

Value Investing

Eine praktische Anwendung am Beispiel der IT-Branche aus Sicht einer Privatinvestorin

Teil 1: Aufgabenstellung

Christian Möbius und Carolin Gerlich



Prof. Dr. *Christian Möbius* ist Professor an der Dualen Hochschule Baden-Württemberg Karlsruhe mit dem Schwerpunkt Finance, Lehrbeauftragter an der FOM Hochschule für Oekonomie & Management in Stuttgart, Berater der Quant. Capital Management GmbH in Düsseldorf. Bevorzugte Forschungsbereiche: Trendfolgestrategien, Managed Futures, Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherer.



Carolin Gerlich ist Masterstudentin an der FOM Hochschule für Oekonomie & Management in Stuttgart im Studiengang Management (Accounting & Finance).

Das Value Investing ist ein aktiver Investmentstil, bei dem in Wertpapiere investiert wird, deren aktueller Kurs unter ihrem inneren Wert liegen. *Graham/Dodd* haben die Grundsätze des Value Investing formuliert und aufgezeigt, nach welchen Kriterien eine Selektion von Wertpapieren stattfinden soll.

Die Erfolge von *Warren Buffet* führen dazu, dass das Value Investing immer wieder in den Wirtschaftsmédien präsent ist und die Funktionsweise diskutiert wird.

Die Grundsätze des Value Investing für die Aktienselektion und -bewertung werden anhand der Fallstudie praktisch erläutert. Die Beantwortung der Fallstudie erfolgt wie üblich in der nächsten Ausgabe dieser Zeitschrift in WiSt-Heft Nr. 4/2015, S. 226 ff.

Stichwörter: Value Investing, Investmentstil, Asset Management, innerer Wert, Fallstudie

1. Value Investing – eine theoretische Betrachtung

*"Long ago, Ben Graham taught me that
'Price is what you pay; value is what you get.'
Whether we're talking about socks or stocks,
I like buying quality merchandise when it is marked down."*

- Warren Buffett, 2009

Warren Buffett ist der wohl bekannteste Investor, der den Prinzipien des **Value Investing** folgt und mit seinem Unternehmen *Berkshire Hathaway, Inc.* zum Multimilliardär wurde. Die Erfolge von *Warren Buffett* haben das Interesse vieler privater und institutioneller Anleger geweckt und zahlreiche Ratgeber über seinen Anlagestil existieren am Markt, die zum Ziel haben das Geheimnis des Value Investing zu lüften.

Doch was sind die theoretischen Grundsätze des Value Investing? Nach welchen **Kriterien** sollen konservative Anleger der Theorie nach ihre Wertpapiere selektieren und bewerten? Und wie kann ein Privatanleger in der Praxis vorgehen, um eine Value-Aktie zu identifizieren?

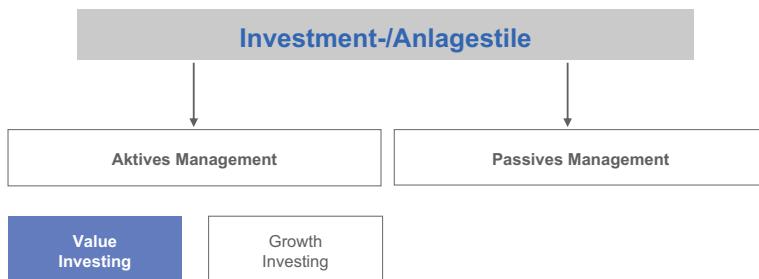
Zur Beantwortung der aufgeworfenen Fragen wird im Folgenden ein theoretischer Überblick über das Value Investing gegeben, bevor am Ende des Artikels die zu bearbeitenden Aufgaben der **Fallstudie** beschrieben werden.

1.1. Definition und Einordnung

Ein Portfolio erfolgreich zu verwalten, bedeutet, eine höchstmögliche Rendite unter Berücksichtigung der individuellen Risikopräferenzen und Verhältnisse des Anlegers zu erreichen (vgl. *Beike/Schlütz*, 2010, S. 56).

Die Art und Weise und die Prinzipien, nach denen ein Portfolio gemanagt wird, ist der **Investment-** oder **Anlagestil** (vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, 2013, S. 204).

Einer dieser Investmentstile ist das Value Investing, das im deutschen Sprachraum als „wertorientierter Anlagestil“ bekannt ist (vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, 2013, S. 216 f.). Wie in Abb. 1 dargestellt, wird das Value Investing wie auch das Growth Investing den **aktiven Anlagestilen** zugeordnet, das heißt es wird aktiv versucht, die allgemeine Marktentwicklung zu übertreffen und eine bessere Performance im Vergleich zur Benchmark zu erreichen (vgl. *Steiner/Bruns/Stöckl*, 2012, S. 308).



Quelle: In Anlehnung an Beike/Schlütz (2010), S. 131.

Abb. 1: Investmentstile

Die **Outperformance** gegenüber der Benchmark soll im Value Investing dadurch erzielt werden, dass der Markt auf unterbewertete Wertpapiere untersucht wird. Dies ist der Fall, wenn der **innere Wert** über dem Marktpreis einer Aktie liegt. Es wird angenommen, dass aufgrund einer Ineffizienz des Markts regelmäßig Abweichungen der Wertpapierkurse von ihrem eigentlichen Wert bestehen, die jedoch langfristig korrigiert werden (vgl. *Graham/Dodd*, 2013, S. 40). Die Differenz von Preis und innerem Wert eines Wertpapiers, von *Graham/Dodd* als **Sicherheitsmarge** bezeichnet, steht also im Vordergrund einer Investmententscheidung (vgl. *Greenwald/Kahn/Sonkin/van Biema*, 2004, S. 3 f.).

Der Preis des Wertpapiers ist leicht zu erfragen bzw. heutzutage online abrufbar. Die Schwierigkeit für den Anleger liegt vielmehr in der Bestimmung des inneren Werts (vgl. *Graham/Dodd*, 2013, S. 30). Eine ausführliche **Fundamentalanalyse** des emittierenden Unternehmens ist notwendig, um eine Aktienselektion vorzunehmen (vgl. *Graham/Dodd*, 2013, S. 54 ff.). Der Anlagehorizont der Value Investoren ist in der Regel langfristig (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 42 ff.).

Innerhalb dieser Fallstudie wird der Wertpapierbegriff auf Aktien beschränkt und vom Anleger wird angenommen, dass er konservativ ist. Ein konservativer Investor zeichnet sich dadurch aus, dass er eher risikoscheu ist, ihm Sicherheit wichtiger ist als eine hohe Rendite und er wenig Zeit mit der Anpassung und Strukturierung seines Portfolios verbringen möchte.

1.2. Methoden und Grundsätze des Value Investing für einen konservativen Anleger

1.2.1. Aktienauswahl

Der erste Schritt für einen Value Investor besteht darin aus der Vielzahl der international emittierten Aktien diejenigen auszusuchen, die Chancen für ein Investment nach den Kriterien des Value Investing bieten (vgl. *Greenwald/Kahn/Sonkin/van Biema*, 2004, S. 8). Es gibt verschiedene Strategien für den Investor diese Suche durchzuführen.

Führt der eine Investor seine Suche mithilfe kennzahlenbasierter Screening-Verfahren analytisch durch, vertraut ein anderer auf seine Kenntnisse und Erfahrungen bei der Aktienselektion. Außerdem können Investoren entweder **top-down** (Ableitung von Makrotrends/Märkten/Branchen) oder **bottom-up** (Fokussierung auf Einzeltitel) ihre Aktiensuche durchführen (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 93 ff.).

Ansatzpunkte für die Suche bilden u. a. Branchen, die aus dem Fokus der Investoren gelangt sind und deren Wachstum eher gering ist, Regionen und Branchen mit Problemen, Spin-Offs, Privatisierungen, Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung oder auch die Investitionen anderer (erfahrener) Value Investoren (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 93 ff.).

Graham gibt dem konservativen Anleger **sieben Kriterien** vor, nach denen bei der Aktienauswahl vorgegangen werden kann (vgl. *Graham*, 2006, S. 358 und S. 370 f.). Diese sind:

- (1) Ausreichende Größe des Unternehmens, da größere Unternehmen weniger anfällig für Schwierigkeiten als kleinere seien (Umsatz > 100 Mio. USD)
- (2) Ausreichende Finanzierungsrelationen: current ratio bzw. Liquidität 3. Grades größer als 2; langfristige Verbindlichkeiten größer als das Nettoumlauvermögen
- (3) Gewinnstabilität: keine Verluste innerhalb der letzten 10 Jahre
- (4) Dividendenzahlungen in den letzten 20 Jahren ununterbrochen
- (5) Gewinnwachstum der letzten 10 Jahre mindestens 33 %
- (6) Kurs-Gewinn-Verhältnis maximal 15
- (7) Buchwert: Kurs-Buchwert-Verhältnis maximal 1,5 oder Produkt aus Kurs-Buchwert-Verhältnis und Kurs-Gewinn-Verhältnis maximal 22,5

Sowohl die diversen Ansatzpunkte als auch die Kriterien von *Graham* zeigen, dass schon die **Vorselektion** geeigneter Wertpapiere aufwändig ist, da sehr unterschiedliche Aspekte betrachtet werden müssen.

1.2.2. Aktienbewertung

Ist eine Vorselektion getroffen, beginnt nach *Greenwald* et al. die eigentliche Fundamentalanalyse und Berechnung der Sicherheitsmarge (vgl. *Greenwald/Kahn/Sonkin, van Biema*, 2004, S. 3 f.). Die Analyse der Unternehmen und der Branche besteht darin **Unternehmenskennzahlen** und -informationen zu interpretieren und zu hinterfragen. Dies erfordert ein hohes Maß an Verständnis für die Branche, das Geschäftsmodell, die Produkte und die Strategie des Unternehmens. Ein Investor sollte deshalb nur innerhalb seines **Kompetenzbereichs** (vgl. *Buffett*, 1997) in-

vestieren, d. h. in solche Unternehmen, die er versteht und einschätzen kann (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 120). Die Analyse sollte über quantitative Kriterien hinaus auch qualitative Aspekte des Unternehmens, wie die Fähigkeiten des Managements, die genutzten Vertriebswege, mögliche Alleinstellungsmerkmale oder Anpassungsfähigkeit an veränderte Bedingungen, umfassen (vgl. *Graham/Dodd*, 2013, S. 55 ff.).

Das Ziel der Fundamentalanalyse ist es den intrinsischen Wert des Unternehmens und somit der Aktie zu bestimmen (vgl. *Graham/Dodd*, 2013, S. 43). Der innere Wert des Unternehmens orientiert sich an drei Größen: dem Betriebsvermögen, der Ertragskraft und dem möglichen Ertragswachstum des Unternehmens (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 133 ff.).

Um den Wert des Betriebsvermögens eines Unternehmens zu erhalten, wird der **Substanzwert** des Unternehmens ermittelt. Bei einem Unternehmen, das sich nicht in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befindet, sollte nach dem Going-Concern-Prinzip der Fortführungswert der Gesellschaft bestimmt werden. Dieser entspricht den Wiederbeschaffungskosten des betriebsnotwendigen Vermögens und kann nach Anpassungen der Bilanzpositionen errechnet werden. Der Substanzwert führt in der Regel zum konservativsten Wert und in Zeiten florierender Aktienmärkte gibt es nur wenige Unternehmen, deren aktueller Marktwert kleiner ist als ihr Substanzwert (vgl. *Greenwald/Kahn/Sonkin/van Biema*, 2004, S. 27 ff.).

Aus diesem Grund muss ein Value Investor die Komponente der nachhaltigen und konstanten Erträge in seine Betrachtung aufnehmen und den **Ertragswert** berechnen. Als weitere Komponente kann das **Wachstumspotential** der Erträge eines Unternehmens genutzt werden, um eine weitere Bestimmung des inneren Werts vorzunehmen (vgl. *Greenwald/Kahn/Sonkin/van Biema*, 2004, S. 35 ff.).

1.2.3. Kauf- und Verkaufsstrategie für Aktien

Grundsätzlich muss eine Entscheidung über die Portfoliostrukturierung getroffen werden: Laut *Graham* sollte ein Anleger sein Renditeziel danach festlegen, wie stark er die Möglichkeit hat, eine Überwachung des Portfolios durchzuführen. Je niedriger die Möglichkeit der Überwachung, desto niedriger die angestrebte Rendite. Außerdem stellt sich die Frage, wie hoch der **Aktienanteil** bei einem konservativen Anleger sein sollte. Grundsätzlich muss diese Entscheidung jeder Investor individuell treffen. *Graham* gibt jedoch die 50 %-Regel vor, da diese sehr leicht zu überwachen ist und den konservativen Anleger davon abhält, zu viel Risiko durch Erhöhung des Aktienanteils einzugehen. Die Einschränkung des Risikos geht naturgemäß mit einer Reduktion der Rendite einher (vgl. *Graham*, 2006, S. 107). Auch der **Diversifikationsgrad** des Portfolios sollte bestimmt werden. Die von *Graham* empfohlene Titelanzahl für den konservativen Investor liegt bei zehn bis dreißig Titeln (vgl. *Graham*, 2006, S. 133 ff.).

Um eine **Kaufentscheidung** treffen zu können, muss die individuelle „Sicherheitsmarge“ (*Graham*, 2006, S. 537 f.)

bestimmt werden, die mindestens gegeben sein muss, damit ein Investment getätigter wird (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 129).

Letztlich wird auch für die **Verkaufsentscheidung** festgelegt, bei welchem Wert, z. B. bei Erreichen des inneren Werts oder bei Übersteigen des inneren Werts um einen festgelegten Prozentsatz, Aktien veräußert werden sollen (vgl. *Otte/Castner*, 2011, S. 130).

2. Aufgabenstellung: Die passende Value-Aktie für eine konservative Anlegerin finden

Die Fallstudie ist von den Autoren frei erfunden. Die Beantwortung soll anhand öffentlich zugänglicher Informationen/Marktdaten durchgeführt werden.

Luisa Grünwald ist 33 Jahre alt. Die Wirtschaftsinformatikerin arbeitet in einem international tätigen Industrieunternehmen in Deutschland als IT-Beraterin. *Luisa Grünwald* ist interessiert am aktuellen Wirtschaftsgeschehen, liest täglich die Wirtschaftsnachrichten auf ihrem Tablet und ist vor allem über Unternehmen in der IT-Branche bestens informiert. Sie hat ein Vermögen von 80.000 € angelegt, das auf einem Tagesgeldkonto liegt. Da die Zinsen auf dem Tagesgeldkonto immer weiter sinken, denkt sie über eine Alternative nach, wie sie ihr Geld mit einer höheren Rendite anlegen kann. Sie würde sich selbst als eher risikoscheu bezeichnen. Ein Bericht über *Warren Buffett* hat sie auf die Methode und Prinzipien des Value Investing aufmerksam gemacht und sie hat sich über die theoretischen Grundsätze informiert.

Sie fragt sich, wie sie auf dem deutschen Aktienmarkt eine Aktie finden kann, die ein für sie passendes Value Investment darstellt.

Zu jedem Zeitpunkt der Analyse können unterschiedliche Aktien als geeignet identifiziert werden, da zum einen die Aktienkurse volatil sind und zum anderen sich die Kennzahlen von Unternehmen im Zeitablauf verändern können. Die im Folgenden beschriebene Analyse wurde im November 2013 durchgeführt und spiegelt die damalige Situation wider.

Im Falle der *Luisa Grünwald* kann der Aktienmarkt im ersten Schritt, entsprechend dem Top-down-Ansatz, auf **Deutschland** eingegrenzt werden, da sie in Deutschland lebt und dieser Markt zahlreiche Investitionsmöglichkeiten bietet.

Aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit kennt sich die Anlegerin im Bereich der **Informationstechnologie** gut aus. Die IT-Branche liegt folgerichtig innerhalb ihres Kompetenzbereichs. Zwar ist die IT-Branche eine relativ junge Branche, in der Unternehmensgründungen und Börsengänge häufig vorkommen, jedoch haben sich in den letzten Jahrzehnten viele Unternehmen erfolgreich am Markt etabliert, erzielen gute Ergebnisse und treiben Innovationen voran, sind aber aus dem Hauptfokus der Öffentlichkeit geraten.

Fallstudie

Unternehmen	Markt-kapitalisierung in Mio. €	Umsatz 2012	Kurs-Gewinn-Verhältnis			Kurs-Buchwert-Verhältnis		keine Verluste (Ergebnis je Aktie) seit 2006	jährige Dividenden- ausschüttung seit 2006
			2011	2012	2013e	2011	2012		
BECHTLE AG	982,91	2.097	8,76	11,39	16,47	1,31	1,40	ja	ja
CANCOM SE	335,86	558	7,46	11,32	19,71	1,50	1,90	ja	nein
COMPUGROUP MEDICAL AG	949,97	451	11,01	23,62	20,67	2,75	4,34	ja	nein
DRILLISCH AG	1.126,01	324	9,00	24,22	6,38	2,29	4,92	nein	nein
FREENET AG	2.606,68	3.089	7,69	10,37	11,29	1,09	1,50	ja	nein
KONTRON AG	312,10	547	12,87	-6,98	46,63	0,84	0,79	nein	ja
NEMETSCHKAG	476,34	175	11,94	16,93	19,23	2,39	2,85	ja	nein
PSI AG	188,37	181	31,25	25,67	73,53	3,16	3,28	ja	nein
QSC AG	509,79	481	10,44	15,04	24,58	1,38	1,60	nein	nein
SOFTWARE AG	2.438,90	1.047	14,06	16,98	14,74	2,60	2,63	ja	ja
UNITED INTERNET AG	5.584,29	2.397	17,69	29,65	27,45	17,69	19,17	nein	nein
WIRECARD AG	2.973,09	395	20,70	27,76	35,29	3,70	3,85	ja	nein
XING AG	430,54	72	24,14	29,27	40,77	5,22	4,49	nein	nein

Quelle: In Anlehnung an o.V. (2013a).

Tab. 1: IT-Unternehmen innerhalb des TecDAX, 22.11.2013

Aktien einiger mittelgroßer IT-Unternehmen finden sich z. B. im *TecDAX*. Tab. 1 zeigt die IT-Unternehmen, die nach Handelsschluss am 22.11.2013 im *TecDAX* vertreten sind und listet eine Auswahl an Kennzahlen auf.

Die aufgelisteten Informationen und Kennzahlen sind online ersichtlich und geben die Möglichkeit einige der sieben Kriterien Grahams zügig abzuprüfen, um eine **Vorselektion** vorzunehmen. Die vorselektierten Titel müssen dann noch einmal auf alle Kriterien hin überprüft werden, bevor eine Aktienbewertung vorgenommen wird.

Fünf der zuvor erläuterten Kriterien zur Aktienselektion von *Graham* werden auf die schnell verfügbaren Informationen (zum Teil verkürzt) angewandt. Hierbei zeigt sich, dass nur eines der im *TecDAX* enthaltenen IT-Unternehmen zum Zeitpunkt 22.11.2013 alle Kriterien erfüllen kann – die *Bechtle AG*.

Luisa Grünwald beschließt daraufhin eine **ausführliche Analyse** der Aktie der *Bechtle AG* durchzuführen. Ihr ist bewusst, dass sie für eine Investmententscheidung den inneren Wert der Aktie bestimmen muss, um die Sicherheitsmarge zu berechnen. Sie hat mit dieser Berechnung jedoch keine Erfahrung. Außerdem ist sie nicht sicher, wie viel und wann sie eine mögliche Aktie kaufen oder verkaufen sollte.

Welche Vorgehensweise können Sie *Luisa Grünwald* empfehlen? Bitte nutzen Sie für Berechnungen die Daten aus dem Geschäftsbericht 2012 der *Bechtle AG* sowie die auf der Website der *Bechtle AG* veröffentlichten Informationen zur Gewinn- und Dividendenentwicklung (www.bechtle.com). Gehen Sie von einem aktuellen Aktienkurs der *Bechtle*-Aktie von 46,985 € aus (vgl. o.V.,

2013b). Das geschätzte Kurs-Gewinn-Verhältnis 2013 liegt an diesem Tag bei 15,99.

Literatur

- Beike, R., J. Schlütz, Finanznachrichten lesen – verstehen – und nutzen. Ein Wegweiser durch Kursnotierungen und Marktberichte, 5. Aufl., Stuttgart 2010.
- Bruns, C., F. Meyer-Bullerdiek, Professionelles Portfoliomagement. Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien, 5 Aufl., Stuttgart 2013.
- Graham, B., Intelligent investieren (Originaltitel: The Intelligent Investor, 1949), München 2006.
- Graham, B., D. L. Dodd, Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse (Originaltitel: Security Analysis, 1934), 4. Aufl., München 2013.
- Greenwald, B. C. N., J. Kahn, P. D. Sonkin, M. van Biema, Value Investing – from Graham to Buffett and beyond, Weinheim 2004.
- Otte, M., J. Castner, Erfolgreiches Value-Investieren – Geniale Investment-strategien in Zeiten globaler Veränderungen, 3. Aufl., München 2011.
- Steiner, M., C. Bruns, S. Stöckl, Wertpapiermanagement – Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 10. Aufl., Stuttgart 2012.

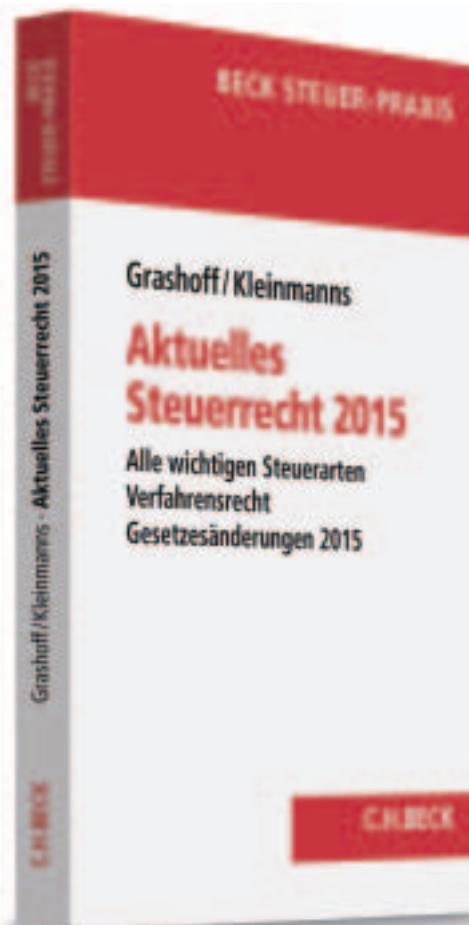
Internetquellen

- Buffett, W. E., Shareholder Letter 1996, 1997, Online im Internet:
URL: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html> (Abrufdatum: 22.11.2013)
- Buffett, W. E., Shareholder Letter 2008, 2009, Online im Internet:
URL: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf> (Abrufdatum: 27.10.2013).
- o.V., *TecDAX* – Einzelwerte, 22.11.2013, 2013a, Online im Internet: URL: http://www.onvista.de/index/einzelwerte.html?ID_NOTATION=6623216 (Abrufdatum: 24.11.2013).
- o.V., *Bechtle*-Aktie, 2013b, Online im Internet: URL: <http://www.onvista.de/aktien/fundamental/Bechtle-Aktie-DE0005158703> (Abrufdatum: 25.11.2013).

Macht Steuerrecht verständlich.

Grashoff/Kleinmanns
Aktuelles Steuerrecht 2015
11. Auflage. 2015. XIX, 208 Seiten.
Kartoniert € 14,90
ISBN 978-3-406-67649-9
Neu im Februar 2015

Mehr Informationen:
www.beck-shop.de/bfnlop



Der systematische Überblick

über das gesamte deutsche Steuerrecht, **leicht verständlich** und nachvollziehbar. Zahlreiche Beispiele und praktische Hinweise veranschaulichen die Ausführungen. Auch wenn Sie steuerlich nicht erfahren sind – mit diesem Band können Sie sich **in kurzer Zeit** in das Steuerrecht einlesen und dessen Grundstrukturen verstehen.

Enthalten sind:

- die besonders wichtigen Unternehmenssteuerarten
- Einkommensteuer
 - Körperschaftsteuer
 - Gewerbesteuer
 - Umsatzsteuer.
- Erläutert werden ferner die
- Grunderwerbsteuer
 - Erbschaft-/Schenkungsteuer
 - Grundsteuer
 - Bewertungsgesetz
 - Außensteuergesetz
 - Verfahrensrecht
 - Steuerstrafrecht
- sowie in zwei Sonderkapiteln
- Rechtsformwahl
 - Übertragungen.

Mit Stand 1. Januar 2015

- schneller und systematischer Überblick über die wichtigsten Steuerarten
- Hervorhebung der aktuellen Gesetzesänderungen für 2015
- zahlreiche Fall- und Berechnungsbeispiele sowie praktische Hinweise

Grenzüberschreitend gut beraten.

Frotscher
Internationales Steuerrecht
4. Auflage. 2015. Rund 400 Seiten.
Kartoniert ca. € 29,-
ISBN 978-3-406-67870-7
Neu im März 2015

Mehr Informationen:
www.beck-shop.de/bgcnwo



Unverzichtbar für die qualifizierte Steuerberatung

Selbst kleinere mittelständische Unternehmen produzieren heute verstärkt im Ausland oder haben dort zumindest eine Betriebsstätte. Grenzüberschreitende Lieferungs- und Leistungsbeziehungen (Stichwort: Verrechnungspreise) sowie verfahrensrechtliche Mitwirkungspflichten gewinnen immer mehr an Bedeutung. Die **Grundstrukturen des Internationalen Steuerrechts zu kennen**, gehört zu einer qualifizierten Steuerberatung daher unbedingt dazu. Entsprechendes know-how ist auch in Ausbildung und Studium mehr und mehr gefragt.

Sorgt für schnellen Überblick

Dieses Lehr- und Nachschlagewerk verschafft Praktikern ebenso wie Studenten den schnellen Überblick über das Internationale Steuerrecht. **Kompakt und intensiv** vermittelt es die Systematik des komplexen Gebiets:

- Grundlagen des Internationalen Steuerrechts
- Organisationsformen grenzüberschreitender Wirtschaftstätigkeit
- Grenzüberschreitender Lieferungs- und Leistungsverkehr
- Verfahrensrechtliche Regelungen

Zur Neuauflage

Alle Teile des Werks wurden **intensiv aktualisiert** und zum Teil erheblich neu strukturiert. Besonderes Augenmerk wurde auf die zunehmende Bedeutung des **Europäischen Steuerrechts** gelegt.

Erhältlich im Buchhandel oder bei: beck-shop.de | Verlag C.H.BECK oHG · 80791 München | bestellung@beck.de | Preise inkl. MwSt. | 163959