

Abschlussklausur am 8. Oktober 2003

Bearbeitungsdauer: 60 Minuten
Erlaubte Hilfsmittel: nicht programmierbarer Taschenrechner

Vom Kandidaten auszufüllen:

Name: **Vorname:**

geb. am: **in:**

Matrikel-Nr.: **Fachrichtung:** **Sem.-Zahl:**

Anschrift:

E-Mail:

Vorbemerkungen: (Vor der Bearbeitung unbedingt durchlesen!)

- Die Klausur enthält vier Pflichtaufgaben unterschiedlichen Gewichts mit einer Vorgabepunktzahl von insgesamt 60 Punkten.
- Sie müssen alle Aufgaben bearbeiten. Je Punkt können Sie eine Bearbeitungszeit von einer Minute ansetzen.
- Verwenden Sie auf die Aufgaben möglichst nur die Anzahl von Minuten, die der Vorgabepunktzahl entspricht.
- **Bevor Sie beginnen, eine Aufgabe zu bearbeiten, lesen Sie bitte die Überschrift und alle Teilaufgaben!**
- **Dokumentieren Sie jeden Ihrer Berechnungswege.**
- Beschreiben Sie die Blätter auf der Vorderseite, nur bei Bedarf auf der Rückseite mit einer entsprechenden Kennzeichnung „b.w.“ und beachten Sie den Rand.
- Täuschungsversuche führen zum Ausschluß aus der Lehrveranstaltung.

(12)

Aufgabe 1: Deutsches Steuersystem, Ausschüttungspolitik und Steuervorteil aus der Kapitalstruktur

Ausschüttungspolitik: Auch das herrschende Steuersystem hat Einfluss darauf, ob und in welcher Höhe Dividenden an die Eigenkapitalgeber gezahlt werden.

- a) Sollte bei Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens Thesaurierung oder Ausschüttung bevorzugt werden? Begründen Sie kurz Ihre Antwort.
- b) Nehmen Sie stichwortartig Stellung: Wie wirkt sich das Halbeinkünfteverfahren auf die Effizienz der Kapitalallokation aus?

Kapitalstruktur: Folgende Formel gibt im deutschen Steuersystem unter bestimmten Voraussetzungen die Einkünfte der Kapitalgeber aus einer teilweise fremdfinanzierten Kapitalgesellschaft wider.

$$\left[\bar{X} \cdot (1 - s_{er}) \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s_i) + i \cdot F \cdot \left[s_{er} \cdot (1 - 0,5 \cdot s_i) - 0,5 \cdot s_i \right]$$

- c) Erläutern Sie die Komponenten in Stichworten.
- d) Gibt es immer einen Vorteil aus Fremdfinanzierung oder ist auch ein Nachteil denkbar? Skizzieren Sie Ihre Antwort unter Zuhilfenahme der Formel.

(16)

Aufgabe 2: Diskontierungssätze für Eigenkapitalpositionen

„Mit dem Risiko steigt der Diskontierungssatz für die Zahlungen an die Eigenkapitalgeber.“ Beantworten Sie die folgenden Fragen in Stichworten:

- Welche Risikoeinstellung der Eigenkapitalgeber unterstellt die obige Aussage?
- Welche zwei grundsätzlichen Risiken sollte ein Diskontierungssatz widerspiegeln?
- Stellen Sie kurz zwei Verfahren dar, mit denen man einen risikoadäquaten Diskontierungssatz ermitteln könnte.

Häufig beinhalten Diskontierungssätze für Zahlungen an die Eigenkapitalgeber neben Zuschlägen für das Risiko weitere Zuschlagskomponenten. Erläutern Sie kurz zwei Komponenten, die Ihnen einfallen.

(12)

Aufgabe 3: Dividendendiskontierungsmodell

Sie bewerten für einen Anleger eine Aktie mit Hilfe des Dividendendiskontierungsmodells. Der Anleger wundert sich, wieso Sie von einem Strom von Dividenden ausgehen, der für eine unendlich lange Periode gezahlt wird. Er stellt die folgenden Fragen:

- Wieso gehen in die Bewertung ausschließlich Dividenden ein, nicht aber der Veräußerungserlös? Er beabsichtigt, die Aktien nach 5 Jahren zu veräußern. An welcher Stelle der Bewertung gehen der Veräußerungserlös und der mit dem Erlös erwartete Kursgewinn ein?
- Wieso wird von einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen, er kenne kein Unternehmen, daß älter als 200 Jahre ist, die meisten sind noch nicht einmal älter als 50 Jahre.

Der Anleger hat auch von sogenannten Discounted-Cash-Flow-Modellen zur Unternehmensbewertung gehört. In welches Discounted-Cash-Flow-Modell läßt sich das Dividendendiskontierungsmodell überführen? Welche Annahmen müssen Sie hierzu treffen?

Geben Sie kurze Antworten in Stichworten.

(20)

Aufgabe 4: Unternehmensbewertung Fallbeispiel

Gehen Sie von folgenden steuerlichen Daten aus:

Hebesatz: 400%

Meßzahl: 5%

KSt-Satz 25%

SolZu 5,5%

Das Unternehmen zahlt Zinsen auf den Fremdkapitalbestand am Ende der Vorperiode in Höhe von 6%.

- a) Bewerten Sie das gesamte Unternehmen (Gesamtunternehmenswert; nicht den Wert des Eigenkapitals) mit der APV-Methode. Berücksichtigen Sie dabei nur Steuern auf Unternehmensebene. Gehen Sie von einem Diskontierungssatz für ein vollkommen eigenfinanziertes Unternehmen in Höhe von 10% aus. Für steuerliche Vorteile aus der Fremdfinanzierung ist der Fremdkapitalzins in Höhe von 6% angemessen. Gehen Sie zudem davon aus, daß alle relevanten Größen des Unternehmens der Periode 3 den Größen der Periode 2 entsprechen und bis „ins Unendliche“ nicht mehr wachsen. Vervollständigen Sie im Rahmen Ihrer Lösung die unten stehenden Rechnungen.

Planbilanzen (in T€)

	t=0	1	2
Sachanlagen	10.000,0	10.200,0	10.500,0
Netto-Umlaufvermögen	9.000,0	9.300,0	9.550,0
Bilanzsumme	19.000,0	19.500,0	20.050,0
Eigenkapital	10.000,0	10.850,0	11.750,0
Pensionsrückstellungen	1.500,0	1.650,0	1.800,0
Fremdkapital	7.500,0	7.000,0	6.500,0
Bilanzsumme	19.000,0	19.500,0	20.050,0

Plan-Gewinn- und Verlustrechnung (in T€)

	t=0	1	2	Vollk. eigenfinanziert	
				1	2
Umsatzerlöse	15.000,0	18.000,0			
Betriebliche Aufwendungen	7.000	8.600,0			
Zuführungen zu Pensionsrückstellungen	500,0	500,0			
EBDIT	7.500,0	8.900,0			
Abschreibungen	1.000,0	1.200,0			
EBIT	6.500,0	7.700,0			
Zinsaufwendungen	450,0	420,0			
PBT	6.050,0	7.280,0			
Gewerbeertragsteuer	966,0	1.162,4			
Körperschaftsteuer	1.340,9	1.613,5			
Jahresüberschuß	3.743,1	4.504,1			
Einstellung in Eigenkapital	850,0	900,0			
Bilanzgewinn	2.893,1	3.604,1			

Plan-Cash-Flow-Rechnung (in T€)		Vollk. eigenfinanziert		
		1	2	
EBDIT	7.500,0	8.900,0		
Zu-/Abnahme Pensionsrückstellungen	150,0	150,0		
Zuführungen zu Pensionsrückstellungen	500,0	500,0		
Rentenzahlung	350,0	350,0		
Investitionen	1.500,0	1.750,0		
Investitionen in Sachanlagen	1.200,0	1.500,0		
Erhöhung/Verminderung Netto-Umlaufvermögen	300,0	250,0		
Zinsaufwendungen	450,0	420,0		
Steuern	2.306,9	2.775,9		
GewSt	966,0	1.162,4		
KSt	1.340,9	1.613,5		
Tilgung	500,0	500,0		
= Free Cash Flow = Ausschüttung	2.893,1	3.604,1		

- b) Was würde sich an Ihrem Bewertungsergebnis verändern, wenn das Tax Shield unsicherer wäre als in Teilaufgabe a) angenommen? Begründen Sie kurz in Stichworten Ihre Antwort.