

## MCI COMMUNICATIONS CORP.: TEORÍA SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

En una fría mañana de invierno en febrero de 1996, Katz Mizuno se detuvo a admirar la vista panorámica de la bahía de Nueva York. Mizuno se sorprendió de contar con cierto tiempo libre en sus primeros cinco meses en Nueva York para poder explorar la Gran Manzana ya que era su primer año como ejecutivo en Lynch Investments. Durante este tiempo, había logrado encontrar un apartamento, ido a un juego de los Knicks en el Madison Square Garden, a un concierto de la filarmónica en el Lincoln Center y había visitado varias veces un restaurante de sushi en su barrio. Sin embargo, la tranquilidad de ese momento se vio interrumpida por una llamada urgente de su jefa, Anna Curti.

Más temprano esa misma mañana, MCI Communications Corporation, un cliente de la compañía de muchos años, llamó solicitando asesoramiento con respecto a un programa para la recompra de algunas de sus acciones ordinarias en circulación. Tal como muestra el **anexo 1**, las acciones de MCI durante casi todo el año 1995 habían tenido un desempeño muy pobre en un mercado por su parte activo y la gerencia percibió una creciente preocupación por parte de los accionistas. En las últimas reuniones de directorio las discusiones se habían centrado en la recompra de algunas acciones de la compañía como forma de aumentar el valor de las participaciones de los accionistas. Uno de los directores con mayor tiempo en la compañía, Gavin Philips, insistió en financiar la recompra aumentando el endeudamiento de MCI. Argumentó que dicha medida enviaría una señal fuerte al mercado con respecto a las perspectivas futuras de la compañía. Philips sugirió, para que esta fuera una estrategia efectiva, que la compañía debía aumentar la relación actual de deuda-capital, la cual se encontraba en un 40%, a “más o menos el doble de esa cantidad”. Dijo: “Aun en ese nivel de deuda, la relación deuda-capital de MCI sería moderada con respecto al sector”. Estimó que para llevarlo a cabo MCI debía emitir unos USD 2 mil millones de deuda adicional. Otros directores, preocupados de que un aumento en la carga de la deuda obstaculizara el programa vigente de expansión de capital, solicitaron se tomaran medidas menos extremas. En su lugar, eran partidarios de un programa de compra en el mercado abierto. Bajo esta alternativa, la compañía comunicaría su intención de recomprar acciones en “forma

---

El presente caso fue escrito por Susan Chaplinsky, profesora adjunta de administración de empresas y Robert S. Harris, profesor de administración de empresas, Universidad de Virginia. Tanto Darden School Foundation y TVA contribuyeron fondos para la realización del presente documento. Toda la información utilizada en el presente proviene de documentos públicos. Todas las personas y eventos aquí mencionados son personajes ficticios para facilitar la enseñanza de los objetivos estipulados. Copyright © 1997 por la Universidad de Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, VA. Todos los derechos reservados. Para solicitar copias envíe un email a: [sales@dardenbusinesspublishing.com](mailto:sales@dardenbusinesspublishing.com). *Ninguna parte de esta publicación podrá ser reproducida, almacenada en sistemas de recuperación, utilizada en una hoja de cálculo, o transmitida en cualquier forma, ya sea por medio electrónico, mecánico, fotocopia, grabación u otros, sin el permiso de la Harvard Business School.* Traducción realizada por IEEM Business School, Montevideo, Uruguay.

periódica”, pero únicamente cuando los fondos corporativos lo permitieran. Esta línea de acción, por lo tanto, no requería aumentar la deuda.

Al escuchar las inquietudes de los directores, un vicepresidente senior de MCI, William Duran, llamó a Curti para solicitar su asesoramiento en cuanto a la compra y, en particular, si el financiamiento con deuda era o no aconsejable. Duran también mencionó que debido a que el directorio quería comunicar los detalles de su plan para aumentar el valor de las participaciones de los accionistas sobre fines de la semana siguiente, sería necesario obtener una respuesta lo antes posible. Curti respondió rápidamente: Ella le asignó a Lance Alton, un ejecutivo en su segundo año, la tarea de tantear el interés potencial que pudiera existir en los títulos de deuda que pudiera emitir MCI, y le solicitó a Mizuno que examinara qué consecuencias tendría para la compañía un aumento significativo de la deuda. Les indicó a ambos que enviaran sus hallazgos preliminares al día siguiente.

Mizuno decidió comparar a MCI con sus principales competidores en el sector de las telecomunicaciones a larga distancia. Sin embargo, se preocupó cuando la búsqueda inicialmente arrojó en su pantalla unas 40 compañías semejantes en el sector de las comunicaciones a larga distancia<sup>1</sup>. Sabía que no todas esas compañías eran comparables con MCI en lo que respecta al riesgo comercial, mercados en los que operan y entornos fiscales y regulatorios. Luego de compararlas con MCI según estas dimensiones, redujo la lista a ciertas compañías (**Tabla 1**).

Tabla 1 Descripción de compañías comparables en el sector.

Compañía	Descripción
Ameritech	Ameritech es una compañía holding de las empresas de telecomunicaciones de los estados de Illinois, Indiana, Michigan, Ohio y Washington y otras subsidiarias. Estas prestan el 75 % de los servicios directos de comunicación a la población de dichos estados. En 10/83 Ameritech se convirtió en la primera compañía holding regional en ofrecer servicios de telefonía celular (21 millones de PoPs). Desglose de ingresos de 1994: servicio local 42 %; larga distancia 12 %; acceso a la red 23 %; otro 23 %. En 9/90 adquirió una participación del 49,9 % en la compañía Telecom Corporation de Nueva Zelanda (hoy 25 % luego de colocaciones de capital adicionales). Ameritech será una de las primeras compañías de telecomunicaciones regionales, conocidas como “Baby Bells”, en ofrecer servicios de telefonía de larga distancia. Calificación de bonos AA2.
AT&T	AT&T Corporation es la mayor compañía de servicios de telefonía de larga distancia a nivel mundial. Previamente denominada American Telephone and Telegraph, AT&T surge como resultado de una sentencia judicial que ordenó dividir el monopolio del Sistema “Bell” de Telecomunicaciones en 1983, y recibió cerca del 23 % de los activos originales. AT&T ofrece servicios de gestión de información global, financieros y leasing. Desglose de ingresos de 1994: servicios de telecomunicaciones 59 %; venta de productos y sistemas 28 %; alquileres y otros 10 %; servicios financieros y leasing 3 %. Adquiere McCaw Cellular en el 94, NCR en el 91; LIN Broadcasting en el 95. Calificación de bonos AA3.

<sup>1</sup> Las compañías nacionales que competían con MCI como prestadores de servicios de telecomunicaciones eran: Ameritech, Bell Atlantic, BellSouth, NYNEX, Pacific Telesis, SBC Communications, US West, AT&T, Sprint, Worldcom, Frontier Communication, GTE, So. New England, IntelCom y MFS Communications. Además, había otras 25 compañías internacionales prestadoras de servicios de telecomunicaciones.

MCI Communications	MCI Communications Corporation, el segundo prestador de servicios de larga distancia más grande, ofrece servicios de larga distancia a nivel nacional e internacional. Su actividad principal son las llamadas de voz en los EE. UU., mediante la utilización de su red de microondas y fibra óptica de 3556 millones de millas de circuitos. Ofrece servicios de números 800, asistencia del operador, marcado directo internacional, fax y números 900. British Telecom posee acciones ordinarias Clase A, lo que representa el derecho a voto del 20 %. Calificación de bonos A2.
Sprint Corporation	Sprint Corporation opera el segundo sistema independiente de telecomunicaciones más importante en los Estados Unidos. En marzo de 1993 se realizó una fusión de intereses con Centel Corporation. Presta servicios de larga distancia a través de US Sprint y servicios locales de telecomunicaciones a 6,65 millones de líneas de acceso. La división de telefonía celular presta servicios a un mercado de 20,2 millones de PoPs. También presta servicios de publicación de guías telefónicas y distribución de suministros. Desglose de ingresos de 1994: larga distancia 53 %; telefonía local 34 %; otro 13 %. Calificación de bonos BBB-.
Worldcom, Inc.	Worldcom, Inc., (antiguamente conocida como LDDS Communications, Inc.) es el cuarto prestador de servicios de larga distancia más importante del país. La compañía ofrece servicios de larga distancia a través de su red, propia y arrendada, de 15 000 millas. Presta servicios a Estados Unidos en su totalidad y puntos a 230 países. Gran parte de sus ingresos provienen de las ventas a clientes comerciales. Estos productos incluyen líneas conmutadas y dedicadas para voz y datos. Adquiere IDB Communications, 12/94; WiTel Network Services, 1/95. Calificación de bonos BBB-.

El **anexo 2** presenta información financiera de las compañías semejantes. Al momento de la recopilación de datos, Mizuno formuló ciertos supuestos para garantizar la uniformidad entre las compañías afines. Primero, si bien no conocía la clasificación tributaria de cada compañía, decidió en un principio asumir que todas las compañías estaban sujetas a una tasa impositiva del 40 %. Segundo, tal como era práctica usual en Lynch, se utilizó una prima de riesgo del mercado del 7,0 %, el cálculo más reciente del rendimiento promedio aritmético de las acciones sobre bonos del Tesoro.

Mizuno recordó de sus clases de finanzas que el valor máximo de la compañía correspondía al costo total de capital más bajo. Por lo tanto, su objetivo era estimar cuál sería el costo de capital propio y el costo promedio ponderado de capital (WACC) si MCI decidiera llevar a cabo este cambio en la estructura de capital. Luego de discutirlo con otros empleados del banco, concluyó que una mayor relación deuda-capital implicaría un aumento de los costos de financiamiento para MCI, los cuales se encontraban en 6,3 %. El **anexo 3** nos muestra las tasas del mercado de capitales desde el 15 de febrero de 1996, de lo cual se puede obtener un estimado de los nuevos costos de financiamiento. Pero ¿cuál sería el costo del capital propio ( $K_E$ )? Mizuno consideró que un posible abordaje sería el de “apalancar” y “desapalancar” las betas utilizando la Ecuación 1:

$$\beta_{E,L} = \beta_U(1 + D(1 - T)/E) \quad (1)$$

donde:

$\beta_{E,L}$  y  $\beta_U$  son las betas del capital propio apalancado y desapalancado respectivamente.

D y E son los valores de mercado de la deuda y el capital propio, respectivamente.

T es la tasa impositiva corporativa<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Para más información acerca de los principios subyacentes y fundamentación de las ecuaciones aquí