

TRANSACCIONES · INTEGRACIÓN POSTERIOR A UNA ADQUISICIÓN

La integración posterior a una adquisición: cómo se capturan las sinergias que justificaron el precio

El comprador paga por adelantado, en la prima, una parte de las sinergias que espera obtener, y las cobra durante la integración. Este documento cuantifica cuánto valor se juega en esa etapa y muestra cómo gestionarla de manera transversal, con las finanzas como columna vertebral que une personas, clima, procesos y cultura.

Una adquisición se evalúa, se negocia y se firma en pocos meses, y su resultado se decide en los meses que siguen al cierre. Durante la evaluación, el equipo que analiza la operación estima cuánto valdrá la empresa adquirida en manos del comprador y, sobre esa estimación, el directorio aprueba un precio. Durante la integración, otras personas, en otras áreas y con otros indicadores, deben producir lo que esa estimación supuso. La distancia entre ambos momentos explica buena parte de la diferencia entre el valor que una adquisición promete y el que entrega.

Todas las cifras de este documento siguen un mismo caso, que es ficticio. Una distribuidora de consumo masivo, **la compradora**, adquiere el 100% de otra distribuidora del mismo sector, **la adquirida**. La adquirida vende S/ 200 millones al año en zonas donde la compradora tiene poca presencia, y vale S/ 100 millones tal como opera hoy. La compradora estima sinergias con un valor presente de S/ 40 millones, paga S/ 125 millones y prevé costos de integración por S/ 5 millones.

LA PRIMA FIJA CUÁNTO DEBE CAPTURAR LA INTEGRACIÓN
S/ 25 millones

de prima sobre el valor por sí sola de la adquirida, pagada el día del cierre

62.5%

de las sinergias estimadas pasa al vendedor a través de la prima

75%

de las sinergias debe capturar la integración para recuperar el precio y los costos de integración

S/ 400 mil

de valor por cada punto porcentual de captura de sinergias

Caso ficticio. Valor presente de las sinergias estimado en la evaluación de la operación, con una tasa de descuento de 12%.

01 La compradora paga por adelantado una parte de las sinergias

El **valor por sí sola** (*stand-alone value*) es lo que vale la adquirida tal como opera hoy, con su gestión, su estrategia y sus costos actuales. Una **sinergia** es el valor adicional que aparece porque las dos empresas operan juntas. Puede ser un costo duplicado que se elimina, una mejor condición de compra por mayor volumen o una venta que una de ellas consigue en los clientes de la otra. Las **sinergias de costos** reducen lo que la organización combinada gasta, y las **sinergias de ingresos** aumentan lo que vende.

En el caso, la compradora estima S/ 24 millones de sinergias de costos, que provienen de compras conjuntas, de la consolidación de almacenes y flota y de gastos administrativos duplicados. Estima además S/ 16 millones de sinergias de ingresos, que provienen de vender el portafolio de cada distribuidora en los clientes de la otra.

La **prima** es la diferencia entre el precio y el valor por sí sola. La compradora paga S/ 125 millones por una empresa que vale S/ 100 millones tal como está, de modo que la prima es S/ 25 millones, un 25% sobre el valor por sí sola. Esa prima se explica por las sinergias: es la parte de ellas que el vendedor consiguió cobrar en la negociación, y equivale a 62.5% de los S/ 40 millones estimados.

El **valor creado** para la compradora es el valor por sí sola, más el valor presente de las sinergias que efectivamente se capturen, menos los costos de integración, menos el precio. Los **costos de integración** son los desembolsos que se pagan una sola vez para unir las dos organizaciones. En el caso suman S/ 5 millones: S/ 2.0 millones de indemnizaciones y reorganización, S/ 1.3 millones de sistemas, S/ 1.2 millones de bonos de retención y S/ 0.5 millones de gestión de la integración. Si la integración captura el 100% de lo previsto, la compradora crea $100 + 40 - 5 - 125 = S/ 10$ millones.

El **umbral de captura** es la proporción de las sinergias que la integración debe obtener para que el valor creado sea cero. Antes de los costos de integración coincide con la parte cedida en la prima, 62.5%, y al sumar los S/ 5 millones sube a 75% (figura 1). En todo el rango, cada punto porcentual de captura vale S/ 400 mil, de modo que la diferencia entre una integración que llega a 90% y otra que llega a 60% equivale a S/ 12 millones.

02 Las sinergias de ingresos son las más expuestas porque dependen de personas

Las dos clases de sinergias tienen perfiles de riesgo distintos. Las de costos dependen sobre todo de decisiones que la gerencia controla, como cerrar un almacén duplicado, unificar proveedores o consolidar un área administrativa. Las de ingresos dependen de terceros y de personas: que los vendedores de la adquirida ofrezcan un portafolio nuevo, que los clientes lo acepten y que unos y otros permanezcan durante la transición.

LA COMPRADORA NECESITA CAPTURAR 75% DE LAS SINERGIAS PARA RECUPERAR LO QUE PAGÓ

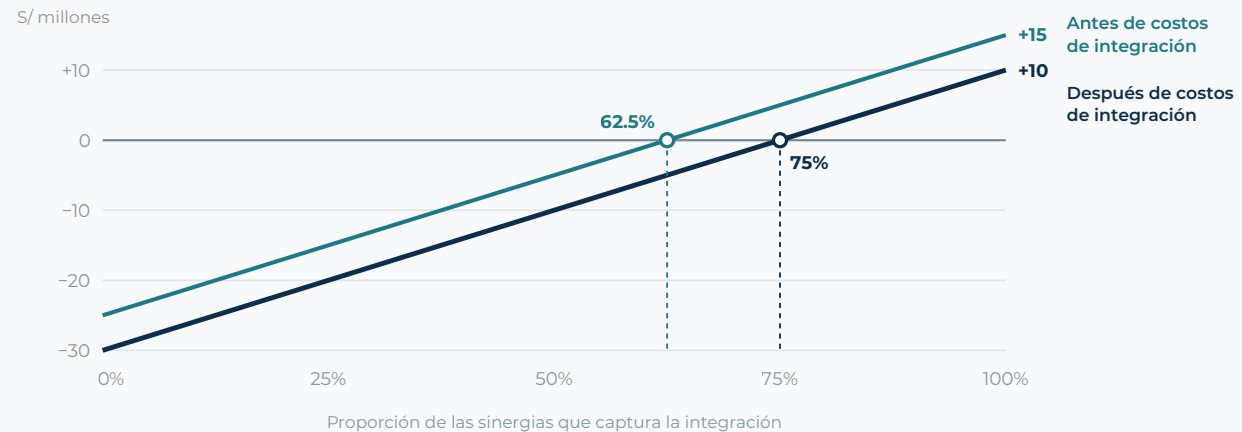


Figura 1. Valor creado para la compradora según la proporción de sinergias capturadas, en S/ millones. Caso ficticio: valor por sí sola S/100 millones, sinergias S/ 40 millones en valor presente, precio S/125 millones y costos de integración S/ 5 millones.

La evidencia disponible confirma esa diferencia. En una base de 160 fusiones analizada por McKinsey, cerca de 60% capturó casi por completo las sinergias de costos previstas, mientras que algo más de 30% alcanzó las de ingresos. El mismo estudio encontró que la empresa fusionada típica pierde entre 2% y 5% de sus clientes combinados, y que algunas pierden más de 30%. Entre quienes han conducido estas operaciones, la causa más citada es organizacional. En la encuesta de Bain & Company de 2023, casi la mitad de los ejecutivos señaló el encaje cultural o la integración de los equipos directivos como una de las razones principales de sus operaciones fallidas.

En el caso, el valor más expuesto está en los S/ 16 millones de sinergias de ingresos y en la base de clientes que sostiene los S/ 100 millones de valor por sí sola. Una pérdida de 3% de esos clientes, dentro del rango que reporta la evidencia, equivale a S/ 3 millones de valor, si se supone por simplicidad que el valor por sí sola varía en proporción a la base de clientes. La integración pone en juego, por lo tanto, lo que el comprador espera agregar y también lo que ya compró.

03 La misma adquisición crea S/ 10 millones o resta S/ 12.2 millones según cómo se integre

El cuadro 1 compara cuatro integraciones del mismo negocio, con el mismo precio y las mismas sinergias estimadas. La única diferencia entre ellas es la ejecución.

LA MISMA ADQUISICIÓN, CUATRO INTEGRACIONES

Escenario	Sinergias de costos capturadas	Sinergias de ingresos capturadas	Clientes de la adquirida	Sinergias capturadas (VP)	Valor creado
A · Según el plan	100%	100%	Se conservan	S/ 40.0	+S/ 10.0
B · Plan completo, un año tarde	100%	100%	Se conservan	S/ 35.7	+S/ 5.7
C · Captura parcial	90%	50%	Se conservan	S/ 29.6	-S/ 0.4
D · Integración deficiente	70%	25%	-3%	S/ 20.8	-S/ 12.2

Cuadro 1. Cifras en S/ millones. Caso ficticio: valor por sí sola S/ 100 millones, sinergias estimadas S/ 40 millones en valor presente (S/ 24 millones de costos y S/ 16 millones de ingresos), precio S/ 125 millones y costos de integración S/ 5 millones. El escenario B descuenta un año adicional a 12%. El escenario D reduce el valor por sí sola en proporción a los clientes perdidos.

La distancia entre el primer y el último escenario es S/ 22.2 millones, equivalente a 17.8% del precio pagado, y se produce con una valorización y una negociación idénticas. El escenario B muestra que el tiempo también es valor. Capturar todo un año después de lo previsto reduce el valor presente de las sinergias en 10.7% con una tasa de descuento de 12%, es decir, en S/ 4.3 millones. El escenario C reproduce el patrón que describe la evidencia, con las sinergias de costos casi completas y la mitad de las de ingresos, y ese patrón basta para llevar el valor creado por debajo de cero.

04 La integración atraviesa toda la organización en cuatro frentes

Las cifras del cuadro 1 se producen en cuatro frentes que pertenecen a áreas distintas de la organización y que avanzan al mismo tiempo. Cada uno protege o produce una línea específica del valor del caso.

Personas. El frente de personas identifica, antes del cierre, los **puestos críticos**: quienes sostienen la relación con los clientes principales, el conocimiento técnico que vive en las personas y las decisiones operativas del día a día. Esas personas producen buena parte de las sinergias de ingresos y custodian la base de clientes. En el caso, la compradora destina S/ 1.2 millones a bonos de retención atados a hitos de la integración, que equivalen a 7.5% de los S/ 16 millones de sinergias de ingresos que esos equipos deben producir.

Clima. El frente de clima gestiona la incertidumbre que abre el anuncio de la operación. Mientras las personas esperan saber quién decidirá, qué cambiará y cuándo, la productividad baja y los mejores perfiles reciben ofertas de la competencia. La respuesta es un calendario de comunicación con fechas comprometidas, desde el primer día hasta el día 100, que informa también lo que se mantiene estable.

Procesos. El frente de procesos define el **modelo operativo objetivo**, que es la forma en que la organización combinada comprará, almacenará, venderá, facturará y cobrará, y ordena la secuencia para llegar a él. La secuencia empieza por lo que protege al cliente y a la caja: continuidad del abastecimiento, condiciones comerciales, facturación y cobranza. Después vienen las consolidaciones que generan ahorro, como almacenes, flota y sistemas, vigiladas con el **nivel de servicio**, que es la proporción de pedidos entregados completos y a tiempo.

Cultura. El frente de cultura hace explícitas las diferencias entre ambas organizaciones en tres dimensiones: cómo se decide, cómo se mide el desempeño y cómo se reconoce. Esas diferencias tienen efecto financiero directo. Si los vendedores de la adquirida cobran comisión por volumen y los de la compradora por margen, la venta cruzada avanza cuando el esquema de incentivos es uno solo, porque cada vendedor prioriza lo que se le paga. La compradora elige de manera deliberada qué prácticas prevalecen y comunica sus razones.

05 La función financiera conecta los cuatro frentes en un solo plan de valor

Cada frente tiene un responsable natural distinto: recursos humanos, la gerencia comercial, operaciones y la gerencia general. Cada uno mide su avance con sus propios indicadores, como posiciones cubiertas, sistemas migrados o encuestas respondidas, y esos indicadores, leídos por separado, dejan abierta la pregunta que interesa al directorio: cuánto del umbral de 75% se ha capturado.

La función financiera aporta la unidad común. Traduce cada iniciativa de los cuatro frentes a una cifra de valor con un dueño, un monto y una fecha, la reúne en un **plan de sinergias** (cuadro 2) y la sigue cada mes frente a lo previsto. Así, el directorio ve en una sola cifra cuánto valor lleva capturado la integración y en qué iniciativas está la diferencia. En ese sentido, las finanzas son la columna vertebral de la integración: articulan el trabajo de áreas que operan con lógicas distintas y lo conectan con el valor que justificó el precio.



El plan también sirve para resolver los dilemas que la integración plantea entre frentes. Si cerrar un almacén ahorra S/ 1.5 millones al año y pone en riesgo a clientes que aportan S/ 3.0 millones anuales de margen bruto, el cierre conviene cuando la probabilidad de perderlos es menor de 50%. Operaciones ve el ahorro y la gerencia comercial ve el riesgo; la función financiera pone ambas cifras en la misma ecuación y la decisión se toma con el valor completo a la vista.

Esta forma de trabajar describe una función financiera estratégica, que entiende cómo crea valor cada área de la organización y conecta sus decisiones con ese valor. En una integración, esa comprensión transversal permite capturar lo que el precio ya pagó.

CADA SINERGIA DEL PRECIO TIENE UN DUEÑO, UN MONTO Y UNA FECHA

Iniciativa	Frente	Dueño	Valor presente	Fecha comprometida	Indicador de seguimiento
Compras conjuntas a proveedores comunes	Procesos	Gerencia de compras	S/ 10.0	Mes 6	Condición de compra por proveedor
Consolidación de almacenes y flota	Procesos	Gerencia de operaciones	S/ 8.0	Mes 12	Costo logístico por pedido
Gastos administrativos duplicados	Personas	Gerencia general	S/ 6.0	Mes 9	Planilla administrativa
Portafolio de la compradora en clientes de la adquirida	Personas y cultura	Gerencia comercial	S/ 10.0	Mes 12	Venta cruzada por cliente
Portafolio de la adquirida en clientes de la compradora	Personas y cultura	Gerencia comercial	S/ 6.0	Mes 12	Venta cruzada por cliente
Total del plan de sinergias			S/ 40.0		Captura acumulada frente al umbral de 75%

Cuadro 2. Valor presente en S/ millones, estimado en la evaluación de la operación. El plan se complementa con indicadores de protección de la base: retención de clientes y de puestos críticos. Caso ficticio.

06 El plan de integración se diseña antes de firmar

La integración empieza en la evaluación de la operación. Las sinergias que entran al precio se validan con quienes tendrán que producirlas, porque una estimación construida solo desde el modelo financiero tiende a ser optimista. En la base de McKinsey, una de cada cuatro operaciones sobrestimó las sinergias de costos en 25% o más.

El precio máximo se calcula con la captura que la compradora considera realista. Si espera capturar 80% de las sinergias, el precio máximo es $100 + 0.8 \times 40 - 5 = S/ 127$ millones, y al pagar S/ 125 millones el margen disponible para errores de ejecución es S/ 2 millones. Esa cifra, puesta frente al directorio antes de firmar, ordena al mismo tiempo la negociación y el plan de integración.

Al cierre, la integración necesita tres piezas listas: un responsable de la integración con mandato del directorio y dedicación suficiente, el plan de sinergias con dueños ya asignados y el calendario de comunicación de los primeros 100 días. Con esas piezas, la organización empieza a capturar valor desde el primer día.

Qué significa para tu empresa

- ◆ **La prima es un pago anticipado de sinergias.** La compradora recupera lo que pagó cuando la integración captura, como mínimo, la parte de las sinergias que cedió en el precio más los costos de integración: en el caso, 75%.
- ◆ El precio máximo se fija con la captura que la organización puede ejecutar, y su diferencia con el precio pagado es el margen disponible para errores de integración.
- ◆ Las sinergias de ingresos dependen de personas. Retener a quienes sostienen clientes y conocimiento cuesta una fracción de lo que protege: 7.5% de las sinergias de ingresos en el caso.
- ◆ El tiempo es parte del valor. Un año de retraso reduce en 10.7% el valor presente de las sinergias con una tasa de descuento de 12%.
- ◆ La secuencia de la integración empieza por lo que protege al cliente y a la caja, y continúa con las consolidaciones que generan ahorro.
- ◆ La cultura se gestiona a través de cómo se decide, se mide y se reconoce, y un esquema de incentivos único es condición para la venta cruzada.
- ◆ La función financiera reúne los cuatro frentes en un plan de sinergias con dueño, monto y fecha, seguido cada mes en el directorio, y con él resuelve los dilemas entre ahorro y servicio.

Fuentes. Christofferson, S. A., McNish, R. S. y Sias, D. L. (2004), «Where mergers go wrong», *McKinsey Quarterly*; base de 160 fusiones; la pérdida de clientes corresponde a los percentiles 25 y 75 de las 124 fusiones con datos. Bain & Company (2023), *M&A Report*, sección de integración cultural, sobre la encuesta *M&A Practitioners' 2023 Outlook*.