

# CFO aktuell

Zeitschrift für Finance & Controlling

**Topstory**

## **Shared Services**

Controllingrelevante Entwicklungen  
Glossary: Shared Service Center

## **Corporate Finance**

Erleichterter Zugang zum Kapitalmarkt für KMU  
Ethische Unternehmensfinanzierung  
Tipps und Tricks zum Financial Modeling

## **Accounting**

Impairment-Tests in volatilen Zeiten

## **Management**

Unternehmensbewertung mit dem Roll-back-Verfahren  
Erfolgsbasierte Vergütungssysteme in NPOs

## **Inside Research**

Aktuelles zur Rolle des CFO in Österreich

## **Trends & Tools**

Risikokennzahlen und ihre Bedeutung

## **Interview**

Martin Walter über Compliance bei Telekom Austria

**Linde**

 Controller Institut

# Unternehmensbewertung anhand des Roll-back-Verfahrens

## Deutliche Komplexitätsreduktion durch einfache Rechentechnik

Alexander Enzinger / Peter Kofler

Die Anwendung des Equity-Ansatzes (Nettoverfahren) zur Unternehmensbewertung stellt den Bewerter vor gewisse mathematische Herausforderungen: Zum einen ist das Zirkularitätsproblem zu lösen, zum anderen sind die Cashflows mit periodenspezifischen Diskontierungssätzen abzuzinsen. Das einfach handzuhabende Roll-back-Verfahren kann dabei zu einer deutlichen Komplexitätsreduktion führen. Durch Anwendung der Roll-back-Formeln kann auch anhand des Equity-Ansatzes bei autonomer Finanzierungspolitik mit einfachen Rechenschritten ein zutreffendes Bewertungsergebnis erzielt werden.

### 1. Einleitung und Problemstellung

Bei Ermittlung des Unternehmenswertes anhand eines Discounted-Cashflow-Verfahrens (DCF-Verfahrens) stellt sich für den Bewerter die Frage, welche der unterschiedlichen Spielarten an DCF-Verfahren im konkreten Bewertungsfall zur Anwendung kommen soll. Die Wertermittlung kann z. B. anhand des Adjusted-Present-Value-Verfahrens (APV-Verfahrens),<sup>1</sup> des Weighted-Average-Cost-of-Capital-Verfahrens (WACC-Verfahrens) oder des Equity-Ansatzes erfolgen.<sup>2</sup> Auch wenn sich die „Rechentechnik“ dieser Verfahren unterscheidet, müssen sie bei identen Annahmen und richtiger Anwendung zu gleichen Bewertungsergebnissen führen.

#### 1.1. Periodenspezifische Diskontierungssätze

In der Bewertungspraxis kommt häufig der **Equity-Ansatz (Nettoverfahren)** zur Anwendung. Bei diesem Verfahren werden zur Ermittlung des Unternehmenswertes die Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (*flows to equity*) mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen diskontiert.<sup>3</sup> Erfolgt die Ableitung der bewertungsrelevanten Cashflows aus einer integrierten Unternehmensplanung – bestehend aus Erfolgs-, Finanzplänen und daraus abgeleiteten Planbilanzen –, beinhaltet diese auch eine Planung der zukünftigen Fremdkapitalbestände in absoluter Höhe. In der Bewertungstheorie spricht man in diesem Fall vom Vorliegen einer „**autonomen Finanzierungspolitik**“. Dies führt in der Regel dazu, dass sich die Kapitalstruktur (Verschuldungsgrad) von Periode zu Periode ändert und die Eigenkapitalkosten periodenspezifisch anzupassen sind (**periodenspezifische Diskontierungssätze**). Die Anwendung einer im Zeitablauf konstanten Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen würde in diesem Fall zu einem unzutreffenden Bewertungsergebnis führen.

#### 1.2. Zirkularitätsproblem

Bei Anwendung des Equity-Ansatzes ist darüber hinaus das sog. „**Zirkularitätsproblem**“ zu lösen. Darunter versteht man im Allgemeinen das Problem, dass die für die Ermittlung des Unter-

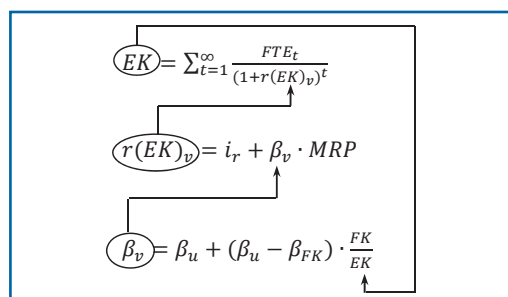
nehmenswertes relevanten Parameter, wie z. B. der Verschuldungsgrad, vom gesuchten Bewertungsergebnis abhängen. Das Zirkularitätsproblem beim Equity-Approach lässt sich formal wie in Abb. 1 darstellen.

Zur Ermittlung des Verschuldungsgrads auf Marktwertbasis (FK/EK), der für die Berechnung der Kapitalkosten erforderlich ist, muss das Bewertungsergebnis, der Marktwert des Eigenkapitals (EK), bereits bekannt sein. Das heißt, das gesuchte Ergebnis der Bewertung muss bereits feststehen, um die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen  $[r(EK)_v]$  ermitteln zu können. Ohne die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber kann jedoch wiederum der Unternehmenswert nicht ermittelt werden.

Das Zirkularitätsproblem lässt sich bei allen DCF-Verfahren durch rekursive Berechnung auflösen. Von einer **rekursiven Berechnung** spricht man, wenn der Unternehmenswert ausgehend vom Unternehmenswert in der ewigen Rente Periode für Periode bis zum Bewertungsstichtag zurückgerechnet wird. Die rekursive Unternehmenswertermittlung kann durch folgende Verfahren erfolgen:

- **Roll-back-Verfahren:** Beim Roll-back-Verfahren wird der Unternehmenswert, ausgehend vom Wert der ewigen Rente, mit formalen Umformungen der Bewertungsgleichungen periodenweise rückwärts bis zum Bewertungszeitpunkt bestimmt. Das Zirkularitätsproblem wird dabei durch formale Äquivalenzumformungen der Bewertungsgleichungen aufgelöst.<sup>4</sup>
- **Iterationsverfahren:** Das sich bei der Unternehmenswertermittlung ergebende Zirkularitätsproblem wird durch mathematische Iteration, d. h. letztendlich durch ein „Probierverfahren“, gelöst.<sup>5</sup>

Während das Iterationsverfahren in der Praxis nur mittels eines Tabellenkalkulationsprogramms angewendet werden kann, führt das Roll-back-Verfahren – wie in den folgenden Ausführungen gezeigt wird – mit einfachen Rechenschritten, die auch mit einem bloßen Taschenrechner bewältigt werden können, zu zutreffenden Bewertungsergebnissen. Die Anwendung des Roll-back-Verfahrens sowie des Iterationsverfahrens wird in der Folge anhand eines Beispiels gezeigt.



**MMag. Alexander Enzinger, CVA** ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater sowie Partner der BDO Graz GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und Steuerberatungsgesellschaft.



**Mag. Peter Kofler** ist Manager im Valuation Center der BDO Graz GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und Steuerberatungsgesellschaft.

**Abb. 1:** Zirkularität im Equity-Approach

### 2. Beispielangaben

Ausgangspunkt der Bewertung ist eine integrierte Unternehmensplanung, der für die Detailplanungsphase die *flows to equity* (FTE) entnommen werden können. Es wird eine autonome Finanzierungspolitik unterstellt, d. h., die zukünftigen Fremdkapitalbestände (FK) sind determiniert. Die Parameter sind in Tab. 1 gegeben.

	IST t <sub>0</sub>	PLAN t <sub>1</sub>	PLAN t <sub>2</sub>	PLAN t <sub>3</sub>	PLAN t <sub>4</sub>
Flows to Equity		500	800	1.500	900
FK	6.000	3.000	1.500	4.000	8.000

Tab. 1: Beispielangaben

In der ewigen Rente kommt es zu einem Wachstum der bewertungsrelevanten Cashflows mit einer Wachstumsrate (g) von 2 % p. a. Der risikolose Zinssatz (i<sub>r</sub>) sei mit 4 %, die Fremdkapitalkosten (r<sub>FK</sub>) mit 6 % und der Unternehmenssteuersatz (s<sub>u</sub>) mit 25 % angenommen. Die Ermittlung der Renditeforderung für die Eigenkapitalgeber erfolgt anhand des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM). Dabei werden eine Marktrisikoprämie (MRP) von 5,0 % und ein unverschuldetes Beta (β<sub>u</sub>) von 0,8 unterstellt. Die Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur soll anhand der folgenden Formel erfolgen, die den Prämissen<sup>6</sup> von Harris/Pringle entspricht:

$$\beta_v = \beta_u + (\beta_u - \beta_{FK}) \cdot \frac{FK_{t-1}}{EK_{t-1}}$$

### 3. Lösung durch Iterationsverfahren

Beim Iterationsverfahren handelt es sich letztendlich um ein „**Probiervfahren**“: Zunächst wird ein vorläufiger Marktwert des Eigenkapitals schätzungsweise angenommen. Auf dieser Grundlage werden vorläufige Kapitalkosten und ein neuer vorläufiger Marktwert des Eigenkapitals ermittelt. Mit diesem neuen vorläufigen Marktwert des Eigenkapitals werden dann wieder die Kapitalkosten und der Marktwert des Eigenkapitals neu errechnet. Diese Vorgehensweise wird so lange fortgesetzt, bis der Marktwert des Eigenkapitals mit gewünschter Genauigkeit bestimmt ist. Da in der Praxis üblicherweise Tabellenkalkulationsprogramme zur Unternehmenswertermittlung verwendet werden,

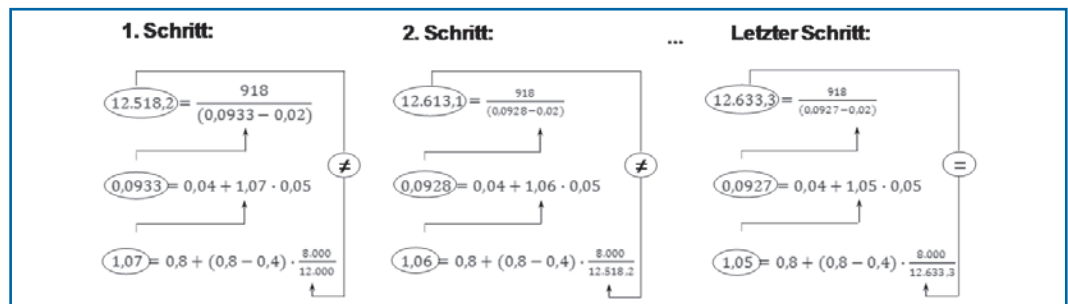
stellte Formel nach Harris/Pringle zurückgegriffen wird. Das dafür benötigte Fremdkapital-Beta (β<sub>FK</sub>) lässt sich folgendermaßen ermitteln:

$$\beta_{FK} = \frac{\text{Credit Spread}}{MRP} = \frac{r_{FK} - i_r}{MRP} = \frac{6,0\% - 4,0\%}{5,0\%} = 0,4$$

Im Folgenden wird die Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals mittels mathematischer Iteration anhand der Beispiel-Angaben für die ewige Rente veranschaulicht (siehe dazu Abb. 2).

In einem ersten Schritt wird z. B. ein vorläufiger Marktwert des Eigenkapitals zu t<sub>4+</sub> i. H. v. 12.000 angenommen, was einem Verschuldungsgrad, bei gegebenen FK-Bestand zu t<sub>4</sub> i. H. v. 8.000, von rund 0,67 entspricht. Daraus lassen sich ein verschuldeter Betafaktor i. H. v. rund 1,07 sowie eine Renditeforderung der Eigenkapitalgeber des verschuldeten Unternehmens i. H. v. 9,33 % anhand des CAPM ableiten. Durch Diskontierung des *flow to equity* des ersten Jahres der ewigen Rente i. H. v. 918 mittels der gewonnenen Renditeforderung der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung der Wachstumsrate i. H. v. 2 % ergibt sich ein vorläufiger Marktwert des Eigenkapitals für die ewige Rente i. H. v. 12.518,2. Wie ersichtlich, weicht dieser Wert vom vorläufig angenommenen Marktwert des Eigenkapitals i. H. v. 12.000 ab. In einem zweiten Schritt wird der in Schritt 1 gewonnene Marktwert des Eigenkapitals i. H. v. 12.518,2 herangezogen, um den Verschuldungsgrad zu determinieren. Es errechnen sich ein Verschuldungsgrad i. H. v. 0,64, ein verschuldeter Betafaktor i. H. v. 1,06 sowie eine Renditeforderung der Eigenkapitalgeber des verschuldeten Unternehmens i. H. v. 9,28 %. Durch Diskontierung des *flow to equity* errechnet sich ein vorläufiger Marktwert des Eigenkapitals i. H. v. 12.613,1. Es ist zu erkennen, dass die Differenz zwischen dem eingesetzten vorläufigen Marktwert des Eigenkapitals und dem errechneten vorläufigen Marktwert im Vergleich zu Schritt 1 gesunken ist. Der Vorgang wird so lange wiederholt, bis die Inputgröße der Outputgröße entspricht. Es lässt sich so ein Marktwert des Eigenkapitals für die ewige Rente i. H. v. 12.633,3 ermitteln.

Abb. 2: Beispiel Iterationsverfahren



erfolgt diese iterative Vorgehensweise meist automatisch.

Da der Verschuldungsgrad im Zeitablauf schwankt, sind periodenspezifische Kapitalkosten heranzuziehen. Die periodenspezifische Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen [r(EK)<sub>v</sub>] ergibt sich durch Anwendung des CAPM, wobei zur Anpassung des Beta-Faktors auf die in den Beispielangaben darge-

Entsprechend der beschriebenen iterativen Vorgehensweise lassen sich unter Anwendung eines Tabellenkalkulationsprogramms periodenspezifische Diskontierungssätze bzw. Marktwerte des Eigenkapitals ableiten (siehe Tab. 2).

Durch Anwendung des Iterationsverfahrens lässt sich anhand des Equity-Ansatzes ein Marktwert des Eigenkapitals zu t<sub>0</sub> in Höhe von 12.041,8 ermitteln.

	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	CV
	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>	t <sub>5</sub>
FK-Quote auf Marktwertbasis	33%	19%	10%	24%	39%
EK-Quote auf Marktwertbasis	67%	81%	90%	76%	61%
β <sub>u</sub>	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
β <sub>FK</sub>	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
i <sub>r</sub>	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
MRP	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
β <sub>v</sub>	1,00	0,90	0,85	0,93	1,05
r(EK) <sub>v</sub>	9,00%	8,48%	8,23%	8,64%	9,27%

	IST	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>
MW EK	12.041,8	12.625,2	12.895,2	12.456,8	12.633,3
+ MW FK	6.000,0	3.000,0	1.500,0	4.000,0	8.000,0
= MW GK	18.041,8	15.625,2	14.395,2	16.456,8	20.633,3

Tab. 2: Bewertungsergebnisse FTE-Verfahren – Iteration

4. Lösung durch Roll-back-Verfahren

Während die Anwendung des Iterationsverfahrens ohne Tabellenkalkulationsprogramm in der Regel nicht bewältigbar ist, führt das Roll-back-Verfahren mit wenigen Rechenschritten, für die ein einfacher Taschenrechner ausreicht, und ohne das Erfordernis einer mathematischen Iteration zu einem zutreffenden Ergebnis. Unter der zugrunde gelegten Annahme, dass die tax shields das gleiche Risiko wie das unverschuldete Unternehmen aufweisen (Prämissen gemäß Harris/Pringle bzw. Formel III<sup>7</sup>), kommen die in Abb. 3 dargestellten Formeln zur Anwendung.

punkt t<sub>4+</sub><sup>8</sup> ein Marktwert des Eigenkapitals (EK<sub>4+</sub>) von 12.633,3:

$$EK_{4+} = \frac{918 - (0,08 - 0,06) \cdot 8.000}{(0,08 - 0,02)} = 12.633,3$$

Im Sinne einer rekursiven Vorgehensweise wird in einem weiteren Schritt der Marktwert des Eigenkapitals zum Zeitpunkt t<sub>3+</sub> ermittelt, indem die Roll-back-Formel für den Detailplanungszeitraum angewendet wird (siehe Abb. 3):

$$EK_{(t-1)+} = \frac{FTE_t + EK_{t+} - (r(EK)_u - r_{FK}) \cdot FK_{t-1}}{(1 + r(EK)_u)}$$

Prämissen	Anpassungsformel	Detailplanungszeitraum	Roll-back-Verfahren	Rente
Risiko der Tax Shields entspricht Risiko des unverschuldeten Unternehmens (Harris/Pringle)				
Formel III				
β <sub>FK</sub> = β <sub>u</sub>	β <sub>v</sub> = β <sub>u</sub> + (β <sub>u</sub> - β <sub>FK</sub> ) · $\frac{FK_{t-1}}{EK_{t-1}}$	$EK_{(t-1)+} = \frac{FTE_t + EK_{t+} - (r(EK)_u - r_{FK}) \cdot FK_{t-1}}{(1 + r(EK)_u)}$	$EK_{T+} = \frac{FTE_{T+1} - (r(EK)_u - r_{FK}) \cdot FK_T}{(r(EK)_u - g)}$	
r <sub>FK</sub> > i <sub>r</sub>				
g > 0				

Abb. 3: Formelübersicht

Um den Marktwert des Eigenkapitals anhand des Equity-Ansatzes zirkularitätsfrei zu ermitteln, wird in einem ersten Schritt der Shareholder Value am Ende des Detailplanungszeitraums (t<sub>4</sub>=T), d. h. der Marktwert des Eigenkapitals der ewigen Rente, bestimmt.

$$EK_{T+} = \frac{FTE_{T+1} - (r(EK)_u - r_{FK}) \cdot FK_T}{(r(EK)_u - g)}$$

Die erforderlichen Parameter sind gegeben bzw. lassen sich leicht errechnen:

- Der flow to equity in der ersten Periode der ewigen Rente (FTE<sub>T+1</sub> = FTE<sub>5</sub>) errechnet sich, indem der gegebene FTE der Periode t<sub>4</sub> in Höhe von 900 mit der Wachstumsrate (g) von 2 % um eine Periode aufgewertet wird (900 x 1,02 = 918).
- Der Fremdkapitalbestand zum Planungshorizont (FK<sub>T</sub> = FK<sub>4</sub>) ist mit 8.000, die Fremdkapitalkosten (r<sub>FK</sub>) sind mit 6 % gegeben.
- Die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen [r(EK)<sub>u</sub>] lässt sich mittels CAPM wie folgt berechnen:

$$r(EK)_u = i_r + \beta_u \cdot MRP = 0,04 + 0,8 \cdot 0,05 = 0,08$$

Unter Anwendung dieser Parameter errechnet sich – wie aus folgender Formel ersichtlich – zum Zeit-

bzw.

$$EK_{t3+} = \frac{900 + 12.633,3 - (0,08 - 0,06) \cdot 4.000}{(1 + 0,08)} = 12.456,8$$

Wird die gezeigte Rechentechnik rekursiv bis t<sub>0</sub> zur Anwendung gebracht, errechnet sich ein Marktwert des Eigenkapitals zu t<sub>0</sub> in Höhe von 12.041,8 (siehe Tab. 3).

Die Anwendung der Roll-back-Formeln führt somit zum selben Bewertungsergebnis wie das Iterationsverfahren, ist aber deutlich einfacher und mit wenigen Rechenschritten bewältigbar.

5. Resümee

Dieser Beitrag zeigt, wie unter Anwendung von Roll-back-Formeln das Bewertungsergebnis bei autonomer Finanzierungspolitik anhand der Equity-Methode zirkularitätsfrei ermittelt werden kann. Der Unternehmenswert wird dabei, ausgehend vom Wert der ewigen Rente, Periode für Periode rückwärts bis zum Bewertungsstichtag ermittelt (rekursive Unternehmenswertermittlung). Durch die einfache Handhabung des Roll-back-Verfahrens kommt es im Vergleich zum Iterationsverfahren zu einer deutlichen Komplexitätsreduktion. Da das Zirkularitätsproblem durch formale Äquivalenzumformungen der Bewertungsgleichungen gelöst wird, ist keine mathematische Iteration er-

**Tab. 3:** Bewertungsergebnisse FTE-Verfahren – Roll-back-Verfahren

	IST $t_0$	PLAN $t_1$	PLAN $t_2$	PLAN $t_3$	PLAN $t_4$	CV $t_5$
FTE		500,0	800,0	1.500,0	900,0	918,0
$r(EK)_t$		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
$r_{FK}$		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
MW FK	6.000,0	3.000,0	1.500,0	4.000,0	8.000,0	
<b>MW EK zu <math>t_+</math></b>	<b>12.041,8</b>	<b>12.625,2</b>	<b>12.895,2</b>	<b>12.456,8</b>	<b>12.633,3</b>	

forderlich. Die erforderlichen Rechenschritte beim Roll-back-Verfahren sind daher auch mit einem einfachen Taschenrechner bewältigbar.

### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Vgl. dazu ausführlich *Enzinger/Kofler*, Das Adjusted-Present-Value-Verfahren in der Praxis, in: *Königsmaier/Rabel* (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Festschrift für Gerwald Mandl, Wien 2010, 185.
- <sup>2</sup> Für eine Darstellung der DCF-Verfahren im Überblick siehe *Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz*, in: *Peemöller* (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Herne 2012, 351 ff.
- <sup>3</sup> Vgl. Fachgutachten KFS BW1, Tz. 107 f.

- <sup>4</sup> Eine ausführliche Beschreibung des Roll-back-Verfahrens findet sich bei *Enzinger/Kofler*, Das Roll Back-Verfahren zur Unternehmensbewertung, BewertungsPraktiker 4/2011, 2.
- <sup>5</sup> Vgl. zur Vorgehensweise *Mandl/Rabel*, Unternehmensbewertung, Wien 1997, 322 ff.
- <sup>6</sup> Dabei wird unterstellt, dass das Risiko der *tax shields* dem Risiko des unverschuldeten Unternehmens entspricht. Vgl. dazu ausführlich *Enzinger/Kofler*, DCF-Verfahren: Anpassung der Beta-Faktoren zur Erzielung konsistenter Bewertungsergebnisse, RWZ 2011, 52.
- <sup>7</sup> Vgl. *Enzinger/Kofler*, RWZ 2011, 52 ff.
- <sup>8</sup> Die Zeitangabe  $t_+$  bedeutet, dass der für diesen Zeitpunkt berechnete Barwert der zukünftigen Cashflows den Cashflow zu  $t_4$  noch nicht berücksichtigt, sondern ausschließlich die *nach*  $t_4$  anfallenden Cashflows.

## Veranstaltungskalender

### 4. Fachtagung IFRS

#### Aktuelle Neuerung in den IFRS

23. 10. 2012, Wien.

[www.wifi.at](http://www.wifi.at)

### Fachtagung Jahresabschluss 2012

#### Die optimale Vorbereitung für Ihren Jahresabschluss

20. 11. 2012, Wien.

[www.wifi.at](http://www.wifi.at)

### Controlling Benchmarking Circle

#### Kennzahlen für die Leistungsmessung von Controllingprozessen

14. 11. 2012, Wien.

[www.controller-institut.at](http://www.controller-institut.at)

### Die neue E-Rechnung

#### Rahmenbedingungen, Herausforderungen und Umsetzung

20. 11. 2012, Wien.

[www.lindeverlag.at](http://www.lindeverlag.at)

### Wertpapierforum 2012

#### Treffpunkt für Wertpapierprofis

29.–30. 11. 2012, Wien.

[www.businesscircle.at](http://www.businesscircle.at)

### 14. Planungsfachkonferenz

#### Mit leistungsstarken Planungsprozessen dynamisch steuern

6. 12. 2012, Köln.

[www.horvath-partners.com](http://www.horvath-partners.com)

### 33. Österreichischer Controllertag

#### Treffpunkt der Controlling-Community

7.–8.3.2013, Wien.

[www.controller-institut.at](http://www.controller-institut.at)

## Neuerscheinungen

### Internationale Rechnungslegung und internationales Controlling

Christoph Denk / Birgit Feldbauer-Durstmüller (Hrsg.)

576 Seiten; €68,-; Linde Verlag 2012

### Das Nordwand-Prinzip

#### Wie Sie das Ungewisse managen

Rainer Petek

256 Seiten; €19,90; 2., akt. Auflage; Linde Verlag 2012

### Immobilienkennzahlen

#### Fundierte Immobilienanalyse in der Praxis

Peter Wendlinger

360 Seiten; €88,-; Linde Verlag 2012

### Grundlagen der finanziellen Unternehmensführung (Band I–IV)

#### Band I: Externe Rechnungslegung

#### Band II: Kosten- und Leistungsrechnung

#### Band III: Cashflow, Investition und Finanzierung

#### Band IV: Controlling

Christoph Eisl / Heimo Losbichler (Hrsg.)

1.128 Seiten; €124,-; 2., akt. Auflage; Linde Verlag 2012

# BESTELLEN SIE JETZT IHR QUARTALSABO 20% günstiger!



**CFO aktuell-Quartalsabo 2012**  
(Heft 5–6)  
Print & Online  
**EUR 24,-**  
Jahresabo 2012 EUR 120,-

## Bestellschein

Fax +43 1 24 630-53

Ich / Wir bestelle(n) hiermit umgehend direkt durch die Linde Verlag Wien GmbH, Scheydgasse 24, 1210 Wien,  
Tel.: +43 1 24 630 • Fax: +43 1 24 630-23 • www.lindeverlag.at • E-Mail: [office@lindeverlag.at](mailto:office@lindeverlag.at)

Ex. **CFO aktuell-Quartalsabonnement** Print & Online **2012** (Heft 5–6)

**EUR 24,-**

Jahresabo 2012 **EUR 120,-**

Alle Preise exkl. MwSt. und Versandkosten. Abbestellungen sind nur zum Ende eines Jahrganges möglich und müssen bis spätestens 30. November des Jahres schriftlich erfolgen. Unterbleibt die Abbestellung, so läuft das jeweilige Abonnement automatisch auf ein Jahr und zu den jeweils gültigen Abopreisen weiter. Preisänderung und Irrtum vorbehalten.

Kundennummer (falls vorhanden):

Firma:

Vorname:

Nachname:

Straße:

PLZ:

Telefon:

Fax:

E-Mail:

Newsletter:  ja  nein

Datum:

Unterschrift:

Handelsgericht Wien, FB-Nr.: 102235X, ATU 14910701, DVR: 000 2356

[office@lindeverlag.at](mailto:office@lindeverlag.at) • [www.lindeverlag.at](http://www.lindeverlag.at) **Linde**