komt neer op grofweg 13 tot 14 procent van alle kantoren met een AFM-vergunning.

De door private equity gestutte platforms zijn op dit moment goed voor meer dan € 1 miljard aan omzet. Dat komt neer op 15,2 procent van de top 50 van vaksite AccountancyVanmorgen. Dus zijn ook zes op de zeven kantoren in de top 50 niet in zee gegaan met externe

investeerders. Elf van de vijftig kantoren vormen inmiddels zelf een private equity-platform. Zes kantoren zijn dit jaar overgenomen door private equity-platforms, één kantoor is gefuseerd met een ander kantoor. Nog eens zestien zullen vermoedelijk nooit prooi worden van een private equity-platform - omdat ze ofwel dat zelf publiek hebben gecommuniceerd, ofwel omdat hun eigendomsstructuur of internationale positie dat niet toestaat. Daarmee resteren er nog twaalf kantoren die potentieel kunnen worden overgenomen. Die twaalf zijn goed voor een omzet van zo'n € 260 miljoen (boekjaar 2023). Feitelijk vechten kantoren met een omzet van meer dan € 1 miljard om het overschot van ongeveer een kwart miljard.

Samensmeden

Bij de koplopers verschuift de focus van het acquireren naar het tweede deel van het motto *buy and build*, dat private equity-platforms gebruiken voor hun huidige missie. Gaandeweg de investeringsperiode van pakweg zeven jaar verschuift de aandacht van het kralenrijgen naar het samensmeden: van de aangeschafte onderdelen moet een verkoopklaar geheel worden gemaakt. De komende drie tot vijf jaar zal de markt in dat teken staan.

De kernvraag is natuurlijk: voor wie worden die kantoren verkoopklaar gemaakt? Er zijn grofweg drie soorten kopers te onderscheiden: de eerste betreft de strategische koper. Dat betekent: een groter accountantskantoor dat een bepaalde expertise of een aanwezigheid in een bepaalde regio ambieert en die nog niet in de eigen portfolio heeft. Voor de platforms die in de Nederlandse markt opgebouwd worden, zijn mogelijk Britse of Duitse kantoren als kopers in de markt. Ook zijn er in de Scandinavische markten conglomeraten in ontwikkeling die mogelijk een stap in de Beneluxmarkt willen zetten en belangstelling hebben voor de acquisitie van een Nederlands kantoor.

Maar echte interesse zal moeten komen van buiten Europa. Voor dergelijke strategische kopers is een omzet van minstens \$ 1 miljard nodig. Met die omvang komt een kantoor in het vizier van grote Amerikaanse kopers.

De Verenigde Staten tellen sinds vorig jaar zeker vijftien accountantskantoren met een omvang van \$ 1 miljard of meer, zo blijkt uit onderzoek. Veel van die *unicorns* zijn ontstaan door het kralenrijgen van private equity in de Amerikaanse markt en ambiëren nu een stap op de Europese continentale markt.

Logischer is een overname door een niet-strategische koper: de volgende generatie private equity-firma's.

BREEKT PRIVATE EQUITY DUITSLAND OPEN?

Voorjaar 2025 deed private equity-firma EQT een eerste grote deal in de Duitse markt. De investering in Steuerberatungsgesellschaft WTS (omzet 2024: € 254 miljoen) werd in de Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) opgetekend als een Kampfansage tegen de big four.

De deal is opmerkelijk, omdat de Duitse wet voorschrijft dat het eigendom van belastingadvies-, accountants- en advocatenkantoren 100 procent in handen van de beroepsgroep moet zijn. Toch vond private equity-investeerder EQT een route die in FAZ wordt omschreven als "via vennootschappen uit Europese buitenlandse, licentiemodellen of financieringsregelingen die economisch bijna gelijkwaardig zijn aan een investering". Hoe de Ankerinvestor deze constructie heeft opgetuigd, is niet bekend gemaakt. Toch wil deze nummer vijf in de Duitse belastingadvies- en accountancymarkt een 'leidend merk voor belastingadvies, technologie en kunstmatige intelligentie in Europa' worden. Het bedrijf verbindt zich openlijk aan een omzetdoel van € 1 miljard. "Wir werden den Markt rocken", aldus de toenmalige Vorstandvorsitzender Fritz Esterer, die overigens een halfjaar na de deal na tegenvallende groeicijfers aan de kant is vervangen als bestuursvoorzitter.

BRITS MHA VULT ZIJN OORLOGSKAS OP DE AANDELENBEURS

Volgens recent onderzoek van EY betreft 10 tot 20 procent van de exits van private equity een beursgang. Niettemin wordt de initial public offering (IPO) beschouwd als het ultieme eindstation, zeker als er vanwege de omvang van een door private equity beheerde onderneming geen logische andere kopers meer zijn.

Dit jaar nam een Brits accountantskantoor een voorschot op dat scenario, door zelf een beursgang te wagen. Op 15 april werd het aandeel van MHA, het elfde kantoor in de Britse markt, op de Londense beurs publiek verhandelbaar. Het kantoor, dat in de negentiende eeuw aan de wieg van The Institute of Chartered Accountants of England and Wales (ICAEW) stond, is een onafhankelijk lid van het netwerk van Baker Tilly en zette in boekjaar 2024-2025 £ 224 miljoen (€ 255 miljoen) om, waarvan ruim de helft met auditdiensten. Het kantoor haalde met de beursgang € 111 miljoen op en is van plan collegakantoren binnen het netwerk in de Britse markt en op het Europese continent te acquireren. De koers is in het eerste halfjaar met meer dan 60 procent gestegen.

Wereldwijd groeit het aandeel van de door private equity verkochte belangen in ondernemingen dat doodleuk wordt doorverkocht aan andere private equity-firma's. Als de groeiambitie van de eerste private equity-eigenaar succes heeft, zullen de kantoren met een forse premie worden overgenomen door deze tweede generatie kopers. Die moeten dan ook een fors groter vermogen onder beheer hebben. Die pool is kleiner. Kantoren als Baker Tilly en Grant Thornton hebben met respectievelijk New Mountain Capital en Inflexion nu al gekozen voor de grotere internationale private equity-firma's.

Dergelijke kapitaalkrachtige investeerders denken niet in landelijke markten, maar in continentale en dus in omzetten van een of meer miljarden, niet miljoenen euro's. Hoe sneller een Nederlands platform is opgebouwd tot een internationale unicorn, des te winstgevender de investering. Nu dat spel op de wagen is, wordt duidelijk hoe de markt van de toekomst eruit zal zien.

Tot slot is er nog een derde soort koper: de aandeelhouder op de beurs.

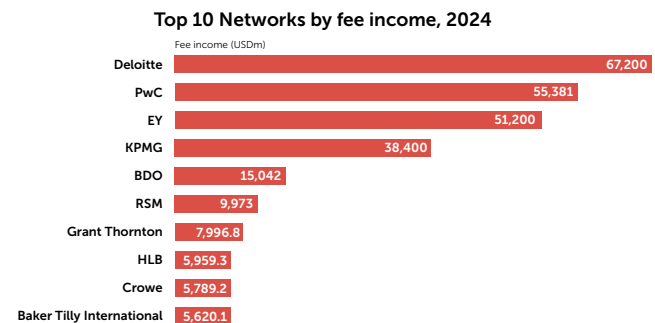
De internationale netwerken

De internationale consolidatie vormt zich naar die kapitaalbewegingen. Daarbij spelen de mondiale accountantsnetwerken een sleutelrol. Elk middelgroot kantoor is aangesloten bij een internationaal netwerk, waarin het afspraken maakt over grensoverschrijdende opdrachten voor cliënten en waarvoor het steeds intensiever samenwerkt met collegakantoren binnen hetzelfde netwerk. Voor private equity is het intensiveren van die netwerkrelaties

Gaandeweg de investeringsperiode van pakweg zeven jaar verschuift de aandacht van het kralenrijgen naar het samensmeden.

een voor de hand liggende manier om een verkoopklare groep te assembleren.

In de internationale top vijf prijken, net als in de meeste markten, de namen van de big four en BDO. RSM, de nummer 6, is een sterk in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten gevestigde partij, met ambitie om ook in de continentaal Europese markt leidend te zijn. Direct daaronder domineert inmiddels private equity: de nummers 7 tot en met 10 zijn in de Benelux afgelopen jaren intensiever verbonden geraakt aan private equity-firma's. Als gevolg daarvan zijn, voor wie Europees uitzoomt, interessante bewegingen tot stand gekomen, die regionaal impact hebben op de marktverhoudingen.



Bron: International Accounting Bulletin

In Nederland zijn sommige deals te verklaren vanuit die netwerkallianties. Verschillende kantoren verruilden de afgelopen vier jaar hun lidmaatschap van zo'n internationaal netwerk. Zo stapte het Brabantse Witlox Van den Boomen na de fusie in 2022 met HLB Van Daal uit het netwerk van Moore. Die beslissing leidde prompt tot een toenadering van de twee overgebleven Nederlandse leden van Moore: DRV en mth. Eén fusie van mth met KroeseWevers later, hebben die beide Moore-kantoren elkaar gevonden. In de zomer van 2025 kondigden zij aan tot het kantoor Moore Netherlands te willen fuseren - met Waterland als mede-aandeelhouder.

Stratego met netwerken

Datzelfde Waterland was reeds bezig buiten Nederland gericht Moore-kantoren aan zijn accountancyketting te rijgen. Dat begon in 2020 met Moore België en in 2023 volgde ➔

Zo'n domino van deals is een gewaagd potje stratego.

Moore Kingston Smith in het Verenigd Koninkrijk. Via datzelfde kantoor verwierf Waterland een belang in Moore Ireland.

Zo'n domino van deals is een gewaagd potje stratego. We weten niet welke deals met Moore-kantoren door Waterland nog meer waren beoogd in andere landen. Zeker is wel dat de deals consequenties hebben gehad voor de plannen van andere private equity-platforms. Een goed voorbeeld daarvan is Newton, waar private equity-kantoor Avedon in 2023 in investeerde. Een van de onderliggende kantoren van Newton, Witlox Van den Boomen, was ooit lid van Moore. De huidige Newton-ceo Stephan Seijkens werkte destijds bij dat kantoor intensief samen met het Britse Moore-kantoor Moore Stephens. Dat Britse kantoor sloot zich in 2019 aan bij BDO. Een pijnlijke stap voor het Moore-netwerk, want Moore Stephens was de naamgever en grondlegger. Seijkens geeft aan dat het netwerk door die overstap toegang tot al die kantoren verloor. In dat licht zag Waterland zijn kans schoon om in te stappen. Vorig jaar stapte in het VK Kingston Smith in dat vacuüm - een besluit dat gepaard ging met de keus om de naam tot Moore Kingston Smith te herdopen. Waterland was toen al een jaar aandeelhouder in dat kantoor. Seijkens: "Dat was niet comfortabel, aangezien Newton Avedon als aandeelhouder heeft. Om die reden hebben wij er met Newton vorig jaar voor gekozen om geen netwerklabel in onze naam op te nemen. We zijn liever regisseur van onze eigen wereld."

'Geflipflop'

Het netwerk Nexia had nog maar drie jaar geleden landelijke dekking met in het zuiden Koenen en Co, in het oosten KroeseWevers en in de Randstad Horlings, FACET en FSV. Van die vijf kantoren is alleen het Rotterdamse FACET nog over. Immers, Koenen en Co is opgegaan in Newton, KroeseWevers is gefuseerd met Moore MTH en maakt nu deel uit van de Waterland-portefeuille en FSV is door Moore DRV overgenomen. Het Noord-Hollandse De Hooge Waerder zag dit jaar zijn kans schoon en sloot zich bij het braakliggende Nexia-netwerk aan.

Zo'n stoelendans is geen kwestie van *plug-and-play*. Binnen een netwerk worden gestaag jarenlange internationale relaties opgebouwd. Het overstappen naar een ander netwerk vernietigt die sociale zakelijke infrastructuur. "Van het geflipflop van de netwerken wordt niemand

wijzer", is hoe Newton-ceo Seijkens het beschrijft. Hij merkt dat de netwerken sinds de consolidatieslag in de branche instabiel zijn geworden.

Waterland kiest Moore, PIA kiest HLB, Newton kiest PKF

Dat laatste bleek toen deze zomer PIA Group HLB Belgium overnam. Daarmee sloeg het Belgische kantoor twee vliegen in één klap: het betrad de Belgische auditmarkt én kocht zich in HLB International in. Trots meldde de groep in zijn persbericht dat de aansluiting "voor alle PIA-kantoren de deur naar samenwerking met de 155 landen, 1.139 kantoren en 51.948 medewerkers van het HLB International-netwerk" opent.

In het kielzog daarvan nam HLB-lid Newton weken later afscheid en sloot zich aan bij PKF International. Newton-ceo Seijkens benadrukt dat netwerken als Moore, PKF en HLB zich kenmerken door onafhankelijke leden, met een zelfstandige strategie. "Er wordt geen winst gedeeld. De drijfveer om gezamenlijk te investeren is dan ook afwezig." Voor Newton is volgens Seijkens een investering in het internationale netwerk een speerpunt. Hij vindt daarom de keuze voor een exclusief partnerschap met PKF belangrijk voor de samenhang en de identiteit.

De consolidatie van het continent

De komende jaren zal private equity zich meer en meer roeren in de braakliggende Europese markten. Volgens een recent rapport van AccountancyEurope begint de ontwikkeling in Frankrijk op stoom te komen, terwijl private equity in Duitsland en Spanje nog in de kinderschoenen staat. Waterland heeft sinds 2023 een belang verworven in COGEP, dat is aangesloten bij het HLB-netwerk en met een omzet van plusminus € 280 miljoen de nummer 7 in de Franse auditmarkt is. In Spanje bezit Waterland een belang in Auren, de nummer 8 in dat land. ←

'Van het geflipflop van de netwerken wordt niemand wijzer.'

