

Colegio de Estudios Superiores de Administración CESA
Maestría en Finanzas Corporativas

Análisis de las fusiones empresariales a partir de un caso real: Fusión entre Gran Colombia Gold Corp. y Medoro Resources Ltd.

Director:
Jaime Ricaurte

Por:
Rosa Helena Rizo Peña
Mayo 2012

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
Resumen	6
Introducción	7
1. Fusión	9
1.1 Concepto	9
1.2 Tipos	9
1.2.1 Por absorción	9
1.2.2 Por creación	9
2. Evidencia sobre fusiones	10
2.1 Sinergias estratégicas	10
2.2 Impuestos	11
2.3 Valor de la acción	11
2.4 Productividad del activo	11
3 Aspectos relevantes para el éxito de una fusión	12
4 Análisis y resultados de fusiones realizadas a través del tiempo, caso de éxito y caso de fracaso	15
4.1 Caso de éxito	15
4.2 Caso de fracaso	18
5 Las fusiones entre empresas mineras de oro son razonables?	20
5.1 Costos de extracción	20
5.2 Recursos limitados	22
6 Análisis caso: Fusión Colombian Gold & Medoro Resources	23
6.1 Gran Colombia Gold Corp.	23
6.1.1 Descripción de la empresa	23
6.1.2 Situación antes de la fusión	23
6.1.3 Ventajas	24
6.1.4 Valoración	24
6.1.4.1 Datos base	24
6.1.4.2 Supuestos	25
6.1.4.3 Resultados de Valoración	26
6.1.4.3.1 Cálculo del Ke	26

6.1.4.3.2	Calculo del WACC	27
6.1.4.3.3	Valoración por flujo de caja descontado	27
6.1.4.3.3.1	Flujo de caja disponible del accionista	27
6.1.4.3.3.2	Flujo de caja libre operativo	27
6.1.4.3.3.3	Indicadores	28
6.2	Medoro Resources	28
6.2.1	Descripción de la empresa	28
6.2.2	Situación antes de la fusión	28
6.2.3	Ventajas	29
6.2.4	Valoración	29
6.2.4.1	Datos base	29
6.2.4.2	Supuestos	29
6.2.4.3	Resultados de valoración	31
6.2.4.3.1	Calculo del Ke	31
6.2.4.3.2	Calculo del WACC	31
6.2.4.3.3	Valoración por flujo de caja descontado	32
6.2.4.3.3.1	Flujo de caja disponibles del accionista	32
6.2.4.3.3.2	Flujo de caja libre operativo	32
6.2.4.3.3.3	Indicadores	32
6.3	Fusión	33
6.3.1	Descripción	33
6.3.2	Condiciones	34
6.3.3	Expectativas	35
6.3.4	Ventajas	35
6.3.5	Desventajas	36
6.3.6	Riesgos asociados	36
6.3.7	Evaluación a favor y en contra	37
6.3.7.1	A favor	37
6.3.7.2	En contra	38
6.3.8	Ambiente en Colombia para fusión	38
6.3.8.1	Plan nacional minero a 2020	38
6.3.8.2	Relación de la minería con la balanza de pagos y el PIB	39
6.3.8.3	Ambiente político estable, buenas relaciones	39
6.3.8.4	Precio elevado del oro	40

6.3.9	Valoración	40
6.3.9.1	Datos base	40
6.3.9.2	Supuestos	41
6.3.9.3	Limitaciones al realizar las proyecciones	43
6.3.9.4	Resultados de valoración	44
6.3.9.4.1	Calculo del Ke	44
6.3.9.4.2	Calculo del WACC	44
6.3.9.4.3	Valoración por flujo de caja descontado	45
6.3.9.4.3.1	Flujo de caja disponible del accionista	45
6.3.9.4.3.2	Flujo de caja libre operativo	45
6.3.9.4.3.3	Indicadores	46
6.3.9.5	Análisis de resultados	46
7.	Conclusiones	47

Bibliografía

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1: Razones para que las fusiones sean exitosas o fallen.	12
Tabla 2: Evidencias de empresas después de fusionarse en Inglaterra y Estados Unidos.	13
Tabla 3: Porcentaje de éxito, como función de la rentabilidad total para los accionistas, en cada tipo de fusión.	15
Tabla 4: Términos de negociación fusión de las empresas Exxon y Mobil.	16
Tabla 5: Valoración de la fusión Exxon - Mobil.	17
Tabla 6: Valoración de la fusión AOL – Warner.	20
Tabla 7: Costo promedio de producir una onza de oro datos del año 2007 al año 2011.	21
Tabla 8: Costo promedio de producir una onza de oro en diferentes regiones del mundo.	22

LISTA DE GRAFICAS

	Pág.
Grafica 1: Riesgo de fracaso en cada fase de la fusión.	14
Grafica 2: Proyección de producción en onzas de oro de la mina de Segovia.	26
Grafica 3: Minas de la empresa fusionada.	34
Grafica 4: Crecimiento de la producción de oro en la empresa fusionada.	42

Resumen

Este trabajo de tesis se elabora con el objetivo de identificar la generación de valor y los efectos positivos y negativos originados en la realización de la fusiones tomando como ejemplo para el análisis de estos efectos la fusión realizada de las empresas Gran Colombia Gold Corp. y Medoro Resources Ltd. Se analiza a través del tiempo como han sido los resultados de las empresas post-fusión y en general cuales son los elementos que permiten o no que sean exitosas y cumplan con el objetivo común de generar sinergias y por ende mayor valor.

En el caso específico del estudio de las dos empresas que se fusionaron, el estudio parte de analizar las dos por separado antes de la fusión y luego los resultados que se esperan obtener a partir de la fusión, y las herramientas con que cuentan para poder lograrlo.

La investigación parte del entendimiento del objetivo de las fusiones, las condiciones de las empresas a la hora de entrar en este proceso, características de las empresas, facilidad de ejecución, costos, limitaciones y riesgos. Así como de los resultados obtenidos en estudios anteriores, para de esta manera poder concluir si los resultados de la fusión son acordes a los objetivos trazados y determinar como se puede lograr un mejor resultado en una fusión a partir del análisis de un caso real.

Introducción

En los últimos años se ha incrementado el volumen de fusiones entre empresas a nivel mundial, ocurridas en todos los sectores y países, con diferentes objetivos iniciales pero al final buscando generar mayor valor, sostenibilidad y crecimiento. Las fusiones en el sector minero por ejemplo, han tenido un crecimiento anual acumulado del 21% en los últimos diez años y medio, cifra representativa y única ya que ningún otro ha alcanzado este nivel, en cuanto a volúmenes los movimientos de compra han constituido 856.000 millones de dólares es decir 651.150 millones de euros. (Cinco dias.com, 2012)

Dependiendo el sector en donde se esté dando la fusión es más fácil realizar la medición de los resultados, saber si genera o no valor para las empresas y si la situación anterior al negocio era menos productiva. Este paralelo es útil porque las fusiones se hacen para mejorar la eficiencia operativa, ahorrar costos, aprovechar sinergias, logística, unificar y consolidar los negocios, crecer en participación dentro del mercado, mejorar imagen, ahorrar en impuestos y muchas otras razones no tan notorias como las citadas.

Con este trabajo se pretende que a partir del análisis de un caso de fusión real del sector minero, se determine si esta generó valor y cuales fueron los elementos que impactaron para que se diera ese resultado.

El análisis de cada una de las empresas por separado es pilar de las conclusiones que arrojen los estudios, porque partiendo de esas situaciones individuales es que se puede determinar los puntos de impacto en la decisión de fusionarse. Entender lo que pueden lograr a futuro es también prioridad en cualquier análisis, es así como determinar el potencial de cada una y de su unión, es un punto de guía de generación de valor y de la relevancia de la nueva sinergia.

En el estudio se puede encontrar una consolidación de resultados cuantitativos seguido de sus interpretaciones, los cuales dan solidez a las afirmaciones lanzadas a lo largo del trabajo y concretan la teoría utilizada para crear los supuestos de comportamiento organizacional y de proyección a futuro. De igual manera hay una cantidad importante de características cualitativas de las organizaciones analizadas que permiten situar la estrategia que tienen, sus realidades, sus amenazas, sus fortalezas y para el caso, su aporte en la negociación.

Por otra parte, al evaluar situaciones y casos que se han presentado en la historia económica, algunos exitosos otros que no lo han sido, es posible entender lo complejo y lo acertado del proceso llevado por estas dos organizaciones mineras. Si bien, los casos de estudio no son del mismo sector, de todos modos dejan claridad de posibles situaciones que se presentan en estrategias corporativas de fusión.

Las conclusiones que se obtienen de la compilación de todo lo anterior están originadas en la utilización de las herramientas aprendidas durante la maestría como lo son: análisis de indicadores, planeación financiera, evaluación de proyectos, valoración de empresas y fusiones y adquisiciones. El aporte principal se da entonces del análisis crítico que genera la capacidad de resumir un sin número de situaciones y resultados numéricos, en pocas y concretas conclusiones capaces de explicar toda la negociación.

1. Fusión

1.1 Concepto

Fusión es cuando dos sociedades independientes entre sí, tanto patrimonialmente como jurídicamente, se unen para formar una nueva sociedad con un patrimonio consolidado y una existencia jurídica única. En este proceso se realiza una combinación de negocios dentro de una sola entidad económica, la cual pasa a realizar las actividades desempeñadas anteriormente de forma separada.

El efecto de la fusión, es que los socios de todas las sociedades involucradas serán socios de la nueva sociedad a menos que durante el proceso decidan vender y así separarse de los demás. Debido a que la fusión no implica la liquidación de las sociedades, los socios no recibirán ni bienes ni dinero que sus acciones o aportes representen, sino acciones de la nueva compañía a cambio de las de la antigua según su participación.

1.2 Tipos

1.2.1 Por absorción

Cuando una empresa incorpora o “absorbe” otra dentro de su actividad y hace que desaparezca la razón social de la absorbida. En ese suceso los socios de la absorbente consienten el modificar su contrato original, recibiendo nuevos socios, y con ellos el patrimonio de la sociedad de la cual eran dueños.

En este negocio se da la transmisión a título universal de patrimonios y de las relaciones jurídicas, debiendo ser cumplidas las obligaciones por la sociedad creada o por la absorbente, por lo cual podríamos decir que, en principio, no existiría riesgo para los acreedores y terceros que contrataron con la sociedad absorbida.

1.2.2 Por Creación

Es cuando dos o más sociedades se disuelven sin liquidarse y transmiten sus patrimonios a una sociedad nueva que constituyen. No desaparecen sus obligaciones, en

cambio se trasladan a la nueva entidad. Este tipo de fusión es la que se presentan en este caso de análisis.

2. Evidencias sobre fusiones

2.1 Sinergia de estrategias

Según evidencia dada por un estudio realizado entre 264 fusiones reflejado en el artículo “How do mergers create value? A comparison of taxes, market power and efficiency improvements as explanations for synergies”, el valor agregado en las empresas que se fusionan es en promedio el 10,03%, y de este el 8,83% se debe a las sinergias operativas y estratégicas. Las cuales son generadas principalmente por los recortes en gastos y mejoría en la asignación de recursos más que por participación de mercado y ahorro en impuestos. (Ismail, 2011).

La suma de los valores de las empresas resulta conveniente desde todo punto de vista, ya que se genera un agregado que incluso se ve en el valor del patrimonio. El valor patrimonial de las dos empresas sumadas no es equivalente al de la fusión porque este proceso genera un sumando adicional que es el excedente de valor patrimonial fruto de la sinergia.

$VP \text{ (fusión)} = VP_{e1} + VP_{e2} + V_{sinergia}$. (Ismail, 2011).

En el momento de la unión el valor patrimonial de la nueva empresa está dado por su precio de mercado, por eso la diferencia entre este y la suma de los dos patrimonios. Esa diferencia es el valor de sinergia, que se tiene en cuenta como una ganancia patrimonial al inicio de los negocios y que dependiendo de la eficiencia que genere la estrategia, se convierte en valor agregado a la operación y no solamente mayor valor patrimonial.

Del estudio de 50 de las más grandes firmas públicas industriales que se fusionaron entre 1979-1983 en Estados Unidos, se puede extraer que los resultados indicaron que las empresas fusionadas tienen mejoras significativas en la productividad de los activos en relación a las de la industria, dando lugar a mayores rendimientos después de la fusión y mejorando el flujo de caja operativo. (Healy, Palepu, & Rubak, 1992)

2.2 Impuestos

El ahorro en impuestos equivale a 1,64% del 10,03% del valor generado por las empresas estudiadas. (Ismail, 2011).

Esto depende en gran medida de la reglamentación tributaria de cada país, porque por ejemplo en el caso colombiano hay aspectos como la estabilidad tributaria y la compensación de pérdidas fiscales, que durante las fusiones pueden ser aspectos generadores de valor.

2.3 Valor de la acción

En cuanto al valor de las acciones el estudio encontró que este en promedio subió el 7,4% por haberse fusionado. (Ismail, 2011).

Lo cual quiere decir que los mercados perciben en la mayoría de ocasiones, si no en todas, que esta estrategia es generadora de productividad, de eficiencia y de valor, y que el solo hecho de realizarlas fusiones amerita el pago de una prima por valoración de la acción en el mercado.

En el estudio el análisis es realizado en el inmediato momento de la interacción, por lo que es muy importante resaltar que la fusión es buena para la acción al principio, pero depende del éxito que el valor permanezca a través del tiempo. El mercado presume que todo va a salir bien y que le aporta valor, pero como siempre, en algún momento los estudios de los fundamentales corrigen las sobrevaloraciones y errores de estimación si los hay. (Ismail, 2011).

2.4 Productividad del activo

El activo productivo de las dos empresas al unirse produce una distribución diferente de rentabilidad y mejora la productividad, lo cual se explica porque en la fusión existen puntos a favor en cada una de las compañías respecto a sus activos.

Por ejemplo en una fusión minera una tiene la propiedad de la mina y la otra los bienes de capital para la explotación, si se analiza el activo de cada uno, solo representa capacidad instalada pero no generan rentabilidad hasta que se combinan para producir.

La mina por sí sola no representa ingresos, y los bienes de explotación sin una mina que explotar tampoco.

Esto resume de manera sencilla la estrategia de fusión en este sector, que aunque no es exactamente lo que Gran Colombia Gold Corp. y Medoro Resources hicieron, ya que en este caso cada una tenía algo de los dos componentes, minas y bienes de explotación, si deja ver como una sinergia permite aumentar la producción de una manera más eficiente.

Así, por ejemplo, en “Applied Mergers and Acquisitions” (2004), de Robert Bruner, hay 105 estudios del desempeño de los compradores: en 41 de ellos se encuentra una creación de valor significativa; en 27, una destrucción de valor significativa; y en 41 no se hallan pruebas estadísticamente concluyentes. (Anthonisz, 2011).

3. Aspectos relevantes para evaluar el éxito de una fusión

Desde que se analizan los efectos de las fusiones se ha tratado de resumir los aspectos más relevantes que impactan el éxito o fracaso de dichas negociaciones. A este respecto hay varias metodologías como la que citamos en el cuadro siguiente y que es extractada del libro Corporate finance a business companion to financial markets, decisions and techniques (Arnold, 2005).

Tabla1: Razones para que las fusiones sean exitosas o fallen.

Encuestas sobre las razones para que las fusiones sean exitosas o fallen - Cooper & Lybrand			
Causas citadas más comunes para fallar		Causas citadas más comunes para tener éxito	
Diferencias culturales y actitudes administrativas	85%	Planes detallados para después de la fusión, y velocidad en la implementación	76%
Falta de planes para después de la fusión, o muy baja planeación	80%	Propósito claro para realizar la fusión	76%
Falta de conocimiento de la industria cuando son fusiones de diferentes industrias	45%	Buen ajuste cultural	59%
Facultades y practicas administrativas muy pobres	45%	Alto nivel de cooperación administrativa	47%
Muy poca o ninguna experiencia en fusiones	30%	Alto nivel de conocimiento de la fusión y de la industria	41%

Extraída del libro Corporate finance a business companion to financial markets, decisions and techniques (Arnold, 2005).

En la tabla anterior los autores Cooper & Lybrand, se basaron en un estudio realizado con 100 altos ejecutivos de las más importantes empresas de Inglaterra que se fusionaron en las cuales se resumieron las principales razones para que estas empresas fallaran en el proceso o por lo contrario fueran exitosas, así como la participación de cada una de estas razones dentro del resultado. Las razones se basaron en los conceptos de administración y planeación antes y después de la fusión.

Tabla2: Evidencias de empresas después de fusionarse en Inglaterra y Estados Unidos.

Resumen de alguna evidencia encontrada en estudios de empresas después de fusionarse		
Estudio	País de evidencia	Observaciones
Meeks (1997)	Inglaterra	Al menos la mitad de las fusiones estudiadas muestran un considerable declive en la rentabilidad comparado con el promedios en la industria
Firth(1980)	Inglaterra	La perdida en los precios de las acciones se mantienen hasta tres años después de la fusión
Green Paper gobierno (1978)	Inglaterra	Al menos la mitad de las fusiones estudiadas, muestran ser poco rentables
Ravenscraft and Scherer (1987)	Estados Unidos	En promedio encontraron pequeño declive pero significativo en la rentabilidad de estas empresas
Manson,Stark and Thomas (1994)	Inglaterra	Los flujos de caja mejorar después de la fusión, lo que sugiere que se impulsa el rendimiento operativo en estas empresas
Loughran and Vijn (1997)	Estados Unidos	Las empresas que ofrecen acciones como medio de pago, obtienen rendimientos relativamente más bajos a los del mercado en los 5 años posteriores; mientras los que ofrecen efectivo muestran rendimientos positivos.
Powell and Stark (2004)	Inglaterra	Se mostraron mejoras en el rendimiento operativo de las empresas

Extraída del libro Corporate finance a business companion to financial markets, decisions and techniques (Arnold, 2005).

Este cuadro resume los aspectos más significativos que son comunes en el análisis de fusiones y en los cuales se resalta el hecho de que la principal causa de fracaso, presente en el 85% de los casos, es el hecho de que existan diferencias culturales y de actitudes administrativas (Arnold, 2005).

Lo cual restringe un poco la cuantificación de la planeación y hace que se supere el límite numérico para poder evaluar la situación de manera acertada antes y después de la operación. Plantea una problemática compleja porque crea un margen de error difícil de medir, cómo podría un experto prever situaciones que solo van a existir cuando ya

esté hecho el negocio. Pueden darse ventajas, fortalezas y sinergias muy importantes en la parte operativa, comercial e intelectual, pero puede todo caerse por el choque administrativo.

En el caso de las situaciones de éxito resalta el hecho de tener un plan de acción posterior a la fusión, que es casi un cronograma de trabajo que facilita la adecuación de métodos y procesos. Volver el choque una situación secuencial, es el reto que deben cumplir las empresas para ser exitosas. Adicionalmente la velocidad con que se haga todo es primordial para que todo salga bien, porque por bien planeado que esté, es importante que no dure el proceso de empalme de las dos empresas para que baje el traumatismo que genera.

En otro extracto tomado de las estadísticas mostradas por Kearney Global PMI, vemos situaciones afines a las presentadas en el libro. En una encuesta mundial llevada a cabo por A.T. Kearney entre 1998 y 1999, estudiando más de 115 fusiones se llegó a la conclusión de que el 58% de las fusiones no lograron alcanzar los objetivos (Estevez, 1999).

Grafica 1: Riesgo de fracaso en cada fase de la fusión.

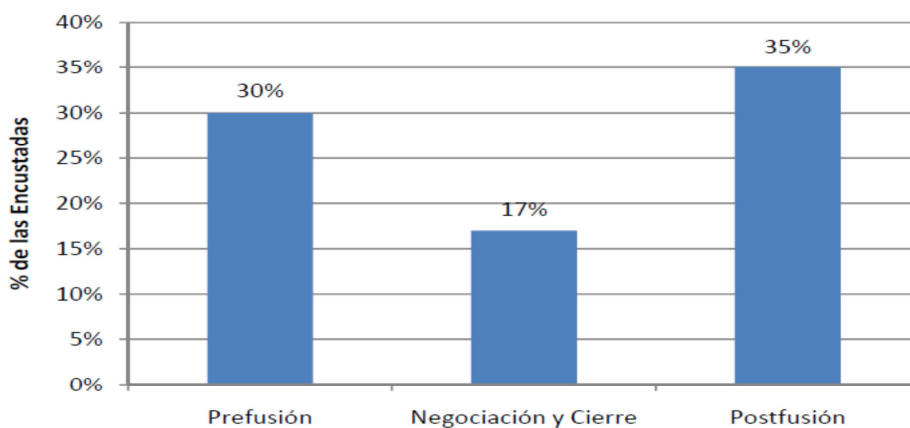


fig. 1 Riesgo de fracaso en cada fase de la fusión (Kearney Global PMI securities)

Extraída de notas sobre la post- fusión (Estevez, 1999).

Tabla 3: Porcentaje de éxito, como función de la rentabilidad total para los accionistas, en cada tipo de fusión.

Tipo de fusión	TOTAL	ESCALA	LATERALES (Conglomerados o no relacionados)	VERTICAL	CONCÉNTRICOS (Conglomerados relacionados)
% TOTAL	100%	75%	11%	10%	4%
Fracasos	58%	55,2%	47,5%	75,3 %	46%

Extraída de notas sobre la post-fusión (Estevez, 1999).

De la encuesta mundial sobre la integración pos fusión llevada a cabo por A.T. Kearney y que estudió las fusiones de los años 90, se puede extraer cuáles son los patrones que tuvieron más éxito: Experiencia, ya que en el 74% de las fusiones con éxito, las empresas protagonistas asignaron directivos experimentados para ejecutar las tareas de la fusión. No alejarse del centro (afinidad del negocio), el 80% de las empresas envueltas en fusiones de éxito compraron negocios afines al suyo, el 36% totalmente similares y el 44% muy relacionados. Mantener un núcleo fuerte ya que el 48% de las empresas con fusiones de éxito operaba con un sólido negocio clave. Tener suficientes recursos financieros. Evitar las fusiones entre iguales, sólo el 7% de las fusiones exitosas fueron entre iguales. (Estevez, 1999).

4. Análisis y resultados de fusiones realizadas a través del tiempo, caso de éxito y caso de fracaso

4.1 Caso de éxito

EXXON- MOBIL

Exxon- Mobil se convirtió la más grande compañía en el mundo (marzo de 2012), líder en el mercado de petróleo, siendo una de las 10 empresas corporativas con más ingresos, según la revista Fortune en su listado de las 500 empresas más grandes del mundo (MBA knowledge base, 2009).

Lo que motivó esta fusión fue la globalización, el crecimiento de la competencia, las innovaciones tecnológicas, la transformación que ha sufrido el mercado y los bajos precios del petróleo. Adicionalmente debido al crecimiento de la industria del petróleo, era necesario contar con sistemas mejorados de comercialización y distribución geográfica que les permitiera abarcar diferentes segmentos y países.

Las dos empresas se complementan entre sí para lograr una posición más fuerte en regiones del mundo con mayor potencial de descubrimientos de gas y petróleo y en donde haya potencial para venta de sus productos. En Colombia por ejemplo el posicionamiento de la marca Mobil en el área de lubricantes es notable, lo manejan para vehículos particulares, comerciales y para industria.

Las dos tenían experiencia en áreas diferentes lo cual produjo un beneficio común al perfeccionar la fusión, las fortalezas de Exxon eran las finanzas y la ingeniería, mientras que las de Mobil eran la negociación y la comercialización (Boris, 2010).

Inicialmente se beneficiaron de no tener duplicidad en capacidad e instalaciones, de reducir costos administrativos y de crear sinergia en las mejores prácticas de cada compañía. Para el año 2000 reportaron que las sinergias habían producido \$4.6 billones de dólares con proyección de incrementarse a \$ 7 billones de dólares (Boris, 2010).

Tabla 4: Términos de negociación fusión de las empresas Exxon y Mobil.

Términos de negociación EXXON / MOBIL					
Pre- Fusión	Dólares			Porcentaje	
	<i>Exxon</i>	<i>Mobil</i>	<i>Total</i>	<i>Exxon</i>	<i>Mobil</i>
Precio de la acción	72,00	75,25			
Acciones en el mercado	2.431	780			
Total Valor de Mercado	175.032	58.695	233.727	74,89%	25,11%
Términos de Intercambio	1,32	1,00			
Post- Fusión					
Numero de acciones	2.431	1.030	3.461	70,24%	29,76%

Extraída del documento, Exxon - Mobil Merger (Boris, 2010).

La fusión fue horizontal en la cual se combinaron las dos empresas en la misma línea de negocio. También hay fusiones verticales que son las que se hacen cuando se unen empresas que están en niveles diferentes de una misma cadena de producción y las complementarias que se dan cuando las líneas de negocio de las compañías son complementarios entre sí.

Los resultados de la fusión entre 1999 y 2004 mostraron utilidades por \$75 billones de dólares y más de 123 billones en caja. Solo en el año 2000 género en flujo de caja 29

billones de dólares, casi doblando el año inmediatamente anterior, con lo que logró repartir dividendos vía recompra de acciones en aproximadamente 8 billones y pagar 6 billones en deudas logrando bajar la relación de deuda sobre capital al 15% (Boris, 2010).

Lograron reducción de las instalaciones y de empleados, bajaron costos adoptando las mejores prácticas de cada compañía, por ejemplo combinando tecnologías avanzadas. Redujeron 14.000 empleos con un ahorro antes de impuestos de \$3.8 billones de dólares anuales; lo cual ayudó a su posicionamiento a nivel mundial (Corcoran, 2010).

La empresa desde casi todo punto de vista es un ejemplo de buenas prácticas ya que tuvieron una sinergia administrativa notable, adecuaron la operación de manera rápida y siguieron su plan de acción sin salirse de él.

El resultado fue notable como lo podemos observar en la valoración realizada por J. Fred Weston de la Universidad de California UCLA, donde se demuestra que el valor de las empresas se incremento por la fusión, es decir que el valor total de la empresa fusionada es mal alto que si se sumaran las valoraciones individuales de estas empresas antes de fusionarse (Weston, 2002).

Tabla 5: Valoración de la fusión Exxon-Mobil.

Valoración	Exxon	Mobil	Fusión/ Exxon- Mobil
Beta	0,85	0,75	0,8
Costo de patrimonio	11,55%	10,85%	11,20%
Costo de la deuda	7,20%	7,50%	7,20%
% deuda	30%	30%	30%
% patrimonio	70%	70%	70%
Costo de capital	9,49%	8,95%	9,18%
Tasa libre de riesgo	5,60%	5,60%	5,60%
Prima de riesgo	7%	7%	7%
VALOR DE FIRMA- BILLONES USD			
(Metodología flujos de caja descontados)			302.161
Total interés deuda			18.972
VALOR PATRIMONIAL	175.032	58.695	283.189
Ganancia por la fusión	23,90	25,70	49.462

Extraída del documento: The Exxon - Mobil merger an archetype (Weston, 2002).

Los indicadores de apalancamiento, las relaciones pasivo patrimonio, los costos de capital, su valor patrimonial y su valoración, demuestran porqué fue tan exitoso este caso. La sinergia incluyó ventajas financieras, administrativas y comerciales.

4.2 Caso de fracaso

AOL-TIME WARNER

La fusión de estas dos empresas se realizó con la finalidad de complementar sus negocios y buscar sinergias que ayudaran a las dos a prosperar con los cambios continuos en las nuevas tecnologías.

Time Warner con experiencia en televisión por cable era la segunda empresa en este negocio, se fusionó debido a que en el año 2000 se creía que para jugar un rol significativo en el futuro en los medios de comunicación no se podía seguir con un solo canal de televisión necesitaban incursionar en internet para poder llegar a todos los consumidores, distribuyendo sus contenidos en línea.

AOL con experiencia en servicios online y acceso a internet, en su estrategia de incrementar su presencia online deseaba proveer a sus consumidores contenidos originales e interactivos. Aprovechando de la misma manera reducción de costos, oportunidades de crecimiento, incremento en la eficiencia mercadeando en diferentes plataformas y sistemas de distribución Sin embargo esta fusión falló por diferentes razones.

La principal y más notable falla fue que AOL nunca fue una igual contraparte de Time Warner, cuando se realizó la fusión la acción de AOL estaba sobrevalorada por la burbuja de internet, por lo que AOL recibió un precio muy alto por su acción respecto a lo que daría de retorno.

Esto significó estar mal desde el principio mismo de la negociación, con expectativas y fortalezas irreales. Time Warner sufrió la peor parte por este error, porque asumió el costo de sobredimensionar a su socio. (Verma, 2011).

Fallaron en la implementación de las estrategias conjuntas y en la comunicación de dichas estrategias. Sin canales eficientes de comunicación no pudieron avanzar para el mismo lado y la fusión nunca encajó las dos actividades. (Dumon, 2008).

Les faltó reconocimiento de otras nuevas tendencias en tecnología y no lograron adaptarse a estos nuevos sistemas, por ejemplo no fueron capaces de promover la idea de plataforma musical combinada y debido a eso les tomo ventaja Apple con Itunes Music Store. Una empresa de tecnología no puede quedarse rezagada por razones evidentes.

AOL no ofrecía los servicios de banda ancha con la rapidez necesaria, dejando nuevamente que las empresas de telefónica local ganaran en este terreno, por lo cual su plataforma redujo notablemente sus clientes y los contratos por publicidad cayeron. Entre los aspectos más determinantes de cualquier negocio en internet podría cualquier persona citar la velocidad de navegación y la innovación, ninguno de los dos puede faltar.

AOL tenía un problema de administración, nunca lograron llevar a cabo las estrategias y sinergias propuestas. Como anteriormente se expuso, la principal razón de quiebra fue la discrepancia administrativa por lo que sin cumplirse esta premisa era difícil llegar a un final distinto.

Por las razones anteriores no lograron generar valor y se quedaron cortos generando un producto completo a la altura del consumidor. (Verma, 2011).

Al principio times Warner fue el que pensó que saldría ventajoso de la fusión porque aprovecharía la plataforma para promover su contenido, sin embargo al final el más beneficiado fue AOL. En 2009 las empresas terminaron separándose.

Tabla 6: Valoración de la fusión AOL-Warner.

Pre- Fusión	<i>Time Warner</i>	Dólares		Porcentaje	
		<i>AOL</i>	<i>Total</i>	<i>Time Warner</i>	<i>AOL</i>
Precio de la acción	90,00	60,00			
Acciones en el mercado	1.750	3.208			
Total Valor de Mercado	157.500	192.500	350.000	45,00%	55,00%
Numero de clientes (millones)	30	27			
Términos de Intercambio	1,50	1,00			
Post- Fusión					
Precio acción			40		
Numero de acciones			4.958	Perdida Valor	Porcentaje
Total Valor de Mercado			198.333	151.667	43,33%

Extraída de The AOL/ Timer Warner Merger (Verma, 2011).

La comparación de indicadores operativos y financieros resulta compleja por la poca afinidad de los negocios, sin embargo en el cuadro resumen de la fusión analizando solo el precio de las acciones, se puede ver con notoriedad que la pérdida de valor patrimonial y de mercado fue contundente.

5 ¿Las fusiones entre empresas mineras de oro son razonables?

Para poder llegar a una conclusión primero es pertinente analizar las variables a las cuales se ven expuestos los mineros.

5.1. Los costos de extracción

El costo de excavación por onza varía dependiendo la ubicación de la mina, es por esta razón que otro incentivo para fusionarse es lograr tener minas con depósitos económicos de oro ya que son muy difíciles de encontrar. Además se prevé que el oro esta subvaluado por lo que tiene potencial de incremento en el precio.

La mayoría de las empresas reportan este costo según regulación del “Gold Institute Gold Cost Standard”, este costo incluye gastos directos de explotación y procesamiento, fundición de terceros, cargos de refinación, regalías e impuestos netos de la producción, el cual es llamado cash cost. (ABN-AMRO, 2011).

Sin embargo adicional a estos llamados cash cost, están los costos por depreciación, amortización, agotamiento y claramente los costos y gastos de administración así como los de exploración, que ya depende mas de cada empresa, de su estructura y de su ubicación.

Las variaciones que se pueden presentar en este costo dependen de muchos factores internos y externos, es decir internos en la región y la ubicación de la mina como lo son los problemas geológicos, salarios de los mineros, y externos como lo son los costos de los insumos como energía, materia prima los cuales fluctúan dependiendo de la liquidez del mercado y situaciones específicas de la economía. Adicionalmente cuando el dólar se debilita afecta este costo, ya que es la moneda base para dar el precio del oro.

Tabla 7: Costo promedio de producir una onza de oro (USD), datos del año 2007 al año 2011.

Gold cash costs by year and quarter, \$/oz unless stated												
	2007	2008	2009	2010	2009			2010				2011
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Average cost	394	470	485	579	471	504	517	551	562	589	609	620
Ave gold price (pm fix)	695	872	972	1,225	922	960	1,100	1,109	1,194	1,227	1,368	1,387
Difference	302	402	488	646	451	456	583	558	632	638	758	767
Cost at various positions on curve												
25%	307	390	394	431	355	375	382	386	410	422	460	435
Median -50%	385	460	476	565	467	495	495	550	566	575	562	583
75%	458	560	574	699	549	614	625	652	677	705	745	760
90%	556	667	685	828	684	720	739	820	813	887	866	959
Costed production (Moz)	42.3	42.9	44.6	46.5	10.8	11.3	11.9	11.2	11.5	11.9	12.2	11.7
Costed production (tonnes)	1,315	1,335	1,388	1,430	336	351	372	347	357	370	379	364

Source: VM Group, Haliburton Mineral Services

¹ All costs are in US dollars per troy ounce unless otherwise indicated.

² The average cash cost of mine was calculated as follows: each mine's cash cost is multiplied by its production. This is determined for all 274 mines, and then divided by the total production of 11.7 Moz. For Q1 11 this gives a higher figure for average cash costs, \$620/oz compared with the median, \$583/oz.

Extraída del reporte de costos del primer periodo del año 2011 de la mina de oro de ABN AMOR (ABN-AMRO, 2011).

Latino América sigue siendo altamente competitiva en la región con el diferencial entre precio y costo haciendo un record de \$891 usd/onza, incentivando de esta manera la inversión en este sector en la región ya que representa un mayor margen. (ABN-AMRO, 2011).

Esto lo podemos evidenciar en el cuadro adjunto donde se comparan los costos promedios por región, el cual se realizó teniendo en cuenta 111 empresas mineras, explotadoras de oro.

Tabla 8: Costo promedio de producir una onza de oro (USD) en diferentes regiones del mundo.

Gold mine production: cash costs by region, Q1 11, \$/oz unless stated							
	South Africa	Oceania	Other Africa	North America	Asia	CIS/ Europe	Latin America
Average cost (\$/oz)	869	778	647	546	489	491	496
Cost at various positions on curve							
25%	589	596	464	322	353	342	313
Median -50%	922	718	575	543	475	523	444
75%	977	955	760	643	521	585	583
90%	1,202	1,157	959	792	759	649	711
Costed production (Moz)	1.3	2.1	2.0	2.2	0.9	1.1	2.2
Costed production (tonnes)	39	64	61	70	27	34	70

Source: VM Group/Haliburton Mineral Services

Extraída del reporte de costos del primer periodo del año 2011 de la mina de oro de ABN AMOR (ABN-AMRO, 2011).

5.2. Recursos limitados

Otro problema el cual enfrentan este tipo de empresas, es encontrar nuevas fuentes de exploración de oro para permanecer en el tiempo y tener flujo de caja constante, para esto son muy importantes las reservas probadas y probables de cada una de las minas.

Estas reservas ayudan a generar mayor valor en la empresa y expectativa en su dinámica futura, el negocio de los mineros es estar renovando sus reservas.

Los costos de buscar nuevas minas productivas son los que limitan el acceso al negocio, porque es en ese factor donde se dimensionan los grandes montos de inversión que se necesitan para trabajar en la minería. Cuando encuentran un nuevo yacimiento siguen teniendo un alto costo de exploración porque necesitan demostrar cuanto oro pueden explotar en este campo, al igual que construir la mina. (Ausick, 2010).

6 Análisis caso: Fusión Colombian Gold & Medoro Resources

6.1 Gran Colombia Gold Corp.

6.1.1 Descripción de la empresa

Gran Colombia es una empresa de exploración y desarrollo de oro con sede en Canadá, dedicada a la adquisición, el desarrollo y la operación minera principalmente en Colombia. Tiene en producción 5 minas y una superficie total de exploración de 21.400 hectáreas aproximadamente.

6.1.2 Situación antes de la fusión

Contaban con 5 proyectos de exploración: Concepción, Mazamorra, Frontino Gold Mine, El Zancudo y Segovia. Los proyectos de Mazamorra y Concepción se encontraban en un estado inicial de exploración, y como es normal en esta fase, requieren de un mayor avance para determinar su verdadero potencial minero.

- **Concepción:** La propiedad incluía minas que fueron explotadas en pequeños depósitos subterráneos y superficiales (aluviales). Las muestras de campo confirmaban la presencia de oro y plata de alta pureza en vetas de cuarzo, y la inspección en la propiedad confirmaba la presencia de vetas dispersas a lo largo del terreno. (Interbolsa SA, 2011).
- **Mazamorra:** El proyecto se encontraba en Fase I de exploración con probabilidad de hallar yacimientos de Cobre, Oro y Molibdeno en depósitos hidrotermales. Se requería exploración adicional para identificar un potencial económico, por lo que Gran Colombia planteaba avanzar en exploración superando los problemas logísticos que se lo impedían. (Interbolsa SA, 2011).
- **Frontino Gold Mine:** Activos pertenecían al antiguo operador Frontino Gold Mines Ltda., el cual produjo cerca de 33 minas en el área. Para la época existían 3 minas en operación: El Silencio, Sandra K y Providencia las cuales están en proceso de expansión.

La compañía planeaba expandir la capacidad de procesamiento de la planta de 600 a 1.200 tpd. La compañía debía confirmar reservas adicionales que soportaran los objetivos de producción y buscar estrategias para mejorar los elevados costos de producción (1.300 US/oz). (Interbolsa SA, 2011).

- **El Zancudo:** Se trataba de un distrito minero histórico sin exploración moderna reciente. La propiedad presentaba oro en vetas muy inclinadas de alto tenor en los niveles inferiores. Tenía buen potencial de encontrar mineralización adicional a lo largo del terreno (orientación de las vetas) hacia el norte y sur de la mina Independencia. (Interbolsa SA, 2011).

En la actualidad se adelantan labores de adecuación en dos minas y se presentan buenas posibilidades de establecer una operación de extracción de oro y plata en vetas de alto tenor en un periodo de tiempo limitado.

- **Segovia:** Mina ya en exploración, con un estimado de vida de 15 años, y recursos de oro ya medidos e indicados de 233.000 onzas e inferido de 1.084.000 onzas. (Interbolsa SA, 2011).

6.1.3 Ventajas

- Una de las empresas más grandes a nivel de exploración de oro en el país.
- Experiencia de muchos años en el sector.
- Potencial de 5 minas para exploración que le da una continuidad bastante amplia en caso de poder probar las reservas.
- Robustez económica para inversiones demandadas por estos proyectos.
- Deuda financiera que le ayuda a que el costo de capital sea mas bajo por ende se vea reflejado en el valor de la empresa, se hace llamativo para los accionistas.

6.1.4 Valoración

6.1.4.1 Datos base

- Precio promedio de venta US\$ 1.385 por onza en 2010.

- Los costos totales de producción de oro fueron por US\$ 1.537 por onza, en 2010.
- Durante el ejercicio 2010, la compañía invirtió US\$ 2,5 millones en programas de perforación en sus distintas propiedades mineras.

6.1.4.2 Supuestos

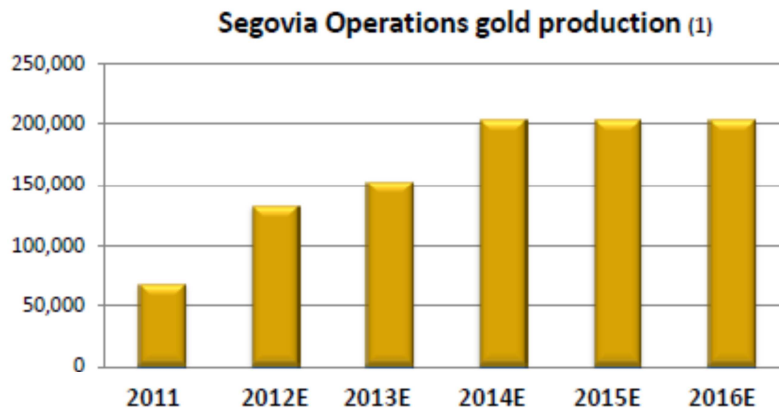
SUPUESTOS								
Macroeconómicos	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
inflación doméstica	4,06%	3,90%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
DTF (EA)	4,96%	5,70%	6,10%	6,93%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%
DTF (TA)	4,81%	5,51%	5,88%	6,64%	6,32%	6,32%	6,32%	6,32%
Spread (TA) 4%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
DTF + 4% Efectivo	9,32%	10,10%	10,52%	11,39%	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%
Deuda después de Impuestos	6,24%	6,77%	7,05%	7,63%	7,39%	7,39%	7,39%	7,39%
% Tasa efectiva de tributación	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Operacionales	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Producción de oro por onzas	100.100	140.140	196.196	274.674	384.544	538.362	753.707	1.055.189
Precio por onza	1.532	1.558	1.603	1.300	1.200	1.100	1.100	1.100
Total Ingresos	153.353.200	218.338.120	314.502.188	357.076.720	461.452.992	592.198.006	829.077.209	1.160.708.093
Crecimiento producción	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Costo de producción de oro por onza	1.383	1.245	1.120	1.008	908	908	908	908
Total costo de ventas	138.468.330	174.470.096	219.832.321	276.988.724	349.005.792	488.608.109	684.051.353	957.671.894
Gastos de administración y ventas	4,06%	3,90%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Otros gastos o (ingresos) operativos: proyectos	4,06%	3,90%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

- Se espera que la producción de la mina Segovia suba a 130.000 onzas en 2012 y 200.000 onzas para 2014. Para alcanzar este crecimiento se tomo un crecimiento anual en producción del 40%. (Gran Colombia Gold, 2012)
- Reducción de cash cost a US\$900 por onza para 2016, según expectativas de la empresa. (Gran Colombia Gold, 2012).
- El precio de la onza de oro, se tomo de acuerdo a proyección de bloomberg.

- Las inversiones adicionales para poder bajar el cash cost, son el equipo y maquinaria el cual se supuso que se financiarían con deuda.

Grafica 2: Proyección de producción en onzas de oro de la mina de Segovia.



(1) Management estimate

Extraído de presentación corporativa para inversionistas (Gran Colombia Gold, 2012).

6.1.4.3 Resultados de la valoración

6.1.4.3.1 Calculo del Ke

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value	Unlevered Beta corrected for cash
Metals & Mining (Div.)	73	1.33	14.10%	11.04%	1.18	7.60%	1.28

Bonos Globales Denominados en USD	6,57%
Mercado Global Bonos del Tesoro 30 años	4,09%
EMBI Colombia 31 de diciembre de 2011	2,03%
Índice Bolsa de Valores	5,33%

Rentabilidad Libre de Riesgo	4,09%
Riesgo País	2,03%
Equity risk premium	5,33%
B	1,28
Prima de liquidez	2,00%
Ke USD	14,94%

6.1.4.3.3.3 Indicadores

INDICADORES	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad neta	(16.900)	(30.700)	(38.104)	(10.610)	29.578	19.604	41.649	35.891	63.803	102.793
Patrimonio	248.600	453.500	415.396	404.785	434.363	453.967	495.616	531.507	595.311	698.104
ROE	-6,80%	-6,77%	-9,17%	-2,62%	6,81%	4,32%	8,40%	6,75%	10,72%	14,72%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad neta	(16.900)	(30.700)	(38.104)	(10.610)	29.578	19.604	41.649	35.891	63.803	102.793
Activos Operacionales	7.500	29.200	47.412	63.815	86.801	103.008	131.662	175.590	245.826	344.157
ROA	225,33%	105,14%	-80,37%	-16,63%	34,08%	19,03%	31,63%	20,44%	25,95%	29,87%
Ventas	20.200	105.300	153.353	218.338	314.502	357.077	461.453	592.198	829.077	1.160.708
Activos Operacionales	7.500	29.200	47.412	63.815	86.801	103.008	131.662	175.590	245.826	344.157
ROTACION DEL ACTIVO	2,7	3,6	3,2	3,4	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Activos Operacionales	7.500	29.200	47.412	63.815	86.801	103.008	131.662	175.590	245.826	344.157
Patrimonio	248.600	453.500	415.396	404.785	434.363	453.967	495.616	531.507	595.311	698.104
APALANCAMIENTO	0,03	0,06	0,11	0,16	0,20	0,23	0,27	0,33	0,41	0,49

6.2 Medoro Resources

6.2.1 Descripción de la empresa

Medoro es una empresa de exploración, desarrollo y minería de oro y plata, dedicada principalmente al desarrollo de una mina a cielo abierto de gran escala en Marmato, en Colombia.

6.2.2 Situación antes de la fusión

Su principal mina Marmato estaba en un estado avanzado de exploración, certificando 9.8 millones de onzas de oro mediante informe NI 43-101 de enero de 2011 en un periodo de 21 años y 59 millones de onza de plata en recursos.

Operacionales	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Producción de oro por onzas	23.535	32.948	46.128	64.579	90.410	126.574	177.204	248.085
Precio oro por onza	1.532	1.558	1.603	1.300	1.200	1.100	1.100	1.100
Producción de plata por onzas	35.812	59.089	97.497	160.870	265.436	437.969	722.649	1.192.371
Precio de plata por onza	36	36	35	20	18	18	18	18
Total Ingresos	37.344.072	53.460.660	77.354.973	87.169.672	113.270.007	147.115.052	207.931.933	294.356.627
Crecimiento producción oro	10%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Crecimiento producción plata	10%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Costo de producción de oro por onza	974	847	737	641	641	641	641	641
Costo de producción de plata por onza	8	8	8	8	8	8	8	8
Total costo de ventas	23.198.035	28.378.971	34.769.799	42.686.565	60.082.931	84.646.975	119.381.703	168.579.683
Gastos de administración y ventas	4,06%	3,90%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

- La Compañía reveló algunas conclusiones del estudio, incluyendo la preferencia de un proyecto de minería a cielo abierto que procesaría 283 millones de toneladas durante un periodo de 21 años, con un tenor promedio de 0.9 gramos de oro por tonelada, produciendo 340,000 onzas de oro y 1.3 millones de onzas de plata con un costo operativo de \$524 dólares por onza de oro y un costo total por onza de \$643 dólares. (Interbolsa SA, 2011)
- Para 2019 llegarían a una producción anual de oro de 250.000 onzas y de plata de 1.1 millones, según expectativas de la empresa.
- Para su explotación y desarrollo planea invertir más de US\$60 millones en los próximos dos años.
- Planea pasar de una producción actual de 25.000 a más de 250.000 onzas. Para alcanzar esta producción se supone un crecimiento anual del 40% en la producción.
- El precio de la onza de oro y la plata, se tomo de acuerdo a proyección de bloomberg.

6.2.4.3 Resultados de la valoración

6.2.4.3.1 Cálculo del Ke

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value	Unlevered Beta corrected for cash
Metals & Mining (Div.)	73	1.33	14.10%	11.04%	1.18	7.60%	1.28

Bonos Globales Denominados en USD	6,57%
Mercado Global Bonos del Tesoro 30 años	4,09%
EMBI Colombia 31 de diciembre de 2011	2,03%
Índice Bolsa de Valores	5,33%

Rentabilidad Libre de Riesgo	4,09%
Riesgo País	2,03%
Equity risk premium	5,33%
β	1,28
Prima de liquidez	0,00%
Ke USD	12,94%

6.2.4.3.2 Cálculo del WACC

[illegible]

6.2.4.3.3 Valoración por flujo de caja descontado

6.2.4.3.3.1 Flujo de caja disponible del accionista

VALORACION	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	
FC DISPONIBLE ACCIONISTA	-57.658	-25.864	-8.428	-6.553	5.518	15.204	36.494	67.108	69.456
Gradiente	3,50%						69.456		
Valor Residual	735.579								
FC DISPONIBLE DEL ACCIONISTA AJUSTADO CON VR RESIDUAL	(57.657,82)	(25.863,70)	(8.427,52)	(6.552,78)	5.518,48	15.203,84	36.494,34	802.686,23	
VPN	\$ 247.865								

6.2.4.3.3.2 Flujo de caja libre operativo

VALORACION	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	-59.000	-27.206	-9.770	-7.895	4.176	13.862	35.152	65.766	68.067
Gradiente	3,50%						68.067		
Valor Residual	720.869								
FC LIBRE OPERATIVO AJUSTADO CON VR RESIDUAL	-59.000	-27.206	-9.770	-7.895	4.176	13.862	35.152	786.634	
Factor de descuento del WACC	1,00	0,89	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48	0,43	
FC descontado	(58.999,82)	(24.088,12)	(7.658,78)	(5.479,85)	2.566,74	7.542,86	16.936,05	335.562,79	
VPN	\$ 266.382								

6.2.4.3.3.3 Indicadores

INDICADORES	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad neta	(41.516)	(42.526)	(37.968)	(27.507)	(10.593)	(9.413)	(1.468)	5.103	21.966	46.275
Patrimonio	161.721	154.747	116.779	89.272	78.679	69.266	67.797	72.900	94.867	141.142
ROE	-25,67%	-27,48%	-32,51%	-30,81%	-13,46%	-13,59%	-2,17%	7,00%	23,15%	32,79%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad neta	(41.516)	(42.526)	(37.968)	(27.507)	(10.593)	(9.413)	(1.468)	5.103	21.966	46.275
Activos Operacionales	2.767	2.868	2.718	3.326	4.074	5.002	7.041	9.919	13.990	19.755
ROA	1500,39%	1482,77%	1396,68%	827,14%	259,98%	188,18%	-20,85%	51,44%	157,02%	234,25%
Ventas	27.955	31.846	37.344	53.461	77.355	87.170	113.270	147.115	207.932	294.357
Activos Operacionales	2.767	2.868	2.718	3.326	4.074	5.002	7.041	9.919	13.990	19.755
ROTACION DEL ACTIVO	10,1	11,1	13,7	16,1	19,0	17,4	16,1	14,8	14,9	14,9

6.3 Fusión

6.3.1. Descripción

La fusión entre Medoro y Gran Colombia fue causada por numerosas propuestas de inversionistas y accionistas sustanciales, sofisticados y concentrados en los recursos en ambas Compañías, quienes vieron esta combinación como una oportunidad de fusionar dos compañías relativamente subvaluadas en una entidad más vigorosa que estará más capacitada para crear un valor duradero y a largo plazo para los accionistas (PR Newswire, 2011).

La fusión se estructuró como una fusión de iguales. Las compañías creen que las perspectivas de crecimiento de la compañía combinada son mayores que la que cualquiera de ellas podría alcanzar por sí sola, razón por la cual tomaron esta decisión.

Tuvieron en cuenta los dos principales y grandes proyectos de producción y desarrollo como lo son Segovia y Marmato para alcanzar posicionamiento y aprovechar las oportunidades de la consolidación de sus operaciones. (PR Newswire, 2011).

La nueva compañía enfocará los trabajos de exploración en planear avances adicionales en los frentes de explotación, que permitan demostrar la continuidad de los yacimientos, que finalmente es lo que le da soporte a este tipo de negocios.

Grafica 3: Minas de la empresa fusionada.



Extraída de la pagina oficial de la empresa (Gran Colombia Gold, 2012).

6.3.2 Condiciones

Los accionistas de Medoro recibieron 1.20 acciones de Gran Colombia mas derechos de adquisición de 0.5 acciones de Gran Colombia por cada acción de Medoro.

De acuerdo a la cotización de la acción de Medoro al 13 de abril de 2011 cuando se realizo el anuncio, sus accionistas recibieron un premio del 8% y del 24% si se considera el promedio ponderado (por volumen) de los 20 días previos al anuncio. (Interbolsa SA, 2011).

6.3.3 Expectativas

Las compañías esperan ahorrar costos a partir de un único programa de recursos humanos y relaciones con la comunidad, así como de sinergias de producción y economías de escala provenientes de un uso más eficiente de las instalaciones.

Adicionalmente esperan aprovechar esta época en donde el precio del oro nunca ha estado tan alto, llegando a convertir de esta manera las empresas fusionadas en la principal compañía de producción, desarrollo y exploración de oro en Colombia.

Por otra parte esperan aprovechar al máximo los equipos directivos de gran experiencia de las dos empresas, con los cuales enfrentaran mas claramente situaciones políticas, sociales y económicas que se puedan presentar en el país, así como resolver uno de los riesgos potenciales mas altos que tienen ahora que es la reubicación del pueblo de Marmato para poder desarrollar el proyecto de cielo abierto en esta mina.

Estas expectativas fueron y han sido plasmadas por los directivos de las empresas, en especial los presidentes encargados en su momento de cada una de ellas, y la actual presidente de la compañía María Consuelo Araujo.

6.3.4 Ventajas

- La mina de Marmato se encuentra en un estado de exploración avanzado, lo que tiene como ventaja que reduce riesgo y costos de exploración, así como garantiza una base de producción para la empresa teniendo reservas ya probadas.
- Según los estudios realizados en la mina de Marmato, todavía hay posibilidad de expansión en la exploración a otro tipo de profundidades, es decir esa mina puede tener mucho más potencial del ya encontrado.
- Aparte de la explotación que ya se esta realizando en las minas de Marmato y Segovia, tienen oportunidad de explotación en 5 minas mas, las cuales ya son activos de ellos, lo cual les da un potencial de desarrollo adicional.
- Como las dos empresas antes de la fusión ya estaban produciendo oro y plata, esto alivia el flujo de caja de la compañía, porque ya se encuentran en etapa productiva y compensan la inversión adicional que tienen que hacer para la etapa de exploración de las otras minas.

- El precio del oro actual, el cual alcanza uno de los más altos en los últimos años como refugio ante la inestabilidad de mercados financieros con la situación de crisis actual de Estados Unidos y Europa.
- La empresa tendrá como resultado una mayor capitalización bursátil, activos potencialmente más grandes y una mayor liquidez en el mercado.

6.3.5 Desventajas

- Como se había mencionado con anterioridad la empresa todavía tiene que resolver un problema social como lo es la reubicación del pueblo de Marmato para poder desarrollar el proyecto de cielo abierto con el cual tienen más posibilidad de explotación en esa mina, este es un criterio determinante para el desarrollo del proyecto.
- La mina de Marmato con el tiempo va presentar una limitación y es la topografía del área limita las opciones de ubicación de las zonas de disposición de residuos. (Interbolsa SA, 2011).
- A la hora de la fusión la empresa Gran Colombia tenía problemas logísticos en sus minas, los cuales debe superar para continuar con las operaciones de exploración y desarrollo.

6.3.6 Riesgos asociados

- Volatilidad del precio del oro, por ser un commodity tiene un riesgo alto.
- Una de las firmas que evaluó la fusión cree que la fusión no es buena para anteriores accionistas de Medoro Resources con un perfil de inversión de riesgo medio, ya que la fusión hace que la empresa resultante cambie a un perfil de riesgo alto, lo que puede generar presiones de venta en aquellos accionistas que no están dispuestos a asociar sus inversiones a las fases tempranas de exploración minera. (Interbolsa SA, 2011).
- La clasificación del perfil de riesgo de la compañía se situara en perfil de riesgo medio, debido a que tienen algunas minas en etapa de prospección y exploración.

- Es necesario proyectar la continuidad de las venas identificadas en el área.
- Las minas el Zancudo y concepción representan distritos tradicionalmente mineros que requieren avanzar en la caracterización de sus depósitos.
- El proyecto Mazamorra, se encuentra en una región muy poco explorada y con grandes dificultades logísticas pero con un enorme potencial geológico por desarrollar, lo cual puede ser un riesgo pero a la vez una mina con gran potencial futuro en cual hay que examinar.

6.3.7 Evaluaciones a favor y en contra de la fusión

6.3.7.1 A favor

El director ejecutivo y director de inversiones de la firma US Global Investor, Frank Holmes afirmó que esta fusión debe impulsar un crecimiento sostenible en recursos, flujo de caja y producción, y debe aumentar el valor relativo de la compañía combinada.

De igual forma argumentó que el equipo combinado de las dos compañías tiene la experiencia requerida y el historial probado para desarrollar estos activos con calidad y maximizar el valor para los accionistas en Colombia, teniendo en cuenta las consideraciones políticas, sociales y ambientales del país, elementos muy importantes para que las empresas de este sector tengan éxito.

Y que al final esto repercutirá en el mayor valor y beneficio para los accionistas teniendo en cuenta que la empresa quedaría como productor líder de oro en Colombia.

Los Presidentes de las compañías también se pronunciaron afirmando que las perspectivas de crecimiento de las compañías combinadas son mayores que las que cualquiera de las dos podría lograr por su cuenta (se espera un índice de crecimiento anual compuesto del 42% en la producción de 2011 a 2016), y que dicha fusión proporcionaría una escala incrementada inmediata, mejor liquidez y sinergias operativas (PR Newswire, 2011).

Adicionalmente afirmaron que el equipo de directivos de las compañías está preparado para todos los retos que se han propuesto y para enfrentar las dificultades normales que se presentan en este tipo de negocios.

6.3.7.2 En contra

La firma Glass Lewis, una de las firmas que realizó el análisis para recomendar o no a los accionistas de la empresas si daban su voto a favor o en contra de la fusión, cuestiono que esta transacción fuera una verdadera fusión de iguales, así como discutió el proceso de revisión estratégica al considerar transacciones alternativas en cuanto a que esta alternativa fuera la mejor para alcanzar una expansión rápida y declaro: “no vemos una razón apremiante para que los accionistas crean que la adquisición propuesta representó el medio más atractivo para que la Compañía llevara a cabo su deseo de expandirse rápidamente”. (PR Newswire, 2011).

Ante estas declaraciones, la compañía afirmo que la combinación de Gran Colombia y Medoro es una verdadera fusión de iguales. Argumentando que después de la transacción, los accionistas actuales de Gran Colombia y los ex accionistas de Medoro poseerán cada parte aproximadamente el 50% de la entidad combinada sobre una base totalmente diluida; la junta directiva de la empresa combinada estará compuesta por todos los directores actuales de Gran Colombia y Medoro; y los equipos gerenciales de cada compañía también se combinarán. (PR Newswire, 2011).

Además que los informes de Glass Lewis no contemplan las capacidades de liderazgo específicas que se requieren para crear una empresa de minería en Colombia. Una parte considerable de la razón fundamental de esta fusión consiste en crear un equipo gerencial y de liderazgo que pueda sortear con éxito los problemas políticos y sociales en Colombia.

6.3.8 Ambiente en Colombia para la fusión

6.3.8.1 Plan Nacional Minero a 2020

Este Plan trazado por el gobierno, lo que pretende es situar la actividad minera y petrolera como estratégica y dirigida a la generación y promoción de la inversión extranjera directa en Colombia.

“En el año 2019 la industria minera colombiana será una de las más importantes de Latinoamérica y habrá ampliado significativamente su participación en la economía nacional.” (Posoo, 2011).

6.3.8.2 Relación de la minería con la balanza de pagos y el PIB

En la cuenta corriente las exportaciones de minería sin contar petróleo y sus derivados, carbón y ferroníquel, fue de 3.216 millones de dólares en 2011 que sería la cifra de minería de productos no tradicionales, de los cuales USD 2.769 millones fueron por el crecimiento de la exportación de Oro, eso significa un crecimiento del 32%.

En la cuenta de capitales la inversión extranjera directa (IED) en Colombia para 2011 fue de 13.234 millones de dólares, principalmente representados por la inversión hecha por el sector de petróleo y minería, a cierre del año este sector representó el 58% del total de la IED, de esta manera se consolida como la principal razón del crecimiento en la balanza de pagos del país. (Banco de la Republica, 2012).

Las cifras son dicientes del impacto que ha tenido en los últimos años la extracción y exportación de oro en el país, que lo consolida como uno de los negocios más atractivos que tiene para soportar su crecimiento y su desarrollo.

Las expectativas a corto y mediano plazo entonces para estas compañías son muy positivas, están aprovechando el gran auge de la explotación de este mineral y que en parte ha sido provocado por el buen ambiente político del país, las buenas relaciones con el mundo, la situación favorable para la inversión extranjera, la mejoría en sus indicadores macroeconómicos y por el precio del oro en el mercado originado de las condiciones económicas mundiales.

6.3.8.3 Ambiente político estable, buenas relaciones

Las relaciones exteriores del país han tenido altibajos en los últimos tiempos con los gobiernos cercanos, pero lo que ha sido una constante es que la confianza de los inversionistas extranjeros en general ha aumentado de manera sobresaliente.

El impacto de la generación de seguridad y la sensación de bienestar son las causas que con contundencia han originado ese despertar de Colombia para el mundo. Las principales calificadoras de riesgo del mundo incluso ya lo tienen en grado de inversión.

Por los montos enormes de inversión que se necesitan para explotar los recursos mineros, la entrada de inversión extranjera es el impulso que el sector necesitaba para estar en estos indicadores de crecimiento y en el auge que se encuentra actualmente. Lo favorable de la situación colombiana y el precio del oro, han creado todo un ambiente atractivo para cualquier inversionista que conozca del negocio y sus perspectivas a futuro.

6.3.8.4 Precio elevado del oro

El precio por onza del oro se negociaba en promedio a USD 279 en el año 2000 y para 2011 estuvo en USD1571, si tenemos en cuenta que para 2012 ha estado en promedio USD1687 podemos ver que el atractivo comportamiento del precio es determinante del negocio actual.

El precio elevado del mineral se atribuye al refugio que representa el commodity para los inversionistas que tienen su dinero en riesgo por estar en medio de una crisis tan pronunciada como la que sufrieron en los últimos tiempos.

Cuando invierten en oro buscan que los efectos de las variaciones en las monedas no afecten su inversión, algunos incluso afirman que en tiempo de crisis se vuelve al patrón oro. La crisis está pasando pero la incertidumbre de los mercados no, esto hace que las expectativas a futuro no varíen y se estime un comportamiento del oro similar al de los últimos 3 años.

6.3.9 Valoración

6.3.9.1 Datos base

- En 2012 la Compañía ya fusionada informó que los costos en efectivo en sus operaciones de Segovia habían disminuido en US\$415 por onza a US\$1.118 por onza de oro vendida como resultado de las medidas de reducción de costos tomadas con la fusión.
- Redujo su fuerza laboral en el 42% y renegó sus contratos con los pequeños mineros para lograr un ahorro total de costos de más de US\$2 millones al mes.
- El actual nivel de producción (90.000 onzas de oro) y flujo de fondos que genera

la actividad de Gran Colombia sumado a los enormes recursos disponibles en el proyecto Marmato (6,6 millones de onzas de oro), perteneciente a Medoro, hace que la fusión propuesta tenga una perfecta complementariedad, conformando una excelente plataforma para el crecimiento orgánico de las operaciones y a través de la consolidación de otras operaciones en la región. (Interbolsa SA, 2011).

6.3.9.2 Supuestos

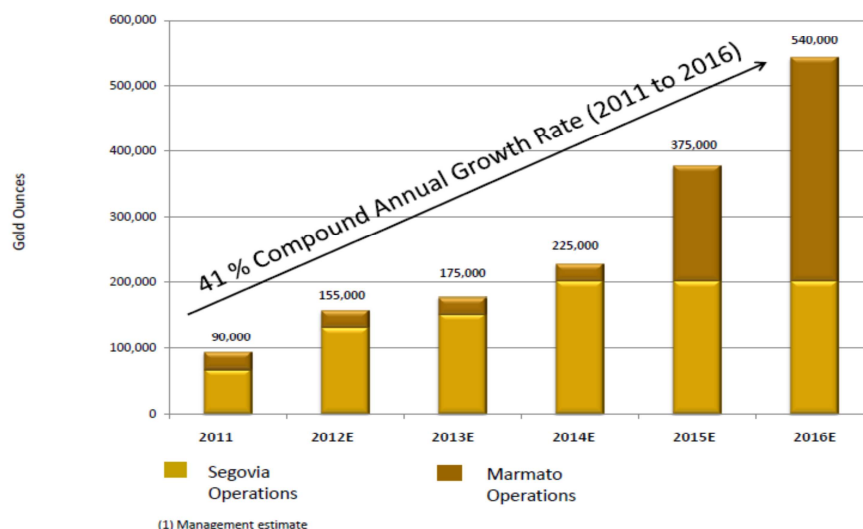
SUPUESTOS								
Macroeconómicos	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inflación doméstica	4,06%	3,90%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
DTF (EA)	4,96%	5,70%	6,10%	6,93%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%
DTF (TA)	4,81%	5,51%	5,88%	6,64%	6,32%	6,32%	6,32%	6,32%
Spread (TA) 4%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
DTF + 4% Efectivo	9,32%	10,10%	10,52%	11,39%	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%
Deuda después de Impuestos	6,24%	6,77%	7,05%	7,63%	7,39%	7,39%	7,39%	7,39%
% Tasa efectiva de tributación	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Operacionales	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Producción de oro por onzas	130.053	182.074	254.904	356.865	499.612	699.456	979.239	1.370.934
Precio oro por onza	1.532	1.558	1.603	1.300	1.200	1.100	1.100	1.100
Producción de plata por onzas	35.812	59.089	97.497	160.870	265.436	437.969	722.649	1.192.371
Precio de plata por onza	36	36	35	20	18	18	18	18
Total Ingresos	200.530.414	285.798.813	412.023.317	467.142.465	604.311.770	777.285.315	1.090.170.301	1.529.490.342
Crecimiento producción de oro	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Crecimiento producción de plata	10%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Costo de producción de oro por onza	1.118	1029	946	871	801	737	678	624
Costo de producción de plata por onza	8	8	8	8	8	8	8	8
Total costo de ventas	145.685.747	187.746.952	241.989.197	311.964.437	402.276.075	518.900.286	669.611.927	864.552.954
Gastos de administración y ventas	4,06%	3,90%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

- La combinación de ambas compañías, permitirá lograr un crecimiento en sus operaciones, llevando la producción de oro de 109.000 onzas en el año 2012 hasta 540.000 onzas en el año 2016.

Grafica 4: Crecimiento de la producción de oro en la empresa fusionada.

GROWING GOLD PRODUCTION ⁽¹⁾



Extraído de la presentación a los inversionistas. (Gran Colombia Gold, 2012)

- La compañía espera reducir los costos totales de la onza vendida de oro a US\$ 600 al año 2019 en promedio, teniendo en cuenta que todas las producciones de las minas de colombian gold se extienden hasta el año 2014. Con las cuales pretender bajar los costos de producción a US\$900 frontino, US\$700 concepción, US\$700 Segovia y US\$600 zancudo, respectivamente.
- El precio de venta se proyecto teniendo en cuenta los pronósticos de bloomberg.
- Un nuevo sistema de trituradora-criba-tamiz entró en operación e incrementará la capacidad de procesamiento a 700 toneladas métricas por día.
- Gran Colombia también ha adquirido un nuevo molino de bolas para remplazar cuatro de menor tamaño. Estas inversiones adicionales que tienen que hacer están proyectadas en \$60 millones de dólares, la cual se tiene en cuenta en la valoración. (Gran Colombia Gold, 2012).

6.3.9.3 Limitaciones al realizar las proyecciones

De acuerdo a lo que hemos descrito en la investigación este sector es en particular bastante volátil y por ende genera limitaciones a la hora de realizar las proyecciones para la valoración. Estas limitaciones se presentan principalmente en los rubros de precio por onza del oro y la plata, así como los costos de producción de cada uno de ellos, los cuales impactan directamente el resultado.

En cuanto al precio del oro, este precio no solo esta dado por la oferta y la demanda, sino que también esta influenciado por condiciones políticas, económicas y sociales de los países.

La proyección se puede realizar teniendo en cuenta la situación actual del precio, sin embargo esta situación esta influenciada por la crisis y la inestabilidad económica de grandes potencias mundiales como los son Europa y Estados Unidos, en donde los inversionistas se han refugiado en este commodity por la situación lo cual ha conllevado al incremento de la demanda y por ende su precio.

Se podría también pensar en realizar la proyección basado en una curva de precios históricos, sin embargo también estaría influenciada por crisis anteriores, situaciones políticas y económicas coyunturales de los países y del tiempo, por lo que se vuelve una limitación para que la valoración sea acertada o lo mas cercana posible a la realidad.

En cuanto al costo de producción este costo también como se explico anteriormente tiene muchos elementos los cuales son muy difíciles de desglosar, adicionalmente dependen de situaciones puntuales de ubicación de las minas, tanto geográficamente como geológicamente. De situaciones internas de los países y regiones donde se realice la explotación y de costos de energía y suministros.

6.3.9.4 Resultados de la valoración

6.3.9.4.1 Calculo del Ke

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value	Unlevered Beta corrected for cash
Metals & Mining (Div.)	73	1.33	14.10%	11.04%	1.18	7.60%	1.28

Bonos Globales Denominados en USD	6,57%
Mercado Global Bonos del Tesoro 30 años	4,09%
EMBI Colombia 31 de diciembre de 2011	2,03%
Índice Bolsa de Valores	5,33%

Rentabilidad Libre de Riesgo	4,09%
Riesgo País	2,03%
Equity risk premium	5,33%
β	1,28
Prima de liquidez	1,00%
Ke USD	13,94%

6.3.9.4.2 Calculo del WACC

WACC	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
DEUDA	123.750	111.600	88.750	72.500	56.250	40.000	23.750	7.500
PATRIMONIO	575.111	575.111	575.111	575.111	575.111	575.111	575.111	575.111
TOTAL	698.861	686.711	663.861	647.611	631.361	615.111	598.861	582.611
% DEUDA	18%	16%	13%	11%	9%	7%	4%	1%
% PATRIMONIO	82%	84%	87%	89%	91%	93%	96%	99%
KE	13,94%							
KD	9,32%	10,10%	10,52%	11,39%	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%
IMPUESTO	33%							
WACC	13,12%	13,32%	13,48%	13,66%	13,68%	13,75%	13,83%	13,90%

6.3.9.4.3 Indicadores

INDICADORES	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad neta	(30.754)	(44.789)	(22.150)	14.293	62.018	51.441	82.962	120.578	229.049	392.550
Patrimonio	410.321	608.247	586.097	600.390	662.407	713.848	796.810	917.388	1.146.437	1.538.988
ROE	-7,49%	-7,36%	-3,78%	2,38%	9,36%	7,21%	10,41%	13,14%	19,98%	25,51%
Utilidad neta	(30.754)	(44.789)	(22.150)	14.293	62.018	51.441	82.962	120.578	229.049	392.550
Activos Operacionales	10.267	32.068	39.255	52.914	71.910	87.265	112.692	145.174	194.740	261.793
ROA	299,54%	139,67%	-56,43%	27,01%	86,24%	58,95%	73,62%	83,06%	117,62%	149,95%
Ventas	48.155	137.146	200.530	285.799	412.023	467.142	604.312	777.285	1.090.170	1.529.490
Activos Operacionales	10.267	32.068	39.255	52.914	71.910	87.265	112.692	145.174	194.740	261.793
ROTACION DEL ACTIVO	4,7	4,3	5,1	5,4	5,7	5,4	5,4	5,4	5,6	5,8
Activos Operacionales	10.267	32.068	39.255	52.914	71.910	87.265	112.692	145.174	194.740	261.793
Patrimonio	410.321	608.247	586.097	600.390	662.407	713.848	796.810	917.388	1.146.437	1.538.988
APALANCAMIENTO	0,03	0,05	0,07	0,09	0,11	0,12	0,14	0,16	0,17	0,17

6.3.9.5 Análisis de resultados

- Con la realización de la valoración podemos concluir que esta fusión va a ser una fusión exitosa, debido a que la valoración de las empresas individuales descontando los flujos de caja libres operativos, nos da un valor de empresa de \$USD 542 millones, mientras que la valoración de las empresas ya fusionadas da un valor de empresa de \$USD 2.106 millones. Incrementando su valor en un 389%.
- Este resultado se da básicamente por la sinergia que se presenta en los costos de producción, y sobre todo en los indicadores de rotación de las empresas. Debido a que la variación en la producción proyectada de las empresas ya fusionadas es prácticamente la suma de las proyecciones que ya tenían individualmente, el precio por onza que se maneja para la proyección fue el mismo, así que esto no tiene mucho impacto.
- La empresa Medoro no maneja cuentas por cobrar es decir que todo lo vende a contado, lo cual genera una gran liquidez y ayuda a mejorar el indicador de rotación de cartera y la financiación de la operación generándole mas capital de

trabajo disponible. La empresa Colombian Gold traía un indicador de rotación de 58 días, por lo que con la fusión las empresas quedan con un indicador de 30 días promedio de recaudo de cartera.

- En cuanto a la rotación de proveedores se presentaba el efecto contrario, la empresa Medoro manejaba una rotación demasiado alta de 199 días en promedio, mientras que Colombian Gold 79 días promedio. Lo que evidencia que las dos tenían problemas de ineficiencia operativa. La primera teniendo recursos ociosos no pagaba los proveedores y no conseguía los descuentos que por esos pagos se podían obtener o mejores precios que se pueden lograr al pagar mas rápidamente, sin embargo no presentaba deuda financiera.
- Mientras que Colombian Gold presentaba una rotación de proveedores demasiado baja para la rotación de cartera que tenía, lo que lo obligaba a contraer deuda financiera para poder financiar su operación.
- Al fusionarse las empresas lograron generar mayor eficiencia, ya que la caja de la primera ayuda a financiar el capital de trabajo requerido, normalizar los tiempos de pago a proveedores, mejora la utilización de los recursos ociosos, y de la misma forma sirve para acceder a mejores negociaciones de precios con proveedores.
- Realizando el análisis Dupont del ROE en los primeros años sin fusión lo arroja negativo por el componente de rentabilidad originado del margen neto negativo. Las rotaciones de los activos de esos años esta en 4,3 y con la fusión llega a índices del 5,4 y el 5,7 en alguno años, lo que significa que su activo operativo se beneficia de la sinergia par incrementar las ventas. Por ese crecimiento el otro componente que es el apalancamiento se incrementa por la necesidad de financiación de la operación consolidada.
- Realizando este mismo análisis para el ROA que es componente del ROE, también se ve la mejoría a lo largo de los años proyectados por la rentabilidad y por el incremento de las rotaciones de los activos productivos.

Conclusiones

Por medio de esta tesis logre concluir que los elementos claves para que una fusión sea exitosa son básicamente el complemento de desventajas, falencias y debilidades así como de fortalezas ventajas y oportunidades de las empresas, sin embargo antes de realizar la fusión es importante identificarlos de manera específica y explícita teniendo en cuenta que es un proceso en el cual las dos partes deben estar dispuestos a compartir las prácticas y a establecer parámetros de cambio en sus estructuras de otro modo simplemente la fusión fracasaría.

La previa identificación de los indicadores de la empresa, de su operación y su potencial de crecimiento es clave para que pueda haber sinergia y aprovechamiento de sus capacidades al máximo, es primordial tener un propósito claro y específico de la fusión desde el principio. Así como también la identificación del momento y el ambiente en que se desarrollaría la fusión es decir en su actividad, sector, país, así como en el mundo para no generar falsas expectativas futuras, poder discernir si una empresa está subvaluada o sobrevalorada por una situación puntual y que sus resultados no sean por algo específico de coyuntura o alguna burbuja como las burbujas informáticas o inmobiliarias.

En el ejemplo puntual del caso real analizado durante esta investigación se logró establecer una sinergia total, ya que las debilidades y falencias que tenía una empresa podían ser complementadas y subsanadas por la otra, ya que a pesar de que sus estructuras y políticas en cartera, proveedores, inventarios y endeudamiento eran diferentes, lo tenían muy claro desde el principio, por lo que lograron manejarlos de forma adecuada y sacar el mayor provecho posible.

Otro elemento muy importante para que una fusión logre ser exitosa es la fusión no solo en estructuras financieras y operativas sino de sus estructuras y procesos administrativos para que haya cooperación, comunicación y por ende las estrategias conjuntas sean más fáciles de desarrollarlas, que todos estén trabajando en pro de un mismo objetivo conjunto y claro. Ya que como pudimos observar en los diferentes estudios analizados, la mayoría de las empresas fracasan en sus intentos de fusionarse porque no están preparados para el cambio, para compactar su administración y políticas internas de la empresa.

Bibliografía

- ABN-AMRO. (Junio de 2011). *Virtual Metals*. Recuperado el 15 de Marzo de 2012, de ABN AMRO Gold Mine Cost Report Q1 2011: www.virtualmetals.co.uk/pdf/ABNGCQ111.pdf
- Anthonisz, S. A. (Junio de 2011). *ANU College of business and economics*. Recuperado el 21 de Marzo de 2012, de Separating Financial and Operational Synergy: [cbe.anu.edu.au/Session 6](http://cbe.anu.edu.au/Session%206)
- Arnold, G. (2005). *The handbook of corporate finance. A business companion to financial markets, decisions and techniques*. Gran Bretaña: Prentice Hall.
- Ausick, P. (8 de Septiembre de 2010). *24/7 Wall Street*. Recuperado el 18 de Marzo de 2012, de Are Gold Mining Reasonable: <http://247wallst.com/2010/09/08/are-gold-mining-mergers-reasonable/>
- Banco de la Republica. (Marzo de 2012). Recuperado el 02 de Abril de 2012, de Evolución de la balanza de pagos Enero-Diciembre 2011: www.banrep.gov.co
- Bloomberg. (05 de Marzo de 2012). *Bloomberg Businessweek*. Recuperado el 25 de Marzo de 2012, de Gran Colombia announces a new mineral resource estimate comprising 233,000 ounces of gold in the Measured and Indicated categories plus more than 1.0 million ounces of gold in the Inferred category at its Segovia Operations: [http://investing.businessweek.com/research/stocks/news/article.asp?docKey=600-201203050947PR_NEWS_USPRX___TO443-1¶ms=timestamp||03/05/2012%209:47%20AM%20ET||headline||Gran%20Colombia%20announces%20a%20new%20mineral%20resource%20estimate%20comprising%](http://investing.businessweek.com/research/stocks/news/article.asp?docKey=600-201203050947PR_NEWS_USPRX___TO443-1¶ms=timestamp||03/05/2012%209:47%20AM%20ET||headline||Gran%20Colombia%20announces%20a%20new%20mineral%20resource%20estimate%20comprising%20)
- Boris, B. (2010). *Scribd*. Recuperado el 15 de Marzo de 2012, de Corporate financial management, Exxon Mobil Merger: <http://es.scribd.com/doc/55184520/ExxonMobil-Merger-Effect>
- Capital IQ*. (06 de Marzo de 2012). Recuperado el 10 de Marzo de 2012, de A standards & Poor's Business: www.capitaliq.com
- Cardona, C., Farfan, J., Borda, L., Guevara, F., Machuca, Y., Cardozo, D., y otros. (18 de Octubre de 2009). *Slideshare*. Recuperado el 10 de Septiembre de 2011, de <http://www.slideshare.net/Krogal220/clasificacin-empresas>
- Cartwright, S. (2000). *QFinance*. Recuperado el 25 de Marzo de 2012, de Why mergers fail and How to prevent it: <http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/why-mergers-fail-and-how-to-prevent-it?full>
- CCIT. (Agosto de 2011). *CCIT Camara Colombiana Info-Telcom*. Recuperado el 20 de Noviembre de 2011, de <http://www.ixp.net.co/contenido/>

- Cinco dias.com*. (03 de Febrero de 2012). Recuperado el 07 de Marzo de 2012, de Unas 150 empresas controlan ya el 85% de la producción minera mundial, Más de 650.000 millones en fusiones mineras en una década:
file:///Users/rosarizo/Desktop/DOWNLOADS/FUSIONES/Más%20de%20650.000%20millones%20en%20fusiones%20mineras%20en%20una%20década%20-%20CincoD%C3%ADas.com.webarchive
- Corcoran, G. (30 de Noviembre de 2010). *The wall street journal*. Recuperado el 16 de Marzo de 2012, de Exxon-Mobil 12 Years Later: Archetype of a Successful Deal: <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/30/exxon-mobil-12-years-later-archetype-of-a-successful-deal/>
- Dumon, M. (03 de Noviembre de 2008). *Investopedia*. Recuperado el 17 de Marzo de 2012, de Biggest Merger and Acquisitions Disasters:
<http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/merger-acquisition-disasters.asp#axzz1pzVR5Q2o>
- Estevez, P. G. (1999). *Telefonica*. Recuperado el 09 de Marzo de 2012, de Notas sobre la Post-Fusión :
www.telefonica.net/.../Notas%20sobre%20la%20Post%20fusion.pdf
- Gran Colombia Gold. (19 de Abril de 2012). *Presentación para inversionistas*. Recuperado el 20 de Marzo de 2012, de <http://www.grancolombiagold.com>
- Gran Colombia Gold*. (2011). Recuperado el 03 de Marzo de 2012, de www.grancolombiagold.com
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Rubak, R. C. (Mayo de 1992). *The national bureau of economic research*. Recuperado el 10 de Marzo de 2012, de Journal of financial economics. Does corporate performance improve after mergers?:
<http://www.nber.org/papers/w3348>
- Interbolsa SA. (15 de Junio de 2011). *GRAN COLOMBIA GOLD CORP*. Recuperado el 14 de Marzo de 2012, de www.interbolsa.com/gran-colombia-gold
- Interbolsa SA. (11 de Mayo de 2011). *Medoro Resources Ltd*. Recuperado el 17 de Marzo de 2012, de Resultados de evaluación económica preliminar para el proyecto de Marmato:
www.interbolsa.com/es/c/document_library/get_file?uuid
- Ismail, A. (06 de Diciembre de 2011). *Wiley online library*. Recuperado el 03 de Marzo de 2012, de Financial management. Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives?. : <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1755-053X.2011.01165.x/abstract>
- MBA knowledge base*. (2009). Recuperado el 16 de Marzo de 2012, de Case study: Success story of Exxon Mobil: <http://www.mbaknol.com/management-case-studies/case-study-success-story-of-exxon-mobil/>

- Pais Minero. (Febrero de 2012). Recuperado el 22 de Marzo de 2012, de Gran Colombia anuncia resultados del primer trimestre y actualización corporativa:
http://www.paisminero.com/index.php?option=com_content&view=article&id=3688%3Agran-colombia-anuncia-resultados-del-primer-trimestre-y-actualizacion-corporativa&catid=129%3Aotros-minerales&Itemid=300105&limitstart=1
- Planet, C. (21 de Abril de 2009). *Channel Planet*. Recuperado el 05 de Septiembre de 2011, de <http://www.channelplanet.com/?idcategoria=21496>
- Posoo, C. G. (Febrero de 2011). *Instituto de desarrollo para el desarrollo y la paz-Indepaz*. Recuperado el 21 de Marzo de 2012, de La renta minera y el plan de desarrollo :
www.setianworks.net/.../580_Renta%20minera%20Colombia%20201
- PR Newswire. (31 de Mayo de 2011). *Gran Colombia y Medoro confían en el potencial de creación de valor de la fusión propuesta a pesar de recomendación de Glass Lewis*. Recuperado el 20 de Marzo de 2012, de <http://www.prnewswire.com/news-releases/gran-colombia-y-medoro-confian-en-el-potencial-de-creacion-de-valor-de-la-fusion-propuesta-a-pegar-de-recomendacion-de-glass-lewis-122856714.html>
- unimedios, E. p. (2011). *Un periodico*. Recuperado el 11 de Octubre de 2011, de <http://www.unperiodico.unal.edu.co/dper/article/propuestas-para-que-ct-i-empiecen-a-andar/index.html>
- Verma, K. K. (2011). *Archipelle.com*. Recuperado el 17 de Marzo de 2012, de The AOL/Time Warner Merger. Where traditional media met New media:
archipelle.com/Business/AOLTimeWarner.pdf
- Weston, J. F. (26 de Febrero de 2002). *Journal of Applied Finance*. Recuperado el 15 de Marzo de 2012, de The Exxon-Mobil Merger: An Archetype:
<http://www.slideshare.net/Micheal77/the-exxonmobil-merger-an-archetype>
- World, P. (31 de Enero de 2011). *PC World*. Recuperado el 14 de Septiembre de 2011, de <http://www.pcworld.com.mx/Articulos/11614.htm>