



¿SON LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO TRANSFERIBLES?:

UNA REVISIÓN DESDE LOS *SPIN-OFFS*

Laura Sofía Buitrago Velandia

Colegio de Estudios Superiores de Administración - CESA

Maestría en Finanzas Corporativas

Bogotá

2019

**¿SON LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO TRANSFERIBLES?:
UNA REVISIÓN DESDE LOS *SPIN-OFFS***

Presentado por:

Laura Sofía Buitrago Velandia

Directores:

María Andrea Trujillo Dávila

Alexander Guzmán Vásquez

Colegio de Estudios Superiores de Administración - CESA

Maestría en Finanzas Corporativas

Bogotá

2019

Tabla de Contenido

Introducción	4
Estado del Arte.....	6
Marco Teórico.....	10
Metodología	13
- Datos y fuentes de información	14
- Selección de muestra.....	15
Hallazgos.....	16
Conclusiones.....	19
Anexos	22
- Entrevistas a profundidad	22
1. ENTREVISTADO: Centro de innovación y negocios - Corporación Ruta N.....	22
2. ENTREVISTADO: Enrique Olivera, co-fundador de Finweg: Blockchain Power for Innovative Banking.....	27
3. ENTREVISTADO: Anónimo – Director de Tesorería para Latinoamérica.....	29
4. ENTREVISTADO: Ignacio Mira Solves - Dpto. Estudios Económicos y Financieros UMH.	32
Lista de Referencias	35

Introducción

En los últimos años, las organizaciones han empezado a inclinarse con mayor fuerza hacia estrategias que les permita no solo la creación de valor de una manera más dinámica y sostenible, sino también mejoras en su gestión, retención del talento y la incursión en nuevos nichos de mercado como opción para la supervivencia empresarial o simplemente el aumento de la participación en los mismos (Harris, O. & Glegg, C., 2008); estas decisiones más adelante se verán reflejadas tanto en el nombre de la compañía y su posicionamiento, como en el valor económico de la misma.

Es importante mencionar, que estos procesos dan lugar a una oxigenación de los mercados, así como del papel que desarrollan las compañías dentro de cada uno de los sectores a los que pertenecen, permitiendo de esta manera, que los resultados de estas prácticas redunden en el desempeño de las demás empresas del sector, aun cuando éstas no estén implícitamente incluidas en el proceso de diversificación (Zenner, M., Junek, E., & Chivukula, R., 2015). Por esto, Ahn y Walker (2007) recomiendan que al momento de llevarlo a cabo se tenga en cuenta que la industria esté en un período positivo, así como es importante realizar un análisis del comportamiento histórico del mercado para identificar oportunamente estacionalidades y la manera como se está desarrollando y contralando la gestión de las compañías.

De acuerdo con lo anterior, las empresas asumen diferentes desafíos relacionados con la diversificación de sus operaciones; la necesidad de estas prácticas conlleva, sin duda, a identificar el papel de cada una de las unidades de negocio dentro de las empresas e invita a la revisión crítica de la pertinencia de cada una de estas unidades dentro de la compañía (Hydle, K. M. & Meland, K. V., 2016).

Por lo anterior, alternativas tales el *spin-off* toman relevancia debido a que según Emrick et. al (2017), al finalizar el 2016 a nivel global los resultados de *spin-off* alcanzaron los USD\$117 billones y se espera que sea publicada una cifra similar (incluyendo casos como Xerox y Johnson Controls) del cierre del 2017.

No obstante, entorno a la decisión de ejecutar un *spin-off* se encuentran diferentes incógnitas acerca del manejo, en términos de dirección, que se les dará a las compañías (matriz/originadora y naciente), la literatura financiera se refiere con frecuencia a la pertinencia de la diversificación, la inversión, el apalancamiento entre otros, así como a la forma en que se deben tomar esa clase de decisiones. Pero, esa misma literatura deja evidencia que las malas decisiones que se han tomado y que han que dejado un resultado ineficiente, tienen generalmente relación con la junta directiva y más exactamente con las prácticas de gobierno corporativo, punto que es importante considerar para la puesta en marcha de un *spin-off* (Vojislav, M. & Phillips, G., 2007).

De acuerdo con lo anterior, es importante considerar la importancia de los lineamientos de gobierno corporativo, aun cuando éstos en muchas ocasiones generan controversia, por un lado, debido al carácter voluntario de su implementación en algunos países, y por otro, por la dificultad para medir de manera estandarizada sus efectos (Guzmán & Trujillo, 2017).

Teniendo en cuenta la problemática mencionada anteriormente, el gobierno corporativo y la manera como se llevan a cabo sus lineamientos cobran relevancia para el desarrollo de esta investigación. Si bien, ya se mencionaron las razones por las que las empresas tomarían la decisión de iniciar un *spin-off*, queda la incertidumbre de cómo la matriz controla o garantiza el cumplimiento de sus planes a través de la independencia que le ha sido otorgada a la compañía naciente y los principios de gobierno corporativo bajo los cuales se regirá.

No obstante, la literatura existente no menciona cual es el papel de la compañía matriz en los lineamientos de gobierno corporativo que serán implementados en la nueva compañía, y considerando que en la actualidad no existe una regla que rija dicho rol; a través de esta investigación se resolverá la pregunta de ¿Cómo incide la compañía originadora de un *spin-off* en el proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo de la compañía naciente?, de manera preliminar y tomando como base la revisión bibliográfica es posible inferir que dentro del proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo de la compañía resultante de un *spin-off*, debe haber necesariamente transferencia de conocimiento desde la compañía originadora o matriz en cuanto al gobierno corporativo se refiere.

En consecuencia, el objetivo general de esta investigación se concentra en determinar la incidencia de la compañía originadora de un *spin-off* en el proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo de la compañía naciente; para lo cual, se identificarán los principales componentes del proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo en la ejecución de un *spin-off*, acompañado del análisis de la estructura de gobierno corporativo existente en las empresas resultantes de la ejecución de un *spin-off*, para finalmente establecer recomendaciones que deberían seguirse para llevar a cabo el proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo en la empresa resultante de un *spin-off*, aprovechando el conocimiento tácito de la compañía originadora.

Estado del Arte

La composición de las juntas directivas ha estado incluida en la agenda de investigación de muchas disciplinas durante años, sin embargo, esta composición en nuevas empresas es un tema

que aún preocupa, pero también sorprende en la medida en que en la actualidad se experimenta un auge de nuevas compañías de todos los tipos y orígenes (Clarysse, B., Knockaert, M., & Lockett, A., 2007). El autor asevera que las nuevas compañías persiguen intereses diferentes, incluso cuando éstas hacen parte de un proceso de diversificación o inversión previamente estudiado y decidido en la empresa originadora, por lo que la definición acertada de la junta es imprescindible para garantizar la correcta dirección de la misma.

Teniendo en cuenta lo anterior, es importante mencionar que las organizaciones en los últimos años han empezado a inclinarse con mayor fuerza hacia estrategias de diversificación e inversión que les permita la creación de valor de una manera más dinámica, así como la participación más activa a través de nuevas unidades de negocio. Alternativas como el *spin-off* toman relevancia y permiten identificar el papel de dichas unidades dentro de las empresas y los mercados, (Hydle, K. M. & Meland, K. V., 2016), lo cual permitiría de cierta forma evaluar también la gestión de gobierno corporativo actual y la deseada.

Scott (2012) argumenta que el *spin-off* no es siempre necesariamente una práctica voluntaria, la reestructuración o venta parcial de la compañía puede darse también como por parte de estrategias antimonopolio o incluso judiciales. Sin embargo, este estudio se concentra principalmente en el *spin-off* como objeto de evaluación para conocer la incidencia de la empresa matriz en la estructuración de lineamientos de gobierno corporativo en la empresa a crear. Es a partir de la aseveración de Scott (2012), que el papel de la casa matriz se hace tan importante dentro del proceso, frecuentemente ésta, se interesa en un *spin-off* ante la necesidad de incursionar en nuevos mercados o incorporar nuevas tecnologías prefiriendo separar una parte de la compañía y especializarla en una rama específica, sin embargo, el autor no hace énfasis en lo que sucede con los lineamientos de gobierno corporativo.

Como parte del proceso de *spin-off*, el respaldo recibido por la nueva compañía de parte de la casa matriz, es muy importante para garantizar la continuidad del negocio, debido a que literatura alrededor de este tema, demuestra que en repetidas ocasiones es posible encontrar rivalidad dentro de las empresas del mismo grupo, aun cuando se dedican a negocios principales diferentes (Lebdi, N. A., 2017). Para explicar este fenómeno, la teoría de la firma, como lo mencionan en su artículo Jensen y Smith (1984), sustenta que la supervivencia de las compañías esta en gran parte respaldada por las políticas corporativas en torno a las decisiones de financiación, distribución de dividendos e inversión; y el papel que los miembros de la alta gerencia juegan en este campo. Esto es lo que Manne, 1965 (citado en Jensen y Smith, 1984) llama mercado para el control corporativo, allí los accionistas dejan de tener un papel principal y pasan simplemente al rol de aprobar o rechazar medidas relacionadas con adquisiciones o reestructuración, en las que claramente ven su principal beneficio como consecuencia de un incremento en el precio de las acciones de la compañía, o en caso contrario se ven directamente afectados por el decrecimiento del valor de las mismas.

En consonancia con lo expuesto anteriormente, Williamson (2002) enumera cinco aspectos en el marco de la economía de la organización, que son de suma relevancia a la hora llegar a acuerdos en términos de contratos; para el caso objeto de este estudio, de los elementos listados por Williamson, la adaptación cooperativa juega un papel significativo en la manera cómo se deben asignar las responsabilidades y cuál debe ser el manejo corporativo ante una eventual decisión de *spin-off*. En adición, el autor afirma la necesidad de reinventar las formas tradicionales de gobernar las corporaciones porque es a partir de allí, que la generación de valor se da.

Según Emrick et. al (2017), al finalizar el 2016 el nivel global los resultados de *spin-off* alcanzaron los USD\$117 billones y se espera la publicación de una cifra similar relacionada con el cierre del 2017 al incluir casos como los de Xerox y Johnson Controls entre otros. El autor Emrick, Khorana, Shivdasani, y Ventouras, (2017) resalta que las características que garantizan un *spin-off* exitoso se basan principalmente en el tamaño de la firma, el crecimiento orgánico, el mejoramiento del foco del negocio y la eficiencia del capital. Asimismo, es importante mencionar que, a pesar de los beneficios evidentes de la reestructuración de las compañías, que así lo requieren, por medio de *spin-off*, se debe considerar como transacción compleja que implica metas estratégicas y políticas financieras, que de no ser manejadas correctamente pueden ocasionar una ruptura para la compañía.

De otro lado, cabe resaltar como lo menciona Zenner (2015) que estos procesos, dan lugar a una oxigenación de los mercados y del papel de las compañías dentro de cada uno de los sectores a los que pertenecen, permitiendo así, que los resultados de esta práctica redunden en el desempeño de las demás empresas del sector, aun cuando ellas no están implícitamente incluidas en el proceso.

Del mismo modo, según Anderson, Korsun, y Murrell (1999) frente a decisiones de privatización se ha experimentado que el tamaño del número de accionistas cambia y en otras ocasiones el nivel de importancia de los mismos también se ve afectado. De igual manera, los patrones de gobierno y los criterios para la revisión de la efectividad del gobierno también se ven expuestos a cambio, por lo que se demuestra la relación entre el cambio de los accionistas y la calidad de los lineamientos de gobierno corporativos es directa.

Para finalizar, algunos estudios relacionados con tipos de *spin-off* diferentes a los empresariales, dan cuenta de que la falta de infraestructura, los problemas gerenciales y la

carencia de lineamientos de gobierno corporativo, se constituyen como las principales causas de estancamiento de las compañías resultantes de un *spin-off* (Zhou, Y., Xu, G., Su, J., & Minshall, T., 2011). Adicionalmente, el autor asevera que es inminente la necesidad de crear políticas que ataquen principalmente dichas causas.

Marco Teórico

Cuando se estudia el comportamiento de los agentes alrededor de la dirección de una empresa, es común encontrarse con un sinnúmero de teorías que presentan en detalle las metodologías que han sido llevadas a cabo a lo largo de la historia para tal propósito. Asimismo, es fácil deducir que la mayoría de las teorías convergen hacia el mismo punto: el administrador financiero debe perseguir la meta, aunque vaga, de maximizar las ganancias de la compañía agregando valor para los propietarios (Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F., 2012, pág. 10).

De acuerdo con lo anterior, es importante considerar la relación que existe entre el administrador financiero y los accionistas, la teoría de agencia la define con exactitud.

Según Ross et al. dentro de la *relación de agencia* alguien que es denominado el principal, contrata a un agente para que represente sus intereses; sin embargo, en esta relación se pueden presentar diferentes tipos de conflictos de interés y esto es a lo que se le conoce como el problema de agencia. Los problemas de agencia pueden presentarse en diferentes contextos y podrían incluso conllevar a que la empresa incurra en costos, los cuales al estar relacionados directamente con los conflictos de interés reciben el nombre de costos de agencia.

Es importante señalar, que el reto derivado de la relación entre principal y agente data de muchos años atrás como lo menciona Tricker, 2015 citando en su libro a Smith quien afirma que

“no se puede esperar que los directores de empresas, siendo administradores del dinero de otras personas, lo vigilen con el mismo cuidado que lo harían con el de ellos mismos. (Adam Smith, The wealth of Nations (abridge),1776)”. Ahora bien, muchos autores han coincidido en que la teoría de agencia en muchas ocasiones se traduce en prácticas de gobierno corporativo, existe un contrato entre los accionistas y los directores que busca un objetivo claramente establecido; dentro del marco de la teoría de agencia los accionistas tomarían el rol de principales y los directores de agentes.

En el desarrollo del acuerdo entre principales y agentes se asume que estos últimos velaran siempre por el bien de los accionistas; no obstante, los directores generalmente buscan, por la atribución que se les da, tomar decisiones que resulten beneficiosas para ellos aun cuando no lo sean para los accionistas (Tricker, B., 2015).

Teniendo en cuenta la problemática mencionada anteriormente, el gobierno corporativo y la manera como se llevan a cabo sus lineamientos cobran relevancia para el desarrollo de esta investigación. Si bien, ya se mencionaron las características de la teoría de agencia, ahora nace la pregunta de cómo el principal controla o garantiza el cumplimiento de sus planes a través de la responsabilidad que le ha sido otorgada al agente.

Es este punto en el que se hace elemental considerar el establecimiento y ejecución de un código de gobierno corporativo al interior de la compañía. Según Tricker (2015) los códigos de gobierno corporativo, de manera oficial, fueron conocidos aproximadamente en 1992 con el Cadbury report, en el cual como lo mencionan Guzmán y Trujillo (2017) se precisa que el gobierno corporativo es el sistema que permite dirigir y controlar las empresas. Tricker (2015) indica que en el reporte en mención se incluía en términos generales: la introducción de los

comités de auditoría, la división de las responsabilidades entre los miembros de la junta, el reporte público del cumplimiento o no de los códigos de gobierno corporativo, entre otros.

Del mismo modo, Guzmán y Trujillo (2017) mencionan que dentro de la distribución de responsabilidades, los accionistas tienen la labor de nombrar los miembros de la junta directiva, sobre quienes recaerá más adelante el compromiso de establecer los lineamientos de liderazgo, la estrategia de la compañía, la política financiera, la supervisión de la alta gerencia y al final, la rendición de cuentas a los accionistas, los informes a accionistas serán previamente revisados por los auditores, quienes también han sido escogidos por los accionistas según explican los autores. Así mismo, Guzmán y Trujillo (2017) mencionan que el reporte de Cadbury incluye tres grupos de recomendaciones a tener en cuenta en la práctica del gobierno corporativo: “estructura y responsabilidades de las juntas directivas, el papel de los auditores, y los derechos y responsabilidades de los accionistas” (Guzmán, A. & Trujillo, M., 2017, pág. 30), estas recomendaciones han sido incluidas en los códigos de gobierno corporativo a lo largo del mundo dada la evidente necesidad de garantizar la eficiencia de estas prácticas.

Por ejemplo, para varios grupos de empresas la importancia del gobierno corporativo se basa principalmente en la necesidad de garantizar la transparencia en la revelación de la información, esto significa que sea imparcial, comparable, precisa, oportuna, clara y veraz; principalmente por la utilidad de la información ante una toma de decisiones, la administración de riesgos, oportunidades de inversión o incluso diversificación de la compañía (Guzmán, A. & Trujillo, M., 2016, pág. 65), esta última alternativa es muy nombrada en la actualidad.

La diversificación de las compañías, la búsqueda de nuevas ideas y el general la reinención de los negocios toma actualmente un espacio muy relevante en la agenda de investigación financiera. Esta investigación estará concentrada principalmente en los *spin-offs*,

entendiendo esta práctica como la formación de algo nuevo basado en algo ya existente (Wallin, M. W., 2012). Alrededor de la literatura financiera se habla mucho acerca de la pertinencia de la inversión y la forma como se deben tomar las decisiones en torno a ésta, sin embargo, esa misma literatura deja evidencia de las malas decisiones que se han tomado y que han resultado en inversiones ineficientes, es probable que la causa de las malas decisiones este en la junta directiva y más exactamente en las prácticas de gobierno corporativo, punto que es importante considerar para la puesta en marcha de un spin off (Vojislav, M. & Phillips, G., 2007).

Ahora bien, el horizonte en términos de las prácticas de gobierno corporativo no es tan claro cuando se habla de la manera en la que se transfieren dichas prácticas a nuevas líneas de negocio o incluso a nuevas empresas nacientes como resultado de diversificación corporativa por lo que es pertinente estudiar la incidencia de la compañía originadora/matriz de un *spin-off* en el proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo que será implementado en la compañía naciente

Metodología

Con el propósito de determinar la incidencia de la compañía originadora/matriz de un *spin-off* en el proceso de estructuración del sistema de gobierno corporativo de la compañía naciente, se llevó a cabo una investigación descriptiva de tipo exploratorio que dio lugar a profundizar y establecer los elementos más relevantes y rasgos diferenciadores que permitieron responder la pregunta de investigación (Correa, J. & Murillo, J.).

Así mismo, el diseño metodológico se fundamentó en estudio de caso como estrategia para la comprensión de la dinámica propia de la estructuración del sistema de gobierno

corporativo en las empresas objeto de estudio (Eisenhardt, K., 1989). De este modo, el estudio de caso permitió identificar, analizar y más adelante validar los elementos que conducen a la respuesta de la investigación (Correa, J. & Murillo, J.) .

Es así como, con el fin de llevar a cabo el estudio de caso se realizaron cuatro entrevistas a expertos de empresas, universidades y centros de innovación que han participado en procesos de *spin-off*, lo cual permitirá hacer un aporte al debate teórico con base en la realidad empírica y así contrarrestar las presunciones iniciales con los resultados obtenidos (Yin, R. K., 2003) (Eisenhardt, K., 1989).

Teniendo en cuenta lo anterior, el desarrollo de la metodología se llevó a cabo como sigue:

- **Datos y fuentes de información**

Con el fin de identificar el volumen y ratificar la pertinencia del tema de investigación, se realizó una búsqueda minuciosa de las empresas que han realizado un *spin-off* durante los últimos 20 años. Para lo cual, se encontró que a partir del año 2.000 y hasta la fecha; se han ejecutado más de 1.600 transacciones en el mundo, dentro de las cuales se cuenta con la participación de procesos realizados con éxito en empresas colombianas (Suramericana de Inversiones SA – Surainversiones Promigas SA ESP, Corfinsura - CF Nacional y Suramericana SA). La lista fue extraída de Dealogic, (plataforma privada, cuyo contenido cuenta con el detalle de la información de las transacciones más relevantes de fusiones y adquisiciones), dentro de la información disponible, se encuentra el monto, los participantes, el estatus y descripción de la transacción; información de mucho valor a la hora de analizar el estado actual de las empresas.

- Selección de muestra

Con el propósito de contar con entrevistas de calidad que llevaran a robustecer el discurso académico de esta investigación, se enviaron 30 invitaciones a expertos, para participar con fines netamente de apoyo a la investigación. Una vez aceptadas las invitaciones, se realizaron seis entrevistas telefónicamente, de las cuales se seleccionaron las siguientes cuatro teniendo en cuenta su valor para dar respuesta a la pregunta de investigación:

Una vez fueron analizadas las opciones disponibles, se tomó la decisión de escoger las entidades a entrevistar teniendo en cuenta la mayor diversidad posible; es decir, empresas que no pertenezcan a la misma industria, esto con el fin de contar con diferentes percepciones basadas en la parte del mercado en la que se esté ubicada cada una de las empresas objeto de estudio. Fue así, como tomando ventaja de la revolución Fintech se eligió a Finweg, representante de esta industria y producto de la decisión estrategia Addalia, compañía que cuenta con cerca de 30 años de trayectoria; de otro lado, una multinacional de funcionamiento tradicional con más de 50 años en el mercado, cuya identidad será guardada bajo confidencialidad por solicitud del entrevistado. Esta multinacional es líder en su sector y ha demostrado a través de los años que reinventarse es una opción que involucra mucho más que capital. El tercer participante, fue el Centro de Innovación Ruta N de Medellín, gestores de importantes *spin-offs* en Colombia, quienes desarrollan e impulsan programas para facilitar la evolución económica Medellín con miras en negocios de ciencia, tecnología e innovación, de forma incluyente y sostenible. Por último, Ignacio Mira Solves, docente e investigador de la Universidad pública Miguel Hernández de España, quien ha investigado activamente sobre la importancia de la ejecución de *spin-off* como vía de transferencia tecnológica, especialmente para los *spin-offs* que son gestados en las universidades.

Hallazgos

Dentro de los factores comunes encontrados en las entrevistas realizadas, se encuentra que una de las principales razones para llevar a cabo el *spin-off* es la intención de buscar eficiencias dentro de las compañías, procurando que más adelante se traduzcan en mayores rendimientos. Y esto, responde con claridad a las necesidades del mercado y es sin duda, el motivo por el que las empresas objeto de estudio han tenido éxito.

Como lo menciona Emrick, C., Khorana, A., Shivdasani, A., & Ventouras, P. (2017), los factores de éxito para un *spin-off* se concentran principalmente en el mejoramiento del foco del negocio y la eficiencia del capital. Ahora bien, la estructuración del Gobierno Corporativo dentro de las empresas que han resultado de un *spin-off* es primordial, debido a las entrevistas dan claridad que si bien al inicio del proceso existe afinidad en los intereses de las dos partes, más adelante estos pueden cambiar; como lo mencionan Clarysse, B., Knockaert, M., & Lockett, A., (2007), las compañías resultantes de fusiones y adquisiciones, al final persiguen intereses diferentes, incluso cuando han hecho parte de procesos de innovación de la empresa originadora, por lo que la definición acertada de la junta es indispensable desde el inicio para garantizar la correcta dirección de la misma.

Transferencia de conocimiento en torno a las prácticas de Gobierno Corporativo:

Los casos de éxito de *spin-off* tienen en común que desde el inicio del proceso está claro cuál es el porcentaje de participación de cada una de las partes, y aunque Scott (2012) sostiene que el *spin-off* en algunas ocasiones puede darse como de manera involuntaria; la reestructuración o venta parcial mencionada por el auto, son vistas en la realidad por los entrevistados como una

decisión estratégica, en la que aunque se cuenta con una estructura jurídica independiente, tiene partida en la cultura de la empresa madre; lo que da lugar a que las nuevas prácticas de Gobierno Corporativo integren de manera inevitable elementos existentes de la empresa madre.

En el mismo sentido, para las partes es claro que en la implementación de los lineamientos de Gobierno Corporativo deben útiles más allá de ser un requisito, deben estar basados en la generación de valor y bajo un modelo para el que sean imprescindibles la eficiencia y la transparencia, lo anterior con el fin de cumplir el propósito fundamental de reinversión y generación de valor de la compañía (Williamson, O., 2002).

Ambiente de control

El Gobierno Corporativo es entendido de manera clara por las entidades objeto de estudio, lo definen como los órganos (junta directiva especialmente), reglamentación interna (códigos, reglamentos de junta, políticas de conflictos de intereses, etc.) y prácticas como tal relacionadas con la periodicidad de reuniones, entrega de informes en general. Lo anterior se constituye como parte fundamental del ambiente de control dentro de las compañías, es lo que llevará al cumplimiento del objetivo con el que fue pensado la nueva empresa. De la misma manera, son los lineamientos en mención que como lo confirma Tricker, 2015 ayudaran en el desafío proveniente de la relación entre principal y agente presente en estos procesos, y que con frecuencia se refleja en prácticas de gobierno corporativo, dado que existe un contrato entre los accionistas y los directores que busca un objetivo claramente establecido; dentro del marco de la teoría de agencia los accionistas tomarían el rol de principales y los directores de agentes. en el cual como lo mencionan Guzmán y Trujillo (2017) se precisa que el gobierno corporativo es el sistema que permite dirigir y controlar las empresas

Las responsabilidades de los órganos, tanto de las empresas matrices como de las nuevas, se derivan de lo expuesto en actas constitutivas, estatutos y acuerdos y es vital el cumplimiento de los mismos. Así mismo, la ética y la transparencia de la gerencia deben estar presentes en el desarrollo diario de las actividades de las compañías, dado que influyen de manera directa en oficio de los empleados y son de alguna manera, el reflejo de la esencia de las prácticas de Gobierno Corporativo pactadas en la sala de juntas.

Revelación de información y rendición de cuentas

Si bien la cantidad de información que es revelada, depende directamente de la participación de capital que tenga la empresa matriz en la empresa nueva; es mayor la cantidad de información que debe revelar la empresa originadora frente a la empresa nueva, esto a debido a que, como parte de la estrategia, se pretende utilizar la experiencia para garantía el éxito del *spin-off*.

Lo anterior, hace aún más importante que los lineamientos de Gobierno Corporativo tengan bases sólidas principalmente en la transparencia necesaria para la revelación de la información, esto implica como se mencionó anteriormente, que debe ser imparcial, comparable, precisa, oportuna, clara y veraz; principalmente por la utilidad de la información ante una toma de decisiones, la administración de riesgos, oportunidades de inversión, entre otros (Guzmán, A. & Trujillo, M., 2016, pág. 65)

En adición, se encuentra la rendición de cuentas que en un proceso de *spin-off*, y en general, va más allá de la elaboración de informes y reunión de los órganos, debe ser concebido con un momento de revisión, de aprendizaje para las entidades en el que se comunique los errores y los aciertos, que permitan tomar acciones proactivas y correctivas necesarias para que el proyecto siga en firme. Ruta N (2019) menciona con énfasis que la rendición de cuentas debe

ser el momento en el que se cuenten tanto las noticias malas, como las buenas.

Conclusiones

El estudio de caso permite, sin duda, acercarse a la realidad del problema central de la investigación, haciendo frente a las ambigüedades propias de la cotidianidad de las compañías (Correa, J. & Murillo, J.).

En concordancia con Eisenhardt, K., (1989), las entrevistas a profundidad con los actores que participan en los procesos de *spin-off* permiten ver con claridad que más allá de la contribución de capital, las prácticas de Gobierno Corporativo en una empresa resultante de un proceso de *spin-off* están altamente influenciadas por la compañía matriz, y es que como bien lo mencionada Enrique Olivera –cofundador de Finweg, si la decisión de *spin-off* es tomada es debido a que se comulga con la cultura de la empresa.

Lo resultados vistos en las encuestas revelan de manera contundente que las prácticas de Gobierno Corporativo son completamente transferibles en los procesos de *spin-off*; ahora bien, la empresa originada puede hacer modificaciones que se ajusten al modelo de negocio que inicia, pero siempre la base será la empresa matriz.

Asimismo, la transparencia en el ejercicio diario del Gobierno Corporativo actúa como eje central, permitiendo que las partes actúen en pro del salvaguardar los intereses de las compañías e ir tras el objetivo principalmente económico que fue planteado al inicio de la idea.

En el mismo sentido, es importante mencionar que para los entrevistados participar del Gobierno Corporativo de una empresa no corresponde a un quehacer cualquiera, es una responsabilidad que debe ser llevada con los más altos estándares de profesionalismo y ética; y,

por ende, la revelación de la información debe hacerse de manera tal que permita el flujo de la toma de decisiones de manera oportuna. Es importante aclarar, que la demanda más alta de información está del lado de la empresa resultante del proceso de *spin-off*, debido a que es ésta la que necesita la transferencia de información con el fin de ajustar procesos y políticas que le garanticen su permanencia en el mercado.

En consonancia con lo anterior, las prácticas de Gobierno Corporativo para las empresas nuevas están compuesta en buena parte por miembros de la Junta Directiva de la empresa que origina, esto garantiza, por un lado, el éxito basado en la experiencia y de otro, el soporte en momentos de crisis (Guzmán, A. & Trujillo, M., 2016).

La investigación en torno al Gobierno Corporativo tanto en *spin-off* como en cualquier otro proceso de fusión y/o adquisición toma mucha relevancia en la actualidad, por lo que, en la agenda de investigación de las empresas, de los centros de innovación, equipos de emprendimiento, entren otros, debería considerarse como eje principal de la evolución empresarial.

Recomendaciones

En un contexto como el actual - altamente disruptivo y retador -, en el que la revolución tecnológica está tomando cada vez más fuerza y está dando entrada a nuevas empresas de base tecnológica que desafían al mercado existente y ponen a las empresas en la necesidad de innovar, ya se adquiriendo una nueva unidad que responda a las exigencias de los consumidores, o haciendo un *spin-off* que le permita dedicar esfuerzos específicos en el desarrollo de una idea contundente que la posicione en el ecosistema.

Como resultado de la investigación es altamente recomendable tener en cuenta los siguientes puntos en el proceso de definición de las prácticas de Gobierno Corporativo en empresas resultantes de un *spin-off*:

- Exigir disciplina al interior del Consejo de Administración, con el fin de realizar seguimiento al plan estratégico, así como asistir de manera obligatoria a las reuniones previamente acordadas.
- La transparencia, ética e integridad, como eje central de la compañía.
- Los acuerdos deben estar documentados, esto permitiera el seguimiento que conlleve al cumplimiento.
- Los miembros de la Junta Directiva deben adquirir la responsabilidad de impactar de manera auténtica y positiva a los empleados de las compañías.
- La Junta Directiva debe establecer lineamientos que permitan elegir gerencia que concuerden con la cultura de la compañía.
- Establecimiento del estilo y filosofía de la administración, en cuanto a la forma de tomar decisiones y riesgos (sugerido textualmente por Ruta N durante la entrevista).

Anexos

- Entrevistas a profundidad

1. ENTREVISTADO: Centro de innovación y negocios - Corporación Ruta N

Ruta N es el centro de innovación y negocios de Medellín, una corporación creada por la alcaldía de Medellín, UNE y EPM para promover el desarrollo de negocios innovadores basados en tecnología, que incrementen la competitividad de la ciudad y de la región.

¿Cómo se concibe el Gobierno Corporativo al momento de pensar en un *spin-off*?

Cada *spin-off* tiene una estructura jurídica propia, aunque es una empresa que nace de otra ya estructurada y en virtud de ello; la nueva empresa derivada muy posiblemente de una universidad o de un centro de investigación; integra elementos de su gobierno corporativo

¿Cómo se definen las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

- a. La consolidación de propietario y direccionador, con el propósito de alinear.
- b. Sentar las bases para la generación de valor social a través de sólidas estructuras de dirección y control.
- c. Formulación de un modelo que fomente la eficiencia y transparencia en el funcionamiento.
- d. Claridad respecto del establecimiento de criterios técnicos para la creación.

¿Cómo se implementan las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

- a. Conformación del Consejo de Administración
- b. Disciplina para tener un consejo periódico que entregue información profunda y hacer la que la agenda fluya es vital para que todo el ejercicio de gobierno corporativo sea útil.
- c. Cumplimiento en la periodicidad en las reuniones del Consejo.
- d. Ayudar a entender la información detrás de las decisiones a tomar.
- e. Compartir las buenas y malas noticias.
- f. Seguimiento con un ejercicio serio de informar sobre la realidad de la compañía y discutir las acciones para llevar a la práctica. Lo que se acuerda es importante y debe documentarse, para darle seguimiento y monitorear su ejecución.
- g. Responsabilidad. participar en un consejo de administración implica una responsabilidad.

¿Cómo es el ambiente de control?

El gobierno corporativo se refiere al establecimiento, por parte de los órganos de gobierno, de los mecanismos para alcanzar la misión y los objetivos estratégicos.

Las responsabilidades de este gobierno se derivan del mandato expresado en las actas constitutivas, en los estatutos y en los acuerdos de la creación de las organizaciones establecidas por la Junta de Gobierno; o bien, en las leyes o reglamentos que las rigen.

El liderazgo, las estrategias y las prácticas societarias, éticas y de transparencia, establecidas por el órgano gubernamental tendrán un impacto relevante entre el personal.

Ambos controles están interrelacionados. Los generales apoyan el funcionamiento de los de aplicación, y ambos son necesarios para asegurar el procesamiento completo y exacto de la información.

A estos órganos de gobierno les corresponden, entre otros, los siguientes aspectos:

- a. Establecimiento, autorización y supervisión de la misión y el plan estratégico de la organización.
- b. Establecimiento del tono ético y el impulso a la integridad.
- c. Vigilancia de las decisiones, acciones y resultados logrados por la alta dirección.
- d. Establecimiento de políticas generales y la estructura de la organización.
- e. Establecer y asegurar el funcionamiento del proceso de rendición de cuentas a los accionistas.
- f. Establecimiento del estilo y filosofía de la administración, en cuanto a la forma de tomar decisiones y riesgos.
- g. El sistema de control interno debe estar presente y funcionar adecuadamente, en todos los elementos anteriores.

¿Cómo se gestiona el riesgo?

Existe una fuerte relación entre el mejoramiento del negocio y la asunción de riesgos. Mediante la aplicación estratégica de planes contra sus diferentes tipos de riesgos, las organizaciones pueden obtener resultados positivos de estos, de acuerdo al riesgo y a los esfuerzos estratégicos del negocio. Asimismo, se presenta una gran posibilidad de generación de valor frente a un resultado positivo cuando se asume un riesgo.

Los riesgos también suponen oportunidades para las empresas. En ese sentido, se determina que existen diversos tipos de riesgos potenciales que se le pueden presentar a una empresa, divididos en tres categorías principales: riesgos estratégicos, prevenibles y externos.

En primer lugar, en la búsqueda de la creación de valor y de rentabilidad, las empresas deben asumir ciertos riesgos estratégicos. Estos son fundamentales para que la empresa se diferencie y logre una ventaja competitiva.

Por otro lado, los riesgos prevenibles son aquellos sobre los cuales la empresa tiene capacidad de intervención e influencia directa. Dentro de los riesgos prevenibles están contemplados los riesgos de gestión del capital humano, de integración financiera, de incumplimiento normativo de leyes, de seguridad de la información, entre otros.

¿Existe revelación de información?

La revelación proviene de la empresa que dio origen a la *spin-off* en la parte económica que le dio vida al emprendimiento.

¿Qué tanto influye la empresa que origina el *spin-off* en las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

El ámbito de estudio del Gobierno de la empresa se centra en aquellos instrumentos, tanto internos (poder de voto e influencia efectiva de los accionistas, composición y funcionamiento del Consejo de Administración, política retributiva; entre otros) como externos (mercados de capitales, de trabajo y de consumo o la legislación vigente) mediante los cuales se pretende proteger a los titulares del capital social ante la pérdida de poder en favor del equipo directivo, responsable de las decisiones sobre la utilización de los recursos disponibles

La actividad productiva necesita recursos para financiar las inversiones necesarias a largo plazo, de forma que quien ha aportado los fondos necesarios asume el riesgo de la actividad. A los propietarios de estos recursos también se les atribuye la propiedad de la empresa y el poder de

decisión sobre la asignación de los recursos. Sin embargo, también existen razones para reivindicar la separación entre propiedad y gestión en la empresa. El número de inversores puede ser muy elevado (lo que obstaculiza en la práctica la toma de decisiones), los costes de oportunidad de éstos pueden ser importantes y, además, pueden no contar con la adecuada cualificación ni habilidades para ejercer la supervisión y/o dirección de la empresa, por lo que resulta recomendable asignarla a una persona que cuente.

¿Hay participación de capital?

A diferencia de cuando una empresa que simplemente vende sus activos a un tercero, en los *spin-offs* se constituye una nueva empresa a la que pertenecen todos los activos que se van a separar de la empresa matriz. Posteriormente, la empresa matriz reparte acciones de la nueva empresa en parte proporcional entre sus accionistas y vende las acciones nuevas en el mercado como cualquier otra OPV (oferta pública de venta). Las operaciones de *spin-off* suelen venir acompañadas de una ampliación de capital de la nueva empresa para dar entrada a nuevos inversores.

¿Hay rendición de cuentas?

La rendición de cuentas no puede reducirse solamente a la elaboración de informes si no que es algo más, es un proceso en el que hay que definir a quién rendir cuentas, quién lo hace y cómo. El proceso de rendir cuentas como un momento de aprendizaje para la entidad, con el fin último de aprender y mejorar la propia acción

¿Considera que las prácticas de Gobierno Corporativo son transferibles?

Considerando previamente las consideraciones que dieron forma a la *Spin-off*; indudablemente que las prácticas de Gobierno Corporativo de la empresa generadora le son aplicables al emprendimiento; en cuanto recoge de ella la experiencia, gestión operativa, logística y administrativa. La *Spin-off* no debería dejar de lado la importancia de asumir prácticas que han contribuido al éxito empresarial de su generador.

2. ENTREVISTADO: Enrique Olivera, co-fundador de Finweg: Blockchain Power for Innovative Banking.

Finweg, exitoso caso de *spin-off* de ADDALIA, es una empresa especializada en el desarrollo de soluciones blockchain para medios de pago electrónicos.

¿Cómo se concibe el Gobierno Corporativo al momento de pensar en un *spin-off*?

Lo más importante de todo, se debe tener muy claro que al tratarse de un *spin-off* se trata de una decisión estratégica que parte de la cultura de la empresa madre. La decisión de *spin-off* se toma por un atributo tecnológico en términos de tiempo. La junta directiva debe ser diferente, reuniones diferentes, pero la esencia es la misma, incluso pueden ser los mismos miembros de la junta directiva de la empresa originadora.

¿Cómo se definen las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

El punto de partida son las prácticas de Gobierno Corporativo que ya existen en la empresa que dará origen al *spin-off*, se entiende que si se toma la decisión de ejecutar un *spin-off* es porque obligatoriamente el que está del otro lado comulga con la cultura de la empresa matriz.

¿Cómo se implementan las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

En el papel está claro, y en la práctica es que los lineamientos de Gobierno Corporativo que se llevan a cabo en Finweg son los mismo que hoy se tienen en Addalia.

¿Cómo es el ambiente de control?

En este tema es fundamental el compromiso permanente de querer proteger los intereses de las compañías, tanto de la matriz como la que resulta del proceso de *spin-off*.

¿Cómo se gestiona el riesgo?

El riesgo es inherente por lo cual la tecnología sobre la que nosotros operamos nos permite tener cierto control.

¿Existe revelación de información?

Para esto es muy importante el compromiso de salvaguardar los intereses de la compañía, por lo que debe haber confidencialidad con cierto tipo de información. Así mismo, es importante entender que cada compañía tiene un valor diferente.

¿Hay participación de capital?

En nuestro caso, Addalia participa de manera mayoritaria en Finweg.

¿Hay rendición de cuentas?

Para el caso de Finweg, Addalia es el principal financista por lo que se hace obligatoria la rendición de cuentas.

¿Considera que las prácticas de Gobierno Corporativo son transferibles?

En definitiva, como se mencionó la decisión de hacer un *spin-off* es una decisión estratégica que busca especializarse o disminuir los tiempos en una labor específica de la empresa originadora, por lo que compartir prácticas de Gobierno Corporativo es esencial.

3. ENTREVISTADO: Anónimo – Director de Tesorería para Latinoamérica.

A solicitud expresa del entrevistado, tanto su nombre como el nombre de la compañía a la cual pertenece no serán divulgados dentro de este documento.

¿Cómo se concibe el Gobierno Corporativo al momento de pensar en un *spin-off*?

Como toda en toda corporación dependemos de una casa matriz y lo que se tiene en cada país es una representación, no es autónoma y aunque tiene un campo de libertad muchas decisiones se toman desde la corporación, así mismo se hace para los casos de *spin-off* desde la corporación toman las decisiones y bajan instrucciones sobre cómo se debe proceder. Siempre hay claridad sobre que decisiones pueden ser tomadas por las subsidiarias en los países y que no.

¿Cómo se definen las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

En cada país hay por lo menos un miembro de la alta gerencia, el cual es elegido desde casa matriz. Los gerentes generales que son la cabeza de cada país en el que se tiene representación, se reporta directamente a la casa matriz, esto se hace con el fin de estar completamente alineados en temas de Gobierno Corporativo

¿Cómo se implementan las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

El *spin-off* ocurrió debido a que, dentro de nuestras unidades de negocio, teníamos una unidad grande con una participación alta en todos los números de la compañía, entonces la casa matriz tomó la decisión de separarla y especializarla. La separación se hace completa, se creó una nueva junta directiva para esta nueva compañía y las funciones de la tesorería también se separaron. Sin embargo, dentro del proceso de empalme se trata de implementar en la nueva compañía todos los procesos que han funcionado de manera exitosa en la empresa matriz, esto incluye las prácticas de Gobierno Corporativo.

¿Cómo es el ambiente de control?

Casa matriz se encarga de controlar a través del uso de diferentes mecanismos el funcionamiento de los países, es así mismo como lo hace con el proceso inicial del *spin-off* mientras la junta directiva de éste asume la gestión de control y riesgo.

¿Cómo se gestiona el riesgo?

Casa matriz se encarga de controlar a través del uso de diferentes mecanismos el funcionamiento de los países, es así mismo como lo hace con el proceso inicial del *spin-off* mientras la junta directiva de éste asume la gestión de control y riesgo.

¿Existe revelación de información?

El nivel de revelación de información se define desde el inicio del proceso, pero en términos generales hay cierto nivel de confidencialidad.

¿Qué tanto influye la empresa que origina el *spin-off* en las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

El *spin-off* es altamente influenciado por la empresa originadora y principalmente en temas tan centrales como las prácticas de Gobierno Corporativo.

¿Hay participación de capital?

Sí, es la razón de ser para dar inicio al *spin-off*. Como parte de una investigación encontramos que el 62% del capital social de una empresa resultante de un *spin-off* pertenece a los investigadores, el 33% pertenece a la universidad y tan solo el 5% pertenece a otras personas físicas o empresas externas que les interesa la idea y que han decidido participar.

¿Hay rendición de cuentas?

Si, en proporción al capital aportado. La casa matriz actual como accionista por lo que recibe el mismo tipo de información que le sería brindada a un accionista.

¿Considera que las prácticas de Gobierno Corporativo son transferibles?

Sí, siempre deben ser transferidas y dependiendo la rama de negocio se irán ajustando gradualmente, solo si la industria fuera totalmente diferente la transferencia de prácticas de Gobierno Corporativo podría verse afectada.

4. ENTREVISTADO: Ignacio Mira Solves - Dpto. Estudios Económicos y Financieros UMH.

Ingeniero Industrial de la Universidad Politécnica de Valencia y Doctor de la Universidad Miguel Hernández, es profesor titular del Área de Organización de Empresas, en el Departamento de Estudios Económicos y Financieros de la Universidad Miguel Hernández.

¿Cómo se concibe el Gobierno Corporativo al momento de pensar en un *spin-off*?

En los procesos de *spin-off* y específicamente los que tienen origen en investigación universitaria, hay presencia de un miembro de la universidad que se encarga de dar soporte en todos los pasos de inicio de la nueva compañía, especialmente en temas relacionados con Gobierno Corporativo como eje central de la nueva compañía.

¿Cómo se definen las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

Desde el inicio está claro cuál es el porcentaje de participación de cada una de las partes (universidad y emprendedores) y de allí, la creación de la junta directiva que más adelante le dará inicio a la reglamentación, siempre se tienen en cuentas las buenas prácticas y la experiencia aprendidas de casos anteriores.

¿Cómo se implementan las prácticas de Gobierno Corporativo en la nueva empresa?

Lo más importante es definir en ambiente se quiere avanzar, es decir, lo que es negociable y lo que no. Lo primero es definir Consejo de Administración, en el que necesariamente tendrá lugar al menos un miembro de la universidad, dependiendo el porcentaje con el que se esté

participando en la compañía. Y posteriormente, se definirá la reglamentación con aplicación inmediata.

¿Cómo es el ambiente de control?

Debe ser intenso, siempre con la intención de avanzar en proyecto pensado inicialmente.

¿Cómo se gestiona el riesgo?

Al principio, debe haber seguimiento constante a los procesos; después de un tiempo se espera que, con el mero cumplimiento de reglamentos y políticas, que han sido pensadas con estos fines, ayuden con la gestión interna de riesgo.

¿Existe revelación de información?

Aun cuando hay miembros de la universidad en el Consejo de Administración, la mayoría de acciones son del propio emprendedor; por lo que la revelación de información se puede ver limitada por esta situación.

¿Qué tanto influye la empresa que origina el *spin-off* en las prácticas de Gobierno

Corporativo en la nueva empresa?

Mucho, siempre que haya un porcentaje de participación. Para el caso de los *spin-offs* que tienen origen en la academia como parte de la investigación, normalmente en España el porcentaje de participación de la universidad es del 5%.

Algo muy importante, es que la influencia no es vista en el día a día, la influencia está atada estrechamente con el Consejo de Administración, se cuenta con un programa de apoyo a la nueva empresa para garantizar su éxito.

¿Hay participación de capital?

Si, aunque no hay desembolso económico se valora el aporte es especie que se hace para la creación del *spin-off*. Muchas veces la empresa sigue utilizando los recursos de la universidad, por lo que se define plazo y condiciones adicionales que puedan ser valoradas como parte del aporte por parte de la universidad.

¿Hay rendición de cuentas?

Sí, hay miembros de la universidad dentro del consejo de administración, la mayoría de las acciones son de los propietarios de la *spin-off* que se originó, pero al haber participación de quien esta originado el *spin-off*, debe haber necesariamente rendición de cuentas.

¿Considera que las prácticas de Gobierno Corporativo son transferibles?

Hay dos circunstancias, una en que la empresa originadora quiere demostrar el apoyo a la nueva compañía mas no ser dueño en el futuro. Y otra, en la está presente el interés de tener participación en la nueva compañía, en este último es más común la transferencia de prácticas de Gobierno Corporativo son transferibles.

Lista de Referencias

- Ahn, S., & Walker, M. D. (2007). Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance*, 13, 76-93. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2006.03.001.
- Ali, S., Hashmi, S. H., & Mehmo, T. (2016). Corporate diversification and firm performance: An inverted U-shaped hypothesis. *International Journal Of Organizational Leadership*, 5, 381-398. Recuperado de:
<http://aimijournal.com/Pages/DownloadHandler.ashx?DownloadObject=Article&Id=5bf773ee-e41e-41e1-ad9d-604c88030ff0>.
- Anderson, J. H., Korsun, G., & Murrell, P. (1999). Ownership, exit and voice after mass privatization: Evidence from Mongolia. *Economics of Transition*, 7, 215-243.
 Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=158097.
- Beekes, W., Brown, P., Zhan, W., & Zhang, Q. (2016). Corporate governance, companies' disclosure practices, and market transparency: A cross country study. *Journal of Business Finance and Accounting*, 43, 263-297. doi: 10.1111/jbfa.12174.
- Bessière, V., Kaestner, M., & Lafont, A. (2011). Hedge fund activism: Insights from a French clinical study. *Applied Financial Economics*, 21, 1225-1234. doi:
 10.1080/09603107.2011.568393.
- Chemmanur, T. J., & He, S. (2016). Institutional trading, information production, and corporate spin-offs. *Journal of Corporate Finance*, 38, 54-76. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.03.009.

- Chemmanur, T. J., Krishnan, K. , & Nandy, D. K. (2014). The effects of corporate spin-offs on productivity. *Journal of Corporate Finance*, 27, 72-98. doi: 10.1016/j.jcorpin.2014.04.005.
- Choi, Y. K., & Merville, L. J. . (1998). A unified model of corporate acquisitions and divestitures: An incentive perspective. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 10, 127-154. doi: 10.1023/A:1008267819853.
- Clarysse, B., Knockaert, M., & Lockett, A. (2007). Outside board members in high tech start-ups. *Small Business Economics*, 29, 243-259. doi: 10.1007/s11187-006-9033-y.
- Correa, J., & Murillo, J. (s.f.). *Escritura e investigación académica : Una guía para la elaboración del trabajo de grado*. (E. C.-C. Administración., Ed.) Bogotá: CESA.
- Eisenhardt, K. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14, 532 – 550. Recuperado de: http://euroac.ffri.hr/wp-content/uploads/2010/06/Eisenhardt_1989_Building-Theories-from-Case.pdf.
- Emrick, C., Khorana, A., Shivdasani, A., & Ventouras, P. (2017). The Keys to Success in Spinoffs. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29, 54 - 64. doi: 10.1111/jacf.12249.
- Feng, Y., Nandy, D. K., & Tian, Y. S. (2015). Executive compensation and the corporate spin-off decision. *Journal of Economics and Business*, 77, 94-117. doi: 10.1016/j.jeconbus.2014.09.003.
- Guzmán, A., & Trujillo, M. (2017). *Emisores de Valores & Gobierno Corporativo - Un análisis a las encuestas de código país 2007-2014*. Bogotá, Colombia: CESA - Colegio de Estudios Superiores Administrativos.

- Guzmán, A., & Trujillo, M. (2016). *Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia*. Bogotá, Colombia: CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración.
- Hann, R. N., Ogneva, M., & Ozbas, O. (2012). Corporate Diversification and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, doi: 10.2139/ssrn.1364481.
- Harris, O., & Glegg, C. (2008). The wealth effects of cross-border spinoffs. *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 461-476. doi: 10.1016/j.mulfin.2007.12.001.
- Hydle, K. M., & Meland, K. V. (2016). Spinning Them Off: Entrepreneurial Practices in Corporate Spin-Offs. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 12, 57-74. Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=3105338>.
- Johnson, G. A., Brown, R. M. , & Johnson, D. J. (1994). The Market Reaction to Voluntary Corporate Spinoffs: Revisited. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 33, 44-59. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/40473129>.
- Killander, M. (2008). The African peer review mechanism and human rights: The first reviews and the way forward. *Human Rights Quarterly*, 30, 41-75. doi: 10.1353/hrq.2008.0011.
- Klepper, S., & Sleeper, S. (2005). Entry by Spinoffs. *Management Science*, 51, 1291-1306. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/20110418>.
- Lebdi, N. A. (2017). The Role of Corporate Parent Support for Spinoff Innovation Performance. *International Review of Entrepreneurship*, 15, 203-226. Recuperado de: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwi6id7nltTZAhXHxVkKHRXmBbMQFggrMAA&url=http%3A%2F%2Fsearch.ebscohost.com%2Flogin.aspx%3Fdirect%3Dtrue%26profile%3Dehost%26scope%3Dsite%26authtype%3Dcrawler%26jrn%3D20092822%26AN%3D124668436%26h%3Dd6%252B8x>

RSZHR2b5uqaVMuouiME0CvYxD%252FY5oZw0C69Yxb4SLgODmkAXIOwOkWotB
fFVQgzxMj3icnfoTUE9gZuiA%253D%253D%26cr1%3Dc&usg=AOvVaw3guyq770we
PYJMNIYm-JWs.

Manojj, M., & Sahay, M. (2015). Productivity and stock price reaction to spin-off decision.

Corporate Ownership and Control, 13, 292-295. Recuperado de:

http://www.virtusinterpress.org/IMG/pdf/10-22495_cocv13i1c2p7.pdf.

Markman, G. D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2008). Research and technology

commercialization. *Journal of Management Studies*, 45, 1401–1423. doi: 10.1111/j.1467-6486.2008.00803.x.

Morgan, A., Nail, L. A. , & Megginson, W. L. (2020). The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash. doi: 10.2139/ssrn.321449.

Navatte, P., & Schier, G. (2017). Spin-offs: Accounting and financial issues across the literature.

Comptabilite Controle Audit, 23, 97-125. doi: 10.3917/cca.231.0097.

Prencipe, A. (2016). Board composition and innovation in university spin-offs. Evidence from

the Italian context. *Journal of Technology Management and Innovation*, 11, 33-39. doi: 10.4067/S0718-27242016000300004.

Prezas, A. P., & Simonyan, K. (2015). Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs. *Journal of*

Corporate Finance, 34, 83-107. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.07.017.

Roe, M. (2014). Structural corporate degradation due to too-big-to-fail finance. *University of*

Pennsylvania Law Review, 162, 1419-1464. Recuperado de:

http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=9445&context=penn_law_review.

- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas Corporativas*. México D.F., México: McGraw-Hill.
- Scott, J. R., Pruett, A., & Agarwal, S. (2012). Corporate Spin-Off: A Study of Literature and Methods Prior to the 2008 Recession. *Business Journal For Entrepreneurs*, 62-75.
- Seward, J. K., & Walsh, J. P. (1996). The governance and control of voluntary corporate spin-offs. *Strategic Management Journal*, 17, 25-39. Recuperado de:
<https://vdocuments.site/the-governance-and-control-of-voluntary-corporate-spin-offs.html>.
- Shekhar, S. (2018). Signalling, Reputation and Spinoffs. *Journal of Economic Behavior and Organization*, doi: 10.2139/ssrn.2824414.
- Shyu, J., & Chen, Y. (2009). Diversification, Performance, and the Corporate Life Cycle. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45, 57-68. Recuperado de:
<http://www.jstor.org/stable/27750699>.
- Thompson, T. H., & Apilado, V. (2006). Investment banker reputation and two-stage combination carve-outs and spin-offs. *Journal of Banking and Finance*, 30, 85-110. doi: 10.1016/j.jbankfin.2004.12.001.
- Tricker, B. (2015). *Corporate Governance*. Oxford, Inglaterra: Oxford University Press.
- Vojislav, M., & Phillips, G. (2007). *Conglomerate Firms and Internal Capital Markets*. En Eckbo, B. E. (Ed), *Handbook of Corporate Finance - Empirical Corporate Finance* (Vol. 1). Amsterdam, Holanda: North-Holland.
- Wallin, M. W. (2012). The bibliometric structure of spin-off literature. *Innovation: Management, policy & practice*, 14(2), 162–177.

- Williamson, O. (2002). The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. *Journal of Economic Perspectives*, 16, 171-195. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/3216956>.
- Wruck, E. G., & Wruck, K. H. (2002). Restructuring Top Management: Evidence from Corporate Spinoffs. *Journal of Labor Economics*, 20, S176-S218. Recuperado de: www.jstor.org/stable/10.1086/338788.
- Yin, R. K. (2003). *Case Study Research: Design and Methods* (Vol. 5). (T. Oaks, Ed.) Londres, Inglaterra: SAGE Publications.
- Zenner, M., Junek, E., & Chivukula, R. (2015). Shrinking to grow: Evolving Trends in Corporate Spin-offs. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(3), 131-136. Recuperado de: http://jacf-pub.com/wp-content/uploads/2016/02/JACF_273.pdf#page=132.
- Zhou, Y., Xu, G., Su, J., & Minshall, T. (2011). Barriers to entrepreneurial growth: An empirical study on university spin-offs in China. *Journal of Science and Technology Policy in China*, 2, 277-294. doi: 10.1108/17585521111167289.
- Ziemba, W. T. (2007). *Handbook of Corporate Finance - Empirical Corporate Finance* (Vol. 1). (B. E. Eckbo, Ed.) Amsterdam, Holanda: North-Holland.