



Vigilada Mineducación

**Buenas prácticas de gobierno corporativo recomendadas para implementar en las
start-ups y maximizar la generación de valor**

Recommended corporate governance practices to use in startups in order to maximize
value generation

Por

Felipe Jaramillo Correa¹

Juan Miguel Puerta Londoño²

Tesis presentada como requisito parcial para obtener el título de
Magíster en Administración Financiera – MAF

Asesor

Alejandro Mejía Jaramillo

Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera – MAF
Medellín
2023

¹ jaramill2@eafit.edu.co

² jpuerta9@eafit.edu.co

© 2023 por Felipe Jaramillo y Juan Miguel Puerta
Todos los derechos reservados

Resumen

La definición y la administración de las finanzas de un emprendimiento son bases de vital importancia para que posteriormente la idea prospere y se constituya una empresa competitiva y sostenible en el tiempo. En consideración a que en el mercado del emprendimiento se presentan barreras que dificultan la construcción de una *start-up* (una empresa emergente), en este trabajo se identifican cuáles son los instrumentos que generan vínculos entre las finanzas y el gobierno corporativo, a fin de proporcionar sugerencias e ideas para aplicarlas y superar estos obstáculos. Para este propósito se tomaron datos históricos de empresas de la misma naturaleza y exitosas financieramente, que aplicaron buenas prácticas de gobierno corporativo y son referentes en la actualidad.

Palabras claves: *start-ups*, gobierno corporativo, generación de valor, accionistas.

Abstract

The definition and administration of the finances of a venture are vitally important bases so that the idea can later prosper and become a competitive and sustainable company over time. Considering that in the entrepreneurship market there are barriers that hinder the construction of a startup, through this work the instruments that generate links between finance and corporate governance are identified, in order to provide suggestions and ideas to apply them and overcome these obstacles. For this purpose, historical data was taken from companies of the same nature and financially successful, that applied good corporate governance practices and are currently benchmarks.

Keywords: startups, corporate governance, value generation, shareholders.

Contenido

1. Introducción	1
2. Marco teórico	2
3. Metodología	3
4. Resultados	5
4.1 Snap, Inc.	6
4.2 Coinbase Global, Inc.	7
4.3 Zoom Video Communications, Inc.	9
4.4 Uber Technologies, Inc.....	10
4.5 Pinterest, Inc.	12
5. Conclusiones y recomendaciones.....	15
6. Referencias	18

Índice de figuras

Figura 1. Razones que explican el fracaso de las <i>start-ups</i>	2
Figura 2. ROE frente a ISS representado por el <i>market cap</i> de las diez empresas iniciales seleccionadas	6
Figura 3. Recomendaciones de fundadores de <i>start-ups</i> que no prosperaron para prevenir el fracaso.....	14

Índice de tablas

Tabla 1. Indicadores de las diez empresas seleccionadas	5
Tabla 2. Snap, Inc. Conformación de la Junta Directiva.....	7
Tabla 3. Coinbase Global, Inc. Conformación de la Junta Directiva.....	8
Tabla 4. Zoom Video Communications, Inc. Conformación de la Junta Directiva.....	10
Tabla 5. Uber Technologies, Inc. Conformación de la Junta Directiva	11
Tabla 6. Pinterest, Inc. Conformación de la Junta Directiva.....	12

1. Introducción

Actualmente, el mercado en el que se desarrollan las actividades de las empresas es cada vez más cambiante y complejo, lo que tiende a aumentar la competencia entre ellas, puesto que en la mayoría de las ocasiones tienen como objetivo buscar el liderazgo y obtener la mayor participación de mercado posible, siendo un reto poder sobrevivir y no fracasar. (Schwab, 2015)

La tecnología, la innovación, la interconexión, las fuentes de inversión, los desarrollos y los gremios, entre otros factores, han generado que la investigación y la competencia entre las empresas sea fuerte e impacte considerablemente la estabilidad de sus negocios, creando así barreras de entrada para los nuevos competidores. Adicionalmente, encontrar el capital para una empresa emergente (una *start-up*) no es fácil.³

En conformidad con lo anterior, ha tomado gran fuerza e importancia mostrar, desde el interior de una *start-up*, factores que llamen la atención de los inversionistas y consumidores. Por tanto, es tarea suya crear un equipo lo suficientemente fuerte para generarles mayor seguridad a los externos y convertirse en una empresa atractiva con objetivos alineados. A su vez, esto se traduce en el establecimiento de un conjunto de principios fundamentales de gobierno corporativo (en adelante GC) que permiten interactuar con el resto de los actores y concretarse en un mundo con marcadas tendencias de globalización e innovación.

Start-ups que ahora son exitosas y tienen mucha más experiencia que en sus inicios requirieron tomar decisiones que forjaron unos cimientos fuertes para su futuro. Fue así como la implementación correcta de diversas herramientas de GC les permitieron que hoy día sean referencia en el mercado en el que se desarrollan, donde, dado su desempeño económico, se convierten en ejemplos por seguir para aquellas que apenas están naciendo.

Dado el problema encontrado, este trabajo pretende establecer los principales componentes de GC que afectan una *start-up* para garantizar la generación de valor y la atracción de capital. La investigación, llevada a cabo a través de la identificación de casos de éxito de compañías listadas en mercados públicos de valores, busca encontrar cuáles son las principales causas de fracaso en los emprendimientos y asociarlas con las áreas financieras y de GC, con los conocimientos dentro de las juntas directivas y sus miembros principales –por sus conocimientos, que afectan el crecimiento– y, finalmente, con la generación de confianza para los grupos de interés y los accionistas.

³ Si bien el término “empresa emergente” es el recomendado por la Fundación de Español Urgente (Fundéu) de la Real Academia Española (RAE), en razón del amplio uso del término inglés *start-up*, este será el usado en el trabajo.

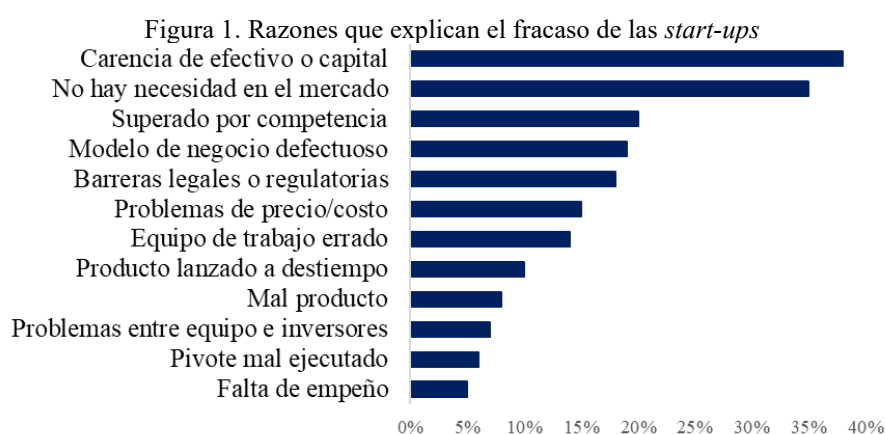
2. Marco teórico

El objetivo de este trabajo está soportado por estudios realizados por instituciones académicas, que lograron identificar la importancia de establecer un gobierno corporativo (GC) dentro de las empresas, en tanto este permite “un desarrollo integral sostenible y ayuda a combatir aquellos problemas que afectan el desempeño de una entidad” (Correa Mejía *et al.*, 2019). Estas inclusiones de prácticas de GC ayudan a fortalecer la imagen de las empresas y su desempeño financiero, logrando de este modo atraer las fuentes de inversión necesarias para su crecimiento y desarrollo en el mercado.

Adicionalmente, entidades gubernamentales a nivel nacional e internacional evidencian la importancia del GC. Por ejemplo, en Colombia, la Superintendencia Financiera, a través de la Circular Externa 28 de 2014, adoptó la encuesta de Nuevo Código País, en la que, por medio de treinta y tres medidas busca adaptar el mercado y la economía de las empresas a las nuevas realidades a través del desarrollo del GC. (Colombia, 2014)

Basado en lo anterior y enfocándolo en las *start-ups*, la sostenibilidad de este tipo de empresas depende principalmente del ecosistema y la educación de sus accionistas o dueños. Estos factores afectan su crecimiento, pues, basados en las decisiones tomadas, atraen o no inversores y construyen nuevas redes de colaboración para desarrollos y conocimiento. En otras palabras, surge la importancia de tener unas bases de GC fuertes que permitan alcanzar el éxito en el mercado. (Ore Vilchez & Puellas Ore, 2021)

Finalmente, la empresa tecnológica CB Insights (s. f.) identificó las principales causas que generaban el fracaso de las *start-ups*: aproximadamente el 80 % está relacionado con las definiciones del GC, que podrían finalmente mitigarse con una correcta implementación de buenas prácticas [Figura 1].



Fuente: elaboración de los autores a partir de CB Insights (s. f.).

3. Metodología

Para la metodología usada en este trabajo se identificaron casos de éxito de empresas que en la actualidad son referentes en el mercado, están operando y en muchos casos tienen resultados financieros destacables. Fue así como se emprendió la búsqueda de diez de ellas que cumplieran con las siguientes condiciones:

- Creadas en fechas posteriores a la crisis económica de 2008.
- Públicas al mercado.
- Capitalización de mercado (*market cap*) por encima de USD 5.000 millones.
- Listadas en las bolsas NYSE o NASDAQ.

Esta búsqueda, realizada en los sistemas de información financiera de las páginas web de Bloomberg (s. f.) y Yahoo Finance (s. f.), permitió evidenciar mediante cifras, conceptos financieros y análisis, las empresas elegibles, teniendo en cuenta las condiciones mencionadas.

A fin de llevar a cabo un análisis más completo para las diez empresas seleccionadas, se establecieron ocho indicadores financieros básicos que ayudaron a determinar sus respectivas solvencia, gestión eficiente y generación de valor en 2022. De igual forma, con el propósito de contrastar las buenas prácticas con los errores que mayor impacto generaron al momento de lanzar una idea al mercado, se listaron tres *start-ups* que fracasaron en los últimos años.

Los resultados de los indicadores se tomaron de las mismas fuentes –Bloomberg y Yahoo Finance–, por ser ellos determinantes y confiables con los datos que muestran en relación con el comportamiento de las empresas en las bolsas.

Los indicadores seleccionados fueron los relacionados con los siguientes factores:

Valoración de la empresa

- *Enterprise value* (EV): el valor estimado –i.e., activos y operaciones– independientemente de su estructura de capital. Generalmente son los flujos de caja generados a futuro descontados del costo de capital calculado.
- *Enterprise value/EBITDA*: el número de veces que representa el valor de mercado de los activos del EBITDA generado, es decir, cuántas veces se requiere hacerlo para recuperar la inversión, o qué tantas veces valoran los inversionistas cada dólar que se produce.
- *Capitalización del mercado (market cap)*: el valor de todas las acciones que hay en circulación, es decir, el valor de la acción multiplicado por el número de ellas en circulación.

Rentabilidad de la empresa

- Margen neto: utilidad neta/ingresos.

Efectividad de la gerencia

- ROE: utilidad neta/patrimonio.
- ROA: utilidad neta/activos.

Estadísticas de la acción

- Porcentaje [%] de posesión de los empleados: el porcentaje o la participación accionaria que tienen los empleados sobre una empresa.

Calidad del gobierno corporativo (GC)

- *Institutional shareholder services Governance quality score* (ISS GQS): indicador creado por la corporación Institutional Shareholder Services (ISS), que evalúa los factores que determinan el nivel de riesgo de GC de las empresas. Su rango va de 1 a 10, y mientras más alto sea este, mayor riesgo representa.

A partir del análisis de los resultados financieros actuales de las diez empresas iniciales, se escogieron las cinco con los mejores índices ISS para concentrar y ahondar la investigación y determinar cuáles son aquellas prácticas de GC que hicieron la diferencia al momento de crearlas y permitir que fueran exitosas y generaran valor a sus inversionistas.

La identificación del detalle sobre la composición del GC se realizó en la página oficial de la Comisión Nacional de Mercado de Valores de Estados Unidos (United States Securities and Exchange Commission, SEC), que finalmente sirvió como la base del resultado de esta investigación. Para este propósito se analizó el Informe S1 –el informe inicial requerido para listarse en cualquiera de las bolsas o mercados regulados de Estados Unidos– para encontrar el proceso de creación, los fundadores, la estructura de gobierno, los tipos de acciones, las cláusulas de protección a los inversionistas –anti-dilución, anti-toma hostil, etc.–, la composición de las juntas directivas y los grupos de interés relevantes. En general, todo lo anterior son prácticas comunes que se llevaron a cabo en las empresas en el momento en que se listaron en las bolsas.

De forma complementaria, y a fin de encontrar los principales conceptos recomendados para implementar, se contrastaron las prácticas de GC halladas con las causas de fracaso empresarial en los emprendimientos, es decir, las referencias que indicaron cuáles son los componentes que generan mayor probabilidad de fracaso y qué tanto porcentaje de ellos está relacionado con el GC.

Finalmente se obtuvo una lista de las prácticas de GC más importantes, cuya implementación, basada en los resultados de esta investigación, podría recomendarse en las *start-ups* para garantizar su permanencia en el mercado y evidenciar que dichas prácticas tienen un impacto positivo sobre los resultados financieros y la generación de valor, tal como ocurrió con los casos de éxito estudiados.

4. Resultados

Al iniciar el proceso de búsqueda de las empresas consideradas indicativas en el mercado, se halló una gran cantidad de variables por considerar para encontrar las más adecuadas, y que sirvieran como punto de referencia. La investigación, entonces, hizo énfasis en aquellas que tuvieran un *market cap* superior a USD 5.000 millones y se encontraran listadas en los mercados NYSE o NASDAQ. En el análisis inicial, la pesquisa arrojó las diez empresas que se listan a continuación:

- 1) Snap, Inc.: creada en 2011, listada en NYSE.
- 2) Uber Technologies, Inc.: creada en 2009, listada en NYSE.
- 3) Afirm Holdings, Inc.: creada en 2012, listada en NASDAQ.
- 4) Coinbase Global, Inc.: creada en 2012, listada en NASDAQ.
- 5) WeWork: creada en 2010, listada en NYSE.
- 6) Robinhood Markets, Inc.: creada en 2013, listada en NASDAQ.
- 7) Rivian Automotive, Inc.: creada en 2009, listada en NASDAQ.
- 8) Peloton Interactive, Inc.: creada en 2012, listada en NASDAQ.
- 9) Zoom Video Communications, Inc.: creada en 2011, listada en NASDAQ.
- 10) Pinterest, Inc.: creada en 2008, listada en NYSE.

De ellas se obtuvieron los valores de los indicadores que se muestran en la Tabla 1; cabe anotar que estos datos fueron consultados el 30 de junio de 2022 en Bloomberg (s.f.) y Yahoo Finance (s. f.).

Tabla 1. Indicadores de las diez empresas seleccionadas

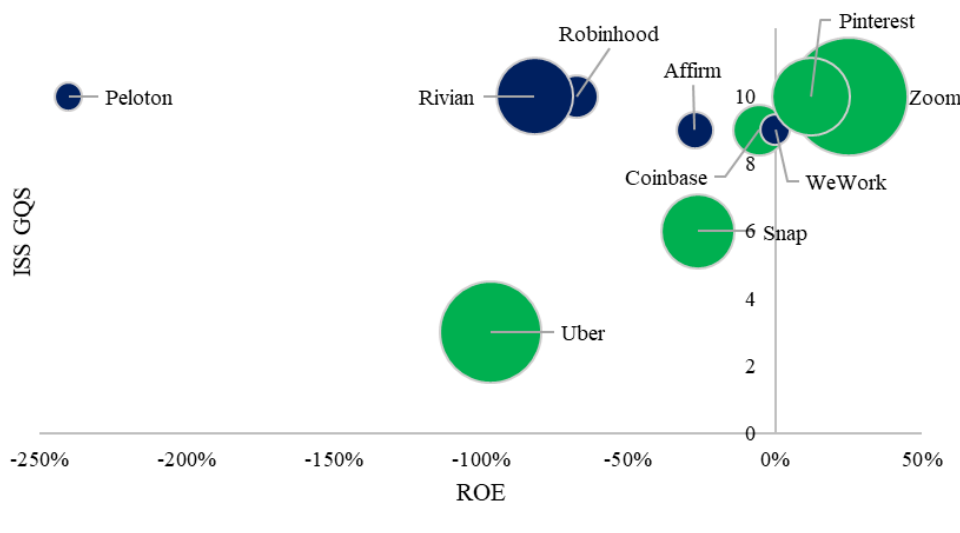
Compañía	EV (USD MM)	EV/EBITDA	Market cap (USD MM)	Margen neto	ROE	ROA	%Posesión de empleados	ISS GQS
Snap Inc	20.81	-71.04	21.48	-37.99%	-26.16%	-10.64%	9.33%	6
Uber	47.87	-101.90	40.17	-12.10%	-96.59%	-29.92%	0.24%	3
Afirm Holdings	6.29	-24.20	5.17	-12.09%	-27.24%	-11.94%	5.77%	9
Coinbase	8.37	-8.35	10.43	-69.38%	-5.30%	-0.45%	1.85%	9
WeWork	24.87	-8.32	3.64	-132.63%	N/A	-18.84%	N/A	9
Robinhood	8.52	-32.03	7.16	-86.05%	-67.30%	-11.38%	8.18%	10
Rivian	9.91	-6.40	23.18	-470.32%	-81.65%	-52.50%	16.90%	10
Peloton	3.52	-3.03	3.09	-92.00%	-240.04%	-66.17%	N/A	10
Zoom	30.13	27.97	54.80	29.92%	24.89%	9.85%	12.39%	10
Pinterest	11.28	29.90	23.71	12.48%	12.26%	7.88%	0.59%	10

Fuente: elaboración de los autores a partir de Yahoo Finance (s. f.) y Bloomberg (s. f.).

A partir de los resultados financieros que se muestran en la Figura 1, se analizaron sus comportamientos para poder hacer la selección de cinco compañías ejemplo, que finalmente son las que sirvieron en esta investigación para definir las prácticas indicadas y poder compararlas con casos de fracaso en los que pudieron evidenciarse acciones con impactos negativos sobre ellas.

Para la selección de las cinco empresas modelo se realizó un gráfico de dispersión de burbujas de los *market caps* contra los ROE obtenidos y la calificación arrojada por el ISS de las diez empresas escogidas inicialmente. Este ejercicio permitió observar de mejor manera la relación de los indicadores de GC y el comportamiento financiero de cada una partiendo de su tamaño [Figura 2].

Figura 2. ROE frente a ISS representado por el *market cap* de las diez empresas iniciales seleccionadas



Fuente: elaboración de los autores a partir de Yahoo Finance (s. f.) y Bloomberg (s. f.).

Una combinación entre un alto *market cap*, una baja calificación de ISS –que se traduce en un menor riesgo de GC– y un ROE preferiblemente positivo –o, si es negativo, lo más cercano a cero (0) posible– determinaron las cinco compañías que son ejemplo por seguir por sus políticas de GC actuales y el impacto que este puede generar en sus resultados financieros.

El listado siguiente detalla las cinco empresas modelo incluyendo la información relacionada con el GC, que aparece en el formulario S1 de la SEC, requerido para el lanzamiento de acciones en los mercados regulados:

4.1 Snap, Inc.

Empresa del sector tecnológico que facilita la comunicación y la interacción social en línea usando la cámara a través de una aplicación que envía fotografías y videos cortos.

Actualmente cuenta con un *market cap* de USD 21.480 millones, una calificación ISS de 6 y un ROE de $-26,16\%$. Los factores decisivos para su selección fueron el ISS y el *market cap*. (United States Securities Exchange Commission, SEC, 2017)

Formulario S1 del 2 de febrero de 2017

- i. Fundadores: Evan Spiegel, CEO (*chief executive officer*); Robert Murphy, CTO (*chief technology officer*) y Reggie Brown.
- ii. Fecha de fundación: formada en 2010 como Future Freshman LLC y posteriormente modificada a Toyopa Group LLC. Finalmente en 2012 se constituyó como Snapchat, Inc., una corporación del estado de Delaware, y en 2016 cambió su nombre a Snap, Inc.
- iii. Junta Directiva [Tabla 2].

Tabla 2. Snap, Inc. Conformación de la Junta Directiva

Nombre	Edad	Posición
<i>Directores ejecutivos</i>		
Evan Spiegel	26	Co-Fundador, CEO y director
Robert Murphy	28	Co-Fundador, CTO y director
Imran Khan	39	CSO
Andrew Vollero	50	CFO
Chris Handman	44	Consejo general
Timothy Sehn	36	Vice presidente de ingeniería
Steven Horowitz	49	Vice presidente de ingeniería
<i>Directores no empleados</i>		
Michael Lynton	57	Director y presidente de la junta
Joanna Coles	54	Director
A.G. Lafley	69	Director
Mitchell Lasky	54	Director
Stanley Meresman	70	Director
Scott D. Miller	64	Director
Christopher Young	44	Director

Fuente: elaboración de los autores a partir de United States Securities Exchange Commission, SEC (2017).

- iv. Accionistas principales antes de la oferta inicial
 - Externos con participación mayor al 5 %: Benchmark Capital Partners y Lightspeed Venture Partners.
 - Directores, presidente y vicepresidentes.
- v. Tipos de acciones: al momento de ser constituida se establecieron tres tipos de acciones; A, B y C. La A, la primera clase de acciones ofrecidas y vendidas, no tiene poder de voto; la B tiene derecho a un voto por acción; y la C tiene derecho a diez votos por acción.
- vi. Política de dividendos: la empresa ha declarado que no paga dividendos, ya que pretende invertir cualquier excedente de caja en inversiones para ella misma. En caso de que existan excedentes de efectivo, la Junta Directiva establecerá las condiciones dependiendo del momento, la necesidad de capital, las condiciones financieras y otros factores adicionales.
- vii. Elementos importantes en el S1
 - Las acciones tipo A no tienen la potestad de diluir el poder de voto de los fundadores; se les da gran importancia a las acciones tipo C –las de los fundadores– para proteger el esfuerzo realizado por ellos.
 - No hay ninguna relación familiar entre los directivos.
 - El presidente de la Junta Directiva es un independiente y así puede dar una visión externa.
 - Hay presencia y composición de diferentes comités, tales como el de auditoría, el de compensación y el de GC.

4.2 Coinbase Global, Inc.

Una *fintech* que potencia el uso de las cripto-monedas para abrir el sistema financiero del mundo. La empresa pretende disminuir los gastos innecesarios de las transacciones por medio de su plataforma digital, fomentando la cripto-economía de manera más eficiente, accesible y transparente.

Actualmente cuenta con un *market cap* de USD 10.430 millones, una calificación ISS de 9 y un ROE de $-5,30\%$. Los factores decisivos para su selección fueron el ROE cercano a cero (0) y su *market cap*. (United States Securities Exchange Commission, SEC, 2021)

Formulario S1 del 25 de febrero de 2021

- i. Fundadores: Brian Armstrong y Frederick Ehrasm. El primero es graduado en Ciencias Computacionales y Económicas de la Universidad Rice. Inicialmente fue el CEO de *universitytutor.com*, una página en línea que prestaba los servicios de directorio para conseguir tutorías. Posteriormente fue consultor de administración de riesgos en Deloitte e ingeniero de sistemas en Airbnb Inc. Adicionalmente creó en 2020 la empresa Research Hub Technologies.
Ehrasm fue co-fundador de Paradigm, una empresa especializada en criptomonedas, e inicialmente trabajó en Goldman Sachs.
- ii. Fecha de fundación: creada e incorporada como Coinbase. Inc. en mayo de 2012 y posteriormente, en 2014, incluyó algunas subsidiarias.
- iii. Junta Directiva [Tabla 3].

Tabla 3. Coinbase Global, Inc. Conformación de la Junta Directiva

Nombre	Edad	Posición
<i>Directores ejecutivos</i>		
Brian Armstrong	38	Co-Fundador, CEO y director
Surojit Chatterjee	46	Co-Fundador, CTO y director
Emilie Choi	42	CSO
Paul Grewal	49	CFO
Alesia J. Haas	44	Consejo general
<i>Directores no empleados</i>		
Marc L. Andreessen	49	Director
Frederick Ernest Ehrsam III	32	Director
Kathryn Haun	46	Director
Kelly Kramer	53	Director
Gokul Rajaram	46	Director
Fred Wilson	59	Director

Fuente: elaboración de los autores a partir de United States Securities Exchange Commission, SEC (2021).

- iv. Accionistas: los mayores accionistas son los directores y ejecutivos (*executive officers*), que poseen cerca del 54 %, y tres compañías adicionales: Andreessen Horowitz, Ribit Capital y Union Square Ventures, que poseen el 29,6 %.
- v. Tipos de acciones: de tipo A, que dan opción a un voto: y de tipo B, que dan opción a veinte votos y la capacidad de ser convertida en cualquier momento a una acción de tipo A.
- vi. Política de dividendos: no se tiene definida una política de pago de dividendos con el capital base inicial ni tampoco la obligación de pago de dividendos en ninguna de las clases de acciones comunes publicadas. Todos los fondos disponibles y ganancias futuras de la empresa se destinan a la operación del negocio.
- vii. Elementos importantes en el S1
 - No hay ninguna relación familiar entre los directivos.

- Entrega un premio de cumplimiento al CEO por alinear los intereses de la empresa con los accionistas, permitiendo crear un vínculo con el futuro y la prosperidad de ella a largo plazo.
- Define un plan de beneficios para atraer, retener y motivar a los empleados, consultores y directores, a fin de alinear sus intereses financieros con la construcción de valor para los accionistas.
- Tiene comités de auditoría y cumplimiento, de compensación y de GC. Todos cumplen con la independencia requerida para listarse en el NASDAQ.

4.3 Zoom Video Communications, Inc.

Empresa del sector tecnológico que provee video-comunicaciones para facilitar las interacciones de las personas entre sí, aumentar la conectividad mundial y experimentar reuniones cara a cara.

Actualmente cuenta con un *market cap* de USD 54.800 millones, una calificación ISS de 10 y un ROE de 24,89 %. Los factores decisivos para su selección fueron el ROE y *market cap*. (United States Securities Exchange Commission, SEC, 2019b)

Formulario S1 del 22 de marzo de 2019

- i. Fundador: Eric Yuan en 2011. Trabajó en Cisco WebEx hasta ese año, momento en el que la dejó junto con otros cuarenta ingenieros para fundar la nueva empresa. Inicialmente la consecución de capital fue difícil, ya que se creía que el mercado estaba saturado; sin embargo, lograron conseguir USD 3.000 millones de capital semilla.
- ii. Fecha de fundación: creada 2011 con el nombre de Saasbee, Inc.; en 2012 cambió a Zoom Video Communications, Inc.
- iii. Principales riesgos
 - Dependencia de la habilidad propia de atraer nuevos clientes.
 - Historia operacional limitada que hace difícil evaluar su futuro.
 - Mercado muy competido: WebEx y Skype.
 - Las fallas en los sistemas de internet pueden ocasionar dudas en el funcionamiento correcto de la aplicación.
- iv. Junta Directiva [Tabla 4].

Tabla 4. Zoom Video Communications, Inc. Conformación de la Junta Directiva

Nombre	Edad	Posición
<i>Directores ejecutivos</i>		
Eric S. Yuan	49	Presidente, CEO y presidente de la junta directiva
Aparna Bawa	41	Secretario y consejo general
Janine Pelosi	36	CMO
Kelly Steckelberg	51	CFO
<i>Directores no empleados</i>		
Jonathan Chadwick	53	Director
Carl M. Eschenbach	52	Director
Peter Gassner	53	Director
Kimberly L. Hammonds	51	Director
Dan Scheinman	56	Lider directores independientes
Santiago Subotovsky	41	Director
Bart Swanson	55	Director

Fuente: elaboración de los autores a partir de United States Securities Exchange Commission, SEC (2019b).

- v. Eric S. Yuan, su fundador, posee alta experiencia en las compañías de tecnología, ya que previamente trabajó como vicepresidente de ingeniería en Cisco y WebEx. Adicionalmente, sus estudios profesionales en matemáticas aplicadas y su master en ingeniería le permitieron ser el CEO y el presidente de la Junta Directiva.
- vi. Accionistas: los mayores accionistas son los directores y los ejecutivos (*executive officers*), con cerca del 36 % –Yuan posee el 22 %– y cuatro compañías adicionales: Emergence Capital Partners, Sequoia Capital, Digital Mobile Venture Ltd. y Bucantini Enterprises Ltd., que poseen alrededor del 40 %. El porcentaje restante se divide en los accionistas minoritarios.
- vii. Tipos de acciones: de tipo A y B. Ambos poseen los mismos derechos, y su única diferencia es el poder de voto, ya que la primera tiene el derecho de un voto por acción, mientras que la segunda tiene el derecho a diez.
- viii. Política de dividendos: no se tiene definida una política de pago de dividendos con el capital base inicial ni tampoco la obligación de pago de dividendos en ninguna de las clases de acciones comunes publicadas. Todos los fondos disponibles y ganancias futuras de la empresa se destinan a la operación del negocio.
- ix. Elementos importantes en el S1
 - Posee un comité de GC con miembros independientes –siguiendo los estándares del NASDAQ *stock market*–, encargado de nominar y evaluar los candidatos a miembros de la Junta Directiva, dar recomendaciones sobre la composición de los comités de la empresa y evaluar su desempeño.
 - Posee un comité de compensación compuesto por miembros externos no empleados, que revisan y recomiendan a la Junta Directiva la compensación monetaria de los directivos y los integrantes de la junta misma.

4.4 Uber Technologies, Inc.

Empresa del sector tecnológico y de transporte que revolucionó la forma operar de este sector mediante el desplazamiento compartido, permitiendo a grandes escalas de personas facilitar la movilidad entre distintos sitios.

Actualmente cuenta con un *market cap* de USD 40.170 millones, una calificación ISS de 3 y un ROE de -96,59 %. Los factores decisivos para su selección fueron el ISS y su *market cap*. (United States Securities Exchange Commission, SEC, 2019c)

Formulario S1 del 11 de abril de 2019

- i. Fundadores: Garrett Camp y Travis Kalanick. El primero trabajó como CEO de Stumble Upon desde 2001 hasta 2012 y adicionalmente hizo parte del grupo de directores de empresas como Reserve Media y Prism Skylabs. El segundo fundó y fue el CEO de Red Swoosh, una compañía de *software* y *networking* que operó entre 2001 y 2007.
- ii. Fecha de fundación: 2009.
- iii. Junta Directiva [Tabla 5].

Tabla 5. Uber Technologies, Inc. Conformación de la Junta Directiva

Nombre	Edad	Posición
<i>Directores ejecutivos</i>		
Dara Khosrowshahi	49	CEO y Director
Nelson Chai	53	CFO
Manik Gupta	42	CPO
Barney Harford	47	COO
Jill Hazelbaker	37	Vicepresidente, relaciones y política pública
Nikki Krishnamurthy	47	Vicepresidente y CPO
Thuan Pham	51	CTO
Tony West	53	Secretario corporativo y CLO
<i>Directores no empleados</i>		
Ronald Sugar	70	Presidente de la junta directiva
Ursula Burns	60	Director
Garrett Camp	40	Director
Matt Cohler	42	Director
Ryan Graves	35	Director
Arianna Huffington	68	Director
Travis Kalanick	42	Director
Wan Ling Martello	60	Director
H.E. Yasir Al-Rumayyan	49	Director
John Thain	63	Director
David Trujillo	43	Director

Fuente: elaboración de los autores a partir de United States Securities Exchange Commission, SEC (2019c).

- iv. Accionistas: los mayores accionistas son cinco fondos de inversión de capital, que poseen cerca del 44 % del total. Otro 33 % está repartido entre los directores y los altos ejecutivos de la empresa.
- v. Tipos de acciones: un único tipo, conocido como acción común. En su momento contó con acciones preferentes, pero fueron convertidas a comunes.
- vi. Política de dividendos: no se tiene definida una política de pago de dividendos con el capital base inicial. La empresa tiene intenciones de reservar todo el capital ganado en futuros ejercicios para apalancar su crecimiento y desarrollo. Cualquier modificación sobre la política de dividendos deberá ser evaluada por la mesa de directores y ejecutivos.
- vii. Elementos importantes en el S1
 - Tiene definidos comités de auditoría permanente, de compensación y nombramiento y de GC.

- Establece reuniones entre los comités y las juntas mínimo de forma trimestral.
- El presidente de la Junta Directiva es independiente.
- La mesa de directores es elegida por votación de forma anual.

4.5 Pinterest, Inc.

Empresa del sector tecnológico que cuenta con una plataforma (web y *app*) en la que las personas pueden buscar y descubrir ideas a través de recomendaciones visuales para usarlas en cualquier actividad del diario vivir.

Actualmente cuenta con un *market cap* de USD 23.710 millones, una calificación ISS de 10 y un ROE de 12,26 %. Los factores decisivos para su selección fueron el ROE y su *market cap*. (United States Securities Exchange Commission, SEC, 2019a)

Formulario S1 del 22 de marzo de 2019

- Fundadores: Benjamin Silberman y Evan Sharp en 2008. El primero estudió en Yale, trabajó en Google desde 2006 hasta 2008 y finalmente fundó Pinterest, de la que actualmente es el CEO, director, presidente y presidente de la Junta Directiva. El segundo estudió arquitectura en la Universidad de Columbia y posteriormente fue diseñador de productos en Facebook. Actualmente es el jefe de diseño y creatividad de la empresa.
- Fecha de fundación: octubre de 2008.
- Principales riesgos: el director, presidente, CEO y presidente de la Junta Directiva es la misma persona. Adicionalmente fue el creador de la empresa, por lo que puede generarse un conflicto de intereses en la toma de decisiones.
- Junta Directiva [Tabla 6].

Tabla 6. Pinterest, Inc. Conformación de la Junta Directiva

Nombre	Edad	Posición
<i>Directores ejecutivos</i>		
Benjamin Silberman	36	Presidente, CEO, Co-fundador, director y presidente de la junta directiva
Françoise Brougher	53	COO
Christine Flores	44	Consejo general
Todd Morgenfeld	47	CFO
Lawrence Ripsher	43	Vicepresidente, Producto
Evan Sharp	36	Co-fundador y director creativo y de diseño
Tse Li (Lily) Yang	46	CAO
<i>Directores no empleados</i>		
Jeffrey Jordan	60	Director
Leslie J. Kilgore	53	Director
Jeremy S. Levine	45	Director
Fredric G. Reynolds	68	Director
Michelle Wilson	56	Director

Fuente: elaboración de los autores a partir de United States Securities Exchange Commission, SEC (2019a).

- Accionistas: constituido principalmente por los fondos de inversión Bessemer Venture, First Mark, Andreessen Horowitz, Fidelity y Valiant, y una persona natural adicional, Paul Sciarra, co-fundador de la empresa, aunque ya no hace parte de ella.
- Tipos de acciones: de tipo B, para ser dispuestas en el mercado de valores a fin de cumplir con el plan que inició en 2019 y remplazar el de 2009.

- vii. Política de dividendos: no se tiene definida una política de pago de dividendos con el capital base inicial. Asimismo, las ganancias futuras no se esperan ser pagadas ni repartidas a través de ellos, en tanto la línea de crédito revolvente que posee no le permite repartirlos hasta completar su pago.
- viii. Elementos importantes en el S1:
 - Cuenta con *underwriters* para la emisión de acciones; los principales son Goldman Sachs y J. P. Morgan.
 - Tiene comités de compensación, de auditoría y nómina y de GC.

Posterior a los hallazgos de las empresas ejemplo de buen manejo del GC, se relacionan a continuación tres ejemplos que no lograron sobrevivir, con algunos detalles que explican el por qué y sirven como casos de análisis para demostrar qué no debe hacerse para evitar el fracaso.

1) Quibi.com

Empresa fundada durante la pandemia que buscaba ofrecer un modelo de entretenimiento en línea con un formato de corta duración que permitiera a los usuarios ver películas o series de no más de diez minutos en sus celulares. Este emprendimiento perdió alrededor de USD 1.750 millones de inversión, básicamente porque la idea nunca fue lo suficientemente fuerte y consistente. Lo anterior se traduce en que investigar muy bien la idea, escuchar las críticas y conocer el comportamiento del mercado es importante, pues puede servir como filtro en los procesos de emprendimiento.

2) Pets.com

A pesar de que esta empresa logró levantar un capital de aproximadamente USD 80 millones en una de sus IPO (*initial public offerings*, oferta pública de adquisición), su fracaso se debe a que empezó a ver en los consumidores una preferencia por evitar la espera de un despacho contra poder comprar los mismos elementos en tiendas cercanas de su barrio o zona. Aunque hoy día, este es el éxito de empresas como Amazon, Pets.com intentó hacerlo años atrás, mostrando que el *timing* del lanzamiento de un producto es indispensable para su éxito. Muchas veces, las empresas no logran captar el momento para el lanzamiento y su público objetivo no está listo para el producto o servicio que ofrecen.

3) Theranos.com

Fundada por Elizabeth Holmes, la empresa prometía un analizador de sangre portátil que permitía llevar la tecnología medicinal a otro nivel; sin embargo, tuvo varias investigaciones regulatorias que le fueron creando impedimentos. Esta idea es un claro caso de realizar promesas muy ambiciosas y no entregar los resultados prometidos, y nuevamente es un ejemplo claro de la importancia de la investigación de mercado, pues en el transcurso de la implementación de una empresa pueden salir a la luz grandes costos que no estaban previstos que provocan una significativa destrucción de valor de la idea inicial.

Finalmente, la gráfica realizada por Wilbur Labs [Figura 3] muestra algunas recomendaciones hechas por fundadores de *start-ups* para que los emprendimientos no fallen. Nótese que alrededor del 50 % de ellas se basa en una investigación fuerte antes de comenzar a lanzar la

idea como empresa, ya que muchas veces los fundadores se apresuran y no tienen información suficiente que soporte la decisión tomada. Adicionalmente se recomienda que haya un fuerte respaldo financiero para llevar a cabo la idea.

Figura 3. Recomendaciones de fundadores de *start-ups* que no prosperaron para prevenir el fracaso



Fuente: elaboración de los autores a partir de Santoro (2021).

En el capítulo de Conclusiones a continuación se evidencian las recomendaciones que hacen de esta investigación una fuente de buenas prácticas de GC lo suficientemente sólidas como para no dudar en empezar una idea de negocio.

5. Conclusiones y recomendaciones

A partir de los hallazgos obtenidos en la investigación y teniendo en cuenta el comportamiento en el mercado de las empresas modelo analizadas, las recomendaciones de estudios y artículos para evitar el fracaso y los pilares fundamentales para la construcción de una empresa con un GC definido, se recomienda la implementación de las siguientes prácticas para garantizar la generación de valor y la evolución de las *start-ups* en el mercado:

1. Creación de un plan de protección a los inversionistas

a. *Consideraciones anti-dilución*

Si bien las cláusulas anti-dilución cumplen una función de protección ante posibles tomas hostiles que podrían desviar a la administración de su objetivo principal y fundamental, también representan un impedimento o dificultad para la liberación no solo de valor oculto sino de acciones de inversionistas estratégicos. Por ello, a fin de proteger a los accionistas mayoritarios o minoritarios –según sea el caso– es importante implementar las siguientes estrategias:

- i. Estrategia *tag along*: protege los intereses de los accionistas minoritarios, pues en caso de que un accionista mayoritario decida vender su participación, este tendrá el derecho de acceder a dicha transacción bajo las mismas condiciones.
- ii. Estrategia *drag along*: complementaria a la anterior, protege los intereses de los accionistas mayoritarios y facilita las inversiones, pues en caso de una venta de su participación, se exigirá al accionista minoritario, dada una adquisición total de la empresa, acceder de igual manera a dicha transacción para no entorpecer las negociaciones.

b. *Dividendos*

Se debe definir una política de dividendos para las etapas tempranas de las empresas en las cuales no se distribuyan las ganancias iniciales, sino que todo el capital o valor adicional generado sea reinvertido en ella para que continúe operando y evolucione respondiendo al constante cambio del mercado. Sin embargo, cuando no se encuentren proyectos atractivos para la generación de valor, se debe considerar el retorno de capital a los accionistas.

Adicionalmente, cuando las empresas ya están generando utilidades y tienen la capacidad de retornar capital a los accionistas al tiempo que cubren sus necesidades de inversión, resulta útil para los potenciales nuevos socios y los accionistas minoritarios contar con una política de distribución de dividendos que permita reducir la incertidumbre frente a pagos futuros. Esa definición suele también ampliarse al mercado de inversionistas institucionales que requieren claridad frente a los dividendos y, en algunos casos, que en efecto las empresas los pague.

2. Criterios claves para seleccionar las juntas directivas

a. *Miembros independientes*

Con el fin de evitar conflictos de interés en la toma de decisiones fundamentales para las empresas, es necesario que una proporción de los miembros de las juntas directivas sean terceros independientes que proporcionen una visión objetiva de los asuntos que se traten.

b. *Incorporación de fundadores en las juntas directivas*

Aunque las empresas deben contar con miembros independientes, es importante que se incluya la participación de sus fundadores durante un período prudente, en consideración a que ellos son los que tienen gran parte del conocimiento o *know-how* del producto o servicio creados. La incorporación de los fundadores y los ejecutivos se asocia a una alineación de intereses entre la administración y los accionistas, por lo que los inversionistas institucionales generalmente buscan que las juntas directivas tengan un balance.

c. *Creación de comités*

Desde sus inicios, sin importar su madurez o que estén listadas en una bolsa de valores, las empresas deben crear comités compuestos por expertos en diferentes temas con el fin de profundizar y analizar diferentes frentes, para así poder atacar los puntos débiles y convertirlos en oportunidades de mejora. Se consideran pertinentes los comités de riesgos, de GC y de auditoría.

3. Foco y asignación correcta del capital al objeto del negocio

Una vez ha sido levantado el capital, normalmente surgen dudas respecto a qué proyectos o negocios se asignará el capital de los accionistas. Siempre, en la etapa temprana de las empresas, debe haber, previo a su levantamiento, un plan de trabajo y de asignación del capital que esté enfocado en el crecimiento del negocio y, posteriormente, en su rentabilidad. Se deben evitar gastos inoficiosos y costos ocultos que le eviten al negocio llegar al punto de equilibrio o incluso generar rentabilidad; por ejemplo, costosas comidas entre ejecutivos, fiestas de Navidad, viajes de los empleados sin un objetivo concreto, papelería u otros gastos innecesarios. En suma, se deben evitar los gastos que no les aporten al objeto del negocio.

4. Esfuerzo y efectividad de la gerencia para alcanzar rentabilidad y flujos de caja positivos

Es importante entender que los negocios que están empezando tienen flujos de caja negativos o incluso estados de resultados negativos. Los socios no pueden apresurarse ni tomar decisiones rápidas viendo números en rojo, ya que es completamente normal que su negocio esté pasando por el “valle de la muerte”, momento en el cual los resultados –los números– son negativos. Por tanto, las empresas siempre deben hacerle un seguimiento permanente a ellos para entender la naturaleza de los resultados e ir trabajando en los aspectos que crean dichos comportamientos, para que en un futuro se conviertan en resultados positivos, y que la misión y la visión trazadas conduzcan a la sostenibilidad del negocio generando valor para los interesados.

5. Acceso al capital de riesgo

En la etapa temprana o de crecimiento de las empresas es importante trabajar en la búsqueda de inversionistas estratégicos para adquirir el capital que permita el crecimiento, la evolución y la continuidad de operación del negocio. Es crucial, entonces, que tengan una adecuada estructura de capital acorde con su ciclo de vida, especialmente con su ciclo de efectivo. Con todo, se debe tener en cuenta que la adquisición de capital es más que monetaria, pues los inversionistas institucionales tienen un impacto en el mejoramiento del sistema de GC enfocado en los siguientes aspectos:

- a. Alinear los intereses de los fundadores y empleados con el objetivo estratégico de las empresas para el crecimiento y la generación de valor.

- b. Asumir un lugar en las juntas directivas para intervenir en la toma de decisiones, controlarlas y así disminuir el riesgo de los proyectos.
- c. Proveer experiencia para la evolución, el crecimiento y la generación de valor.

6. Acuerdos de los accionistas entre los inversionistas/creadores iniciales y subsecuentes a las rondas de levantamiento de capital

Es importante plasmar en acuerdos o contratos los términos de las relaciones entre inversionistas, empleados y accionistas. Condiciones para la contratación de personal y puesta en marcha de proyectos, definiciones de la propiedad intelectual del bien o servicio, transferencia de participaciones o cesiones de derechos, entre otras, son algunos ejemplos de lo que se debe definir desde un inicio.

Sin embargo, para garantizar un correcto desempeño del GC, se deben establecer acuerdos para la elección de las juntas directivas, las aprobaciones de los accionistas frente a la toma de decisiones, las restricciones de las acciones transferidas, los derechos de los accionistas preferentes, las estrategias de protección de los accionistas y la reversión de los derechos adquiridos.

6. Referencias

- Bloomberg. (s. f.). Sitio web <https://www.bloomberg.com/>
- CB Insights. (s. f.). *The top 12 reasons why start-ups fail*. Disponible en <https://bit.ly/3XMUNNX>
- Colombia, Superintendencia Financiera. (s. f.). *Normativa Gobierno Corporativo / Circular Externa* 28. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-gobierno-corporativo-13103>
- Correa Mejía, D. A., Quintero Castaño, J. D., Gómez Orozco, S., & Castro Castro, C. M. (30 de agosto de 2019). El gobierno corporativo, un pilar indispensable para el desempeño financiero. *Universidad & Empresa*, 22(38), s. pp. Disponible en <https://revistas.urosario.edu.co/xml/1872/187263780003/index.html#:~:text=Se%20concluye%20que%20el%20gobierno,financiero%2C%20junta%20directiva%2C%20stakeholders>
- Ore Vilchez, L. M., & Pucllas Ore, F. (2021). *Factores de sostenibilidad para el desarrollo de las start-ups. Revisión sistemática* [tesis de pregrado, Universidad César Vallejo, Lima]. Disponible en https://repositorio.ucv.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12692/77709/Ore_VLM-Pucllas_OF-SD.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Santoro, P. (8 de febrero de 2021). *Why start-ups fail | Lessons from 150 founders*. WilburLabs. Disponible en <https://www.wilburlabs.com/blueprints/why-startups-fail>
- Schwab, K. (12 de enero de 2015). *Las empresas en un mundo cambiante*. World Economic Forum. Disponible en <https://es.weforum.org/agenda/2015/01/las-empresas-en-un-mundo-cambiante/>
- United States Securities Exchange Commission, SEC (2 de febrero de 2017). *Snap, Inc.* Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216ds1.htm>
- United States Securities Exchange Commission, SEC (22 de marzo de 2019a). *Pinterest, Inc.* Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1506293/000119312519083544/d674330ds1.htm>
- United States Securities Exchange Commission, SEC (22 de marzo de 2019b). *Zoom Video Communications, Inc.* Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1585521/000119312519083351/d642624ds1.htm>
- United States Securities Exchange Commission, SEC (11 de abril de 2019c). *Uber Technologies, Inc.* Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1543151/000119312519103850/d647752ds1.htm>
- United States Securities Exchange Commission, SEC (25 de febrero de 2021). *Coinbase Global, Inc.* Disponible en

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1679788/000162828021003168/coinbaseglobalincs-1.htm>

Yahoo Finance. (s. f.). Sitio web <https://finance.yahoo.com/>