

# Detaillierte Rechnung

**Unternehmensbewertung** Wer seine Buchhandlung verkaufen will, muss einen Preis festsetzen, der für ihn wie für den Käufer angemessen ist. Doch die Vorstellungen liegen dabei oft weit auseinander. Berater Martin Julius Bock zeigt an einem Praxisbeispiel Lösungsvorschläge aus dem Dilemma.

**W**ie viel ist meine Buchhandlung tatsächlich wert? Diese Frage beschäftigt viele Sortimenter spätestens dann, wenn ihr Geschäft nicht mehr so richtig läuft oder wenn es darum geht, die Nachfolgefrage zu klären. Die knappe Antwort: Eine Buchhandlung ist immer nur so viel wert, wie ein anderer bereit ist, dafür zu bezahlen.

Leider gibt es immer weniger Unternehmer, die überhaupt im Buchhandel investieren. Das liegt häufig auch daran, dass die Wert- und Preisvorstellungen von Verkäufern und Interessenten sehr unterschiedlich sind und viele Buchhandlungen nicht gerade den Renditevorstellungen der finanzierenden Banken entsprechen.

Nach welchen Verfahren Unternehmen bewertet werden können, wurde in *BÖRSENBLATT* 9 / 2006 ausführlich erläutert. In diesem Beitrag wird versucht, die Denk- und Vorgehensweise vieler typischer Verkäufer darzustellen und mit den finanziellen Vorstellungen eines möglichen Käufers in Einklang zu bringen. Was aber macht den Wert einer Buchhandlung aus? Im Wesentlichen sind das drei Faktoren:

- die Rentabilität, die sich als Jahresüberschuss oder Gewinn zeigt
- das unternehmerische Potenzial, das sich in der Einschätzung und Bewertung des Status quo und der Zukunftsfähigkeit manifestiert. Dazu gehören et-

wa Lage, Standort und Sortiments- oder Zielgruppenschnitt

- die Organisation, die sich in Mitarbeiterführung und Organisation der Geschäftsabläufe bis hin zur EDV-Ausstattung ausdrückt.

Bei allem notwendigen Idealismus – auch die Buchhandlung ist ein Unternehmen, das nur dann Bestand hat, wenn angemessene Überschüsse erwirtschaftet werden und sich das eingesetzte Kapital angemessen rentiert.

Die Rentabilität der Beispielsbuchhandlung ist in Tabelle 1 (Seite 24) dargestellt. Das Sortiment hat in den vergangenen vier Jahren Umsatz verloren. Das Ergebnis vor Steuern beträgt aber ➤



► 2005 aufgrund einer konsequenten Sparpolitik noch 57 720 Euro. Der Inhaber hat errechnet, dass er nach einem Verkauf pro Monat mindestens 1 000 Euro zusätzlich zu seinen Einkünften aus einer Lebensversicherung benötigt, um seinen Lebensunterhalt zu bestreiten. Bei Kapitalzinsen von vier Prozent pro Jahr müsste er 300 000 Euro anlegen, um 12 000 Euro Zinsen erwirtschaften zu können. Geht man von einer Steuerlast von nur 25 Prozent aus, wäre ein Verkaufspreis von 400 000 Euro notwendig, um dieses Ziel zu erreichen.

## Sicht des Käufers

Ein Käufer muss zuerst einmal eine Bank finden, die ihm den Kaufpreis vorfinanziert. Die Bank verlangt von unserem Käufer einen Businessplan inklusive Standort- und Potenzialanalyse und stellt im Falle einer positiven Einschätzung die Finanzierung mit einem Zinssatz von fünf Prozent bei einer Laufzeit von acht Jahren in Aussicht. Unser Käufer muss also acht Jahre lang jährlich 60 768 Euro an Liquidität erwirtschaften, um den Kapitaldienst in Form von Zins und Tilgung leisten zu können (Tabelle 2).

In dem Überschuss von 57 720 Euro, den die Buchhandlung 2005 erwirtschaftet hat, ist noch kein Unternehmerlohn enthalten, den wir mit – sicherlich nicht übertriebenen – 4 000 Euro pro Monat taxieren. Daraus ergibt sich folgende Rechnung, bei der der Einfachheit halber die steuerliche Seite ausgeblendet wurde:

**i** Tabelle 1: Beispiel Inhabergeführte Buchhandlung (Einzelunternehmen)

	2002	2003	2004	2005
Umsatz in €	2 000 000	1 950 000	1 900 000	1 880 000
Veränderung in €		- 50 000	- 50 000	- 20 000
Veränderung in %		-2,5	-2,6	-1,1
Wareneinsatz in €	1 360 000	1 355 250	1 320 500	1 306 600
Rohrertrag in €	640 000	594 750	579 500	573 400
Spanne in %	32,0	30,5	30,5	30,5
Personalkosten in €	280 000	263 250	254 600	253 120
Abschreibung in €	24 000	23 400	22 800	22 560
Sonstige Kosten in €	270 000	250 000	245 000	240 000
Ergebnis vor Steuern in €	66 000	58 100	57 100	57 720
Umsatzrendite in %	3,3	3,0	3,0	3,1

Bei Ansatz des kalkulatorischen Unternehmerlohnes reduziert sich das Ergebnis im Jahr 2005 auf 9 720 Euro (Tabelle 3). Der ermittelte Liquiditätsüberschuss beträgt 32 280 Euro. Das heißt, der Käufer kann unter diesen Voraussetzungen die Zinsen bezahlen, die Tilgung kann er aus den Ergebnissen der Buchhandlung nur teilweise leisten. Da damit aber der gesamte Liquiditätsüberschuss verbraucht wird, sind keine Mittel mehr für Investitionen vorhanden. Diese müssten durch Fremdkapital finanziert werden. Das würde die Verschuldung zusätzlich erhöhen, sofern überhaupt eine Bank dazu bereit wäre. Aufgrund des Liquiditätsengpasses wäre die Buchhandlung über Jahre handlungsunfähig. Ergebnis: Zum Kaufpreis von 400 000 Euro wird das Geschäft nicht zustande kommen.

## Ertragswertverfahren

Versuchen wir, das Projekt aus einem neutralen Blickwinkel zu betrachten. Eine vereinfachte Be-

wertung der Buchhandlung nach dem Ertragswertverfahren führt zu dem Ergebnis in Tabelle 4. Grundlage der Berechnung ist ein Kapitalisierungszinssatz von sechs Prozent, der einen Risikozuschlag sowie einen Inflationsabschlag enthält. Der nachhaltige Nettoertrag wurde als linearer Durchschnittswert der bereinigten Ergebnisse der Jahre 2003 bis 2005 ermittelt. Bei einer Finanzierung des Ertragswerts durch eine Bank (acht Jahre, fünf Prozent) stellt sich die Situation für einen Käufer wie in Tabelle 5 dar. Bei diesem Preis wäre die Buchhandlung handlungs- und überlebensfähig. Allerdings könnte der Verkäufer seine Vorstellungen von 1 000 Euro pro Monat in Form von Zinseinkünften (vor Steuern) nicht realisieren. Bei einer Anlage von 160 667 Euro zu vier Prozent ergeben sich Zinsen von 6 427 Euro pro Jahr (536 Euro pro Monat). Geht man davon aus, dass der Verkäufer 25 Prozent Steuern abführen muss, bleiben nur noch Zinsen von 402 Euro.



Tabelle 2: Zinsen und Tilgung des Käufers

Kreditbetrag: 400 000 €, Laufzeit (bei monatlicher Zahlungsweise): 8 Jahre, Zinssatz: 5 %

Jährliche Zins- und Tilgungszahlungen	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	Summe
Zinsen in €	19 053	16 918	14 675	12 317	9 838	7 232	4 513	1 615	86 162
Tilgung in €	41 715	43 849	46 093	48 451	50 930	53 535	56 254	59 173	400 000
Summe Zins + Tilgung in €	60 768	60 768	60 768	60 768	60 768	60 768	60 768	60 789	486 162





**Tabelle 3: Liquiditätsberechnung inkl. Unternehmerlohn**

	2002	2003	2004	2005
Unternehmerlohn 4 000 € pro Monat = 48 000 € pro Jahr				
Ergebnis vor Steuern in €	66 000	58 100	57 100	57 720
Unternehmerlohn in €	48 000	48 000	48 000	48 000
Ergebnis nach Unternehmerlohn in €	18 000	10 100	9 100	9 720
<b>Ermittlung des Liquiditätsüberschusses</b>				
Ergebnis nach Unternehmerlohn in €	18 000	10 100	9 100	9 720
Abschreibung in €	24 000	23 400	22 800	22 560
Liquiditätsüberschuss in €	42 000	33 500	31 900	32 280



**Tabelle 4: Berechnung des Ertragswerts**

	2003	2004	2005
Ergebnis	58 100	57 100	57 720
Unternehmerlohn in €	48 000	48 000	48 000
Bereinigtes Ergebnis in €	10 100	9 100	9 720
Nachhaltiger Nettoertrag	9 640 €		
Kapitalisierungszinssatz	6,0 %		
Ertragswert = Nachhaltiger Nettoertrag / Kapitalisierungszinssatz	9 640 € / 6,0 % = 160 667 €		

Häufig argumentiert der Verkäufer, dass vorhandene Potenziale, wie Spezialisierung auf bestimmte Käufergruppen oder Besorgungsgeschäft für Unternehmen, nur erschlossen werden müssten, um Umsatz und Gewinn steigern zu können. Die Antwort auf die Frage, warum diese Potenziale denn nicht bereits erschlossen worden sind, fällt oft sehr einsilbig aus. Da werden Zeitmangel, Arbeitsüberlastung, mangelndes Kapital etc. ins Feld geführt. Aber sollen das für einen Käufer auf einmal keine Hindernisse mehr sein?

Betrachtet man die Sache objektiv, kann kein Verkäufer verlangen, dass ein Käufer Geld für nicht erschlossene Möglichkeiten be-

zahlt – es sei denn, die Potenziale sind konkret und greifbar, wie etwa in Form eines unterschrittsreifen Liefervertrags mit einem Großkunden. Im umgekehrten Fall wird auch kaum ein Verkäufer bereit sein, einen Teil des Preises zurückzuzahlen, wenn nach einigen Jahren ein großer Filialist zwei Straßen weiter eine Filiale eröffnet, die dem Käufer unter Umständen das Wasser abgräbt.

Mit in die Waagschale werfen lassen sich aber »stille« oder versteckte Werte, die aus den Jahresabschlusszahlen aufgrund vorhandener steuer- oder auch handelsrechtlicher Bewertungsvorschriften nicht ohne weiteres

erkennbar werden. Im Beispiel stellt sich die Situation wie folgt dar: Bei der Bewertung der Aktiva und Passiva ergibt sich ein Unterschied zwischen Bilanz- und Zeitwerten von 90 000 Euro (Tabelle 6). In vielen Fällen sind vor allem im Lagerbestand hohe Reserven vorhanden, je nachdem welche Struktur beziehungsweise Verkäuflichkeit das Lager ausweist und wie das Lager bewertet wird.

Aber auch nachhaltige, planbare Umsätze, wie sie durch Zeitschriftenabos oder Fortsetzungen erzielt werden, können in diese Betrachtung einfließen, zumal damit ein sicherer und vom Tagesgeschäft unabhängiger Deckungsbeitrag geschaffen wird.

### Lösungsansätze

Die Differenz zwischen den Vorstellungen des Verkäufers und dem Angebot des Käufers erscheint unüberwindlich, so dass an diesem Punkt viele Verhandlungen scheitern. Was passiert nun? Unser Buchhändler führt seine Buchhandlung weiter, in der Hoffnung, dass irgendwann ein neuer Interessent kommt, der den geforderten Betrag bezahlen wird. Aber der Buchhändler muss auch erkennen, dass er in absehbarer Zeit mit der Buchhandlung die notwendigen 400 000 Euro kaum selbst erwirtschaften kann. Zwei Möglichkeiten bleiben:

- Er versucht, den Käufer in den Verhandlungen davon zu überzeugen, dass die ermittelten stillen Reserven (90 000 Euro) den Wert steigern. Damit ►



**Tabelle 5: Zins und Tilgung nach dem Ertragswertverfahren**

Kreditbetrag: 160 667 €, Laufzeit (bei monatlicher Zahlungsweise): 8 Jahre, Zinssatz: 5 %									
Jährliche Zins- und Tilgungszahlungen	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	Summe
Zinsen in €	7 653	6 796	5 894	4 947	3 952	2 905	1 813	649	34 608
Tilgung in €	16 756	17 613	18 514	19 461	20 457	21 503	22 596	23 768	160 667
Summe Zins + Tilgung in €	24 408	24 408	24 408	24 408	24 408	24 408	24 408	24 417	195 275



Zeitwert-Bewertung der Aktiva und Passiva in €			
	Bilanzwert	Zeitwert	Differenz
<b>Anlagevermögen</b>			
1. Kfz	10 000	15 000	5 000
2. Betriebs- und Geschäftsausstattung	50 000	80 000	30 000
3. Geringwertige Wirtschaftsgüter	-	10 000	10 000
4. Finanzanlagen	10 000	10 000	-
<b>Summe</b>	<b>70 000</b>	<b>115 000</b>	<b>45 000</b>
<b>Umlaufvermögen</b>			
1. Lagerbestand	150 000	200 000	50 000
2. Forderungen	50 000	45 000	-5 000
3. Flüssige Mittel	5 000	5 000	-
4. Bankguthaben	10 000	10 000	-
5. Sonstige Vermögensgegenstände	1 000	1 000	-
<b>Summe</b>	<b>216 000</b>	<b>261 000</b>	<b>45 000</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>286 000</b>	<b>376 000</b>	<b>90 000</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>			
1. Langfristige Verbindlichkeiten	50 000	50 000	-
2. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	70 000	70 000	-
3. Rückstellungen	20 000	20 000	-
<b>Summe Passiva</b>	<b>140 000</b>	<b>140 000</b>	<b>-</b>
<b>Eigenkapital / Netto-Reproduktionswert</b>	<b>146 000</b>	<b>236 000</b>	<b>90 000</b>

- könnte es ihm gelingen, einen Kaufpreis von 250 000 bis 300 000 Euro zu erzielen.
- Er bricht die Verhandlungen ab und restrukturiert die Buch-

handlung. Er schöpft die unternehmerischen Potenziale aus und verbessert innerhalb der nächsten drei bis vier Jahre das Ergebnis, so dass er seine Preisvorstellungen tatsächlich realisieren kann.

Das Beispiel zeigt ein häufig vorkommendes Dilemma: Aufgrund sinkender Ergebnisse sind viele Buchhandlungen unrentabel geworden. Die vermeintlichen Gewinne decken häufig nicht einmal mehr das Unternehmergehalt. Viele Buchhändler haben zudem ihr schwer verdientes Geld wieder in das Geschäft investiert in der Erwartung, dass der Erlöste Wert bei einem Verkauf ausreichen würde, den Lebensabend zu finanzieren. Und hier liegt oft das Problem: Zwischen den berechtigten Wünschen des Verkäufers und dem realen Marktwert der Buchhand-

lung klappt eine große Lücke. Deshalb ein Appell an alle, die über einen Verkauf ihrer Buchhandlung nachdenken: Gerade im Hinblick auf eine altersbedingte Unternehmensnachfolge ist es ratsam, drei bis vier Jahre vor einem geplanten Verkauf eine schonungslose Bestandsaufnahme der Buchhandlung samt Bewertung vorzunehmen beziehungsweise vornehmen zu lassen. Durch eine sachkundige Bewertung weiß man frühzeitig, wo man steht und kann die Weichen unter Umständen neu stellen.

Stehen drei bis vier Jahre zur Verfügung, lässt sich der Unternehmenswert meist nachhaltig verbessern und damit nicht nur das Lebenswerk retten, sondern auch noch ein akzeptabler Preis erzielen. **b**

Der Autor  
ist geschäftsführender  
Gesellschafter der  
Eulenhof Consulting GmbH



www.eulenhof-web.de

Glossar	
<p><b>Kalkulatorischer Unternehmerlohn</b> In Einzelunternehmen und Personengesellschaften darf der Unternehmer sich selbst kein Gehalt zahlen, sondern muss es durch den erwirtschafteten Gewinn abdecken. Der Unternehmer steht also nicht auf der Gehaltsliste. Alles, was er für seine Lebensführung in Form von Privatentnahmen aus dem Unternehmen abzieht, ist praktisch eine vorweggenommene Gewinnentnahme. Deshalb muss das erwirtschaftete Ergebnis, insbesondere für die Bewertung des Unternehmens, rechnerisch um einen angemessenen kalkulatorischen Unternehmerlohn gekürzt werden. Dieser sollte dem Gehalt entsprechen, das der Unternehmer für seine Arbeitsleistung in einem anderen Unternehmen erhalten würde. Leider erreichen viele Buchhandlungen diese Größenordnung nicht mehr.</p> <p><b>Reproduktionswert - Zeitwert - Wiederbeschaffungswert</b> Als Reproduktionswert(e) bezeichnet man den Zeitwert beziehungsweise die Zeit- oder Wiederbeschaffungswerte für das betriebsnotwen-</p>	<p>dige Vermögen. So ist zum Beispiel häufig die Geschäftsausstattung weitgehend abgeschrieben. Ungeachtet dessen ist der Zeit- oder Wiederbeschaffungswert unter Umständen wesentlich höher. Insbesondere bei der Lagerbewertung ergeben sich zwischen Bilanz- und Wiederbeschaffungswert je nach Bewertungsbeziehungsweise Abwertungsverfahren große Wertunterschiede, die sich unter Umständen positiv auf den Kaufpreis auswirken können.</p> <p>Auf diese Weise lässt sich bei der Bewertung der gesamten Aktiva und Passiva nach dem Zeit- oder Wiederbeschaffungswert der Gesamt-Reproduktionswert einer Buchhandlung ermitteln. Allerdings bleibt dabei der (immaterielle) Goodwill unberücksichtigt.</p> <p><b>Goodwill</b> Der Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert) ist ein immaterieller Wert, der im Laufe der Zeit durch Know-how, Management, Stellung im Markt, Spezialisierung auf Kunden oder Inhalte etc. zustande kommt. Der Goodwill kann selbst geschaffen (originär) oder erworben werden</p>
	<p>(derivativ). Der originäre Firmenwert darf nicht bilanziert werden. Hier ist das Handelsgesetzbuch (Paragraf 248 Absatz 2) eindeutig. Insofern findet dieser Wert auch keine Berücksichtigung bei einer Substanzwertermittlung (Reproduktionswert).</p> <p>Der derivative Firmenwert entsteht meist durch den Erwerb (Kauf) eines Unternehmens als Unterschiedsbetrag zwischen dem Wert der erworbenen einzelnen Unternehmensgegenstände abzüglich der erworbenen Schulden. Dieser Wert (Unterschiedsbetrag) wird bilanziert und planmäßig abgeschrieben.</p> <p>Bei der klassischen Substanzwert-Berechnung wird der Goodwill nicht berücksichtigt, weil er keine berechenbare beziehungsweise bewertbare Substanz darstellt (BÖRSEBLATT 9/2006). Beim Ertragswertverfahren und allen anderen ertragsorientierten Verfahren wird der Goodwill insofern berücksichtigt, als er im Überschuss oder Gewinn zum Ausdruck kommt und diese Größe ja Grundlage dieser Form der Wertermittlung ist.</p>