



GULUNGO U OROPENDOLA CRESTADA. (Psarocolius decumanus). 46 cm. Grupo bulliciosos y mixtos. Crían colonialmente construyendo largos nidos entrelazados en forma de lágrima (mochilas) que cuelgan de las ramas de los árboles. Sus nidos suelen medir más de 125 cm. Sus nidos son parasitados por el Chamón gigante (Scaphidura oryzivora) quien deposita sus huevos para que les críen sus polluelos, compitiendo así con las crías de la Oropendola. Se alimentan de grandes insectos, frutos y néctar.

El greenmail y el tunnelling: entre la ética y el crecimiento económico

SÍNTESIS

El greenmail es utilizado por algunos empresarios o corredores de bolsa para realizar transferencias que beneficien a los accionistas mayoritarios de las organizaciones, por tal motivo se emplea como una estrategia de compra de información con el ánimo de aumentar los activos y obtener beneficios propios. Por otro lado, las empresas al emitir acciones y permitir que otras firmas compartan el patrimonio de la organización, se forman pirámides o tunneling las cuáles benefician también a los accionistas mayoritarios, pues estos toman las decisiones en las cuáles no permiten repartir las utilidades entre todas las accionistas, sólo son beneficiados los que poseen las acciones preferenciales.

Por lo tanto, si las empresas colombianas acuden a estas dos prácticas muy cuestionadas por su ética, como estrategias para la toma de decisiones, permitirá menor esfuerzo de los ejecutivos y se obtendría resultados efectivos para aumentar los activos, pero a costa de la moralidad.

DESCRIPTORES: Greenmail, Tunneling, ética profesional, mercado, competencia.

ABSTRACT

Greenmail is used by some employers or brokers to make transfers that would benefit the shareholders of the organizations, which is used as a data acquisition strategy with the aim of increasing the company's assets and gain benefits.

On the other hand, companies issuing shares and by allowing other firms to have part of the assets of the organization, pyramids or tunnelings are formed which benefit the major shareholders, taking decisions in which do not allow to distribute the profits among all shareholders and benefiting only those with the preferred shares.

Therefore, if Colombian companies use these two questioned practices for its ethic, as strategies for decision making, less effort by the executives will be allow, more effective results will be obtained to enhance the assets, but at the expense of morality.

DESCRIPTORS: Greenmail, Tunneling, Professional Ethics, Market, competition.

El greenmail y el tunnelling: entre la ética y el crecimiento económico



Mauricio Escobar Ortega

Greenmail and tunneling: between ethics and economic growth

Primera versión recibida: 7 de julio de 2011. Versión final aprobada el 16 de septiembre de 2011

Para citar este artículo: Escobar Ortega, Mauricio (2011). "El greenmail y el tunnelling: entre la ética y el crecimiento económico". En: Gestión y Región, N.º. 12, (Julio-Diciembre, 2011); pp. 121-132.

La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999, p.38) definen el tunnelling como la transferencia de activos y beneficios con cargo a las empresas para el beneficio de sus accionistas mayoritarios. Johnson (2000) coincide con La Porta et al. en la clasificación de dos clases de tunneling: la primera consiste en que los accionistas mayoritarios pueden transferir para su propio beneficio recursos a través de transacciones; en la segunda opción, el accionista de control puede aumentar su cuota de la empresa sin la transferencia de los activos a través de las emisiones de valores dilusivos, freezeouts minoría, abuso de información privilegiada, arrastrándose adquisiciones u otras operaciones financieras que discriminan contra las minorías. Esta estrategia se utiliza para la formación de estructuras piramidales, con el objeto de desfavorecer los accionistas minoritarios de las empresas.

Cabe resaltar que, cuando requieren capitalizarse, las empresas están recurriendo a la emisión de acciones y no a buscar otras fuentes de financiación, de manera que por medio de la bolsa de valores pueden adquirir capital de empresas o personas interesadas en comprarlas, con la finalidad de cubrir sus pasivos o realizar inversiones a muy bajos intereses. Pero, lo que no tienen en cuenta algunos inversionistas, es que muchas empresas sacan a la venta acciones ordinarias con el objetivo de no perder poder en la organización, y lo más importante es que ponen a trabajar estos dineros sin pagar ningún interés, resultando de gran beneficio.

Por su parte, el Greenmail se define como la compra de información de empresas, con el fin de vender acciones a un precio mejor, o también para tomar mejores decisiones, sin desgastarse en análisis regresivos y prospectivos para poder ofertar mejor frente a la competencia (Cornell University, 1987). En cuanto a la empresa privada, cuando necesita recuperar la mayor parte de la administración, utiliza el greenmail y recompra las acciones a precios más altos que los que ofrece el mercado bursátil en ese momento, pero esta estrategia no beneficia a los demás accionistas, ya que el fin en ese momento es recuperar las acciones que representan un importante porcentaje de participación en la Junta directiva.

A continuación se establecerán algunas relaciones entre el *greenmail* y el *tunnelling* con el crecimiento económico empresarial y se mencionarán algunos ejemplos.

II. ANTECEDENTES

A lo largo de la historia del desarrollo empresarial e industrial, y paralelo a la evolución de la administración a estos tiempos de modernidad, se han desarrollado todo tipo de prácticas administrativas para alcanzar los objetivos corporativos y empresariales trazados por dichas organizaciones, en función de su crecimiento económico. No obstante, algunas de las estrategias utilizadas han atentado contra los valores morales, la ética y las buenas prácticas administrativas, anteponiendo intereses personales, por encima de los corporativos e institucionales. Con base en lo anterior, se pretende ilustrar sobre dos prácticas de tipo empresarial que, aunque no son reconocidas como delitos penales en la mayoría de los países (tampoco en Colombia, donde no existe ni literatura ni legislación al respecto), sí afectan negativamente el desarrollo empresarial y la sana competencia que debe existir en el mercado, además de ser asociadas con delitos financieros en el medio económico.

De acuerdo con Vishny (1986), en algunos países se vienen desarrollando estrategias que buscan, desde el punto de vista legal, evitar el crecimiento de estas prácticas y de cierta manera disminuir el poder de fuerzas soterradas que buscan apoderarse de compañías u organizaciones más pequeñas, eliminando poco a poco a pequeños empresarios, utilizando su poder económico y posición estratégica como una forma de chantaje; en igual sentido, estas propuestas que están enmarcadas dentro de un contexto jurídico, tienen como propósito evitar que personas y empresas más grandes absorban a las pequeñas, y así propiciar una sana competencia en igualdad de condiciones.

Una de estas prácticas es conocida bajo el nombre de *greenmail*, que no tiene ninguna relación con el medio ambiente. Esta práctica consiste en enviar un mensaje a través del cual se realiza un chantaje donde se exige una suma de dinero a cambio de no desestabilizar o acabar la organización con la compra de sus acciones o parte de ellas. ¿Cómo funciona? Se amenaza con la compra de acciones por encima del valor del mercado a cambio de una prima por regresarlas, lo que implica que se deba pagar un mayor valor sobre el precio del mercado, para que puedan regresar a los accionistas de la empresa.

La palabra *greenmail* hace referencia al color verde de la moneda norteamericana, se colocó el nombre de *greenmail* para esta operación común en los mercados de valores. (Morales, 2001), y es parecido al *blackmail* en su forma de operación. En Estados Unidos, este último es un delito, pero la compra de un paquete accionario a un accionista que está siendo acosado es válida en el ámbito

financiero, a pesar de que desde el punto de vista estratégico no sea lo más transparente.

Para Alcaraz Varó (2007, p.82).el *greenmail* es un chantaje o amenaza o táctica del tiburón *-raider-* o inversor hostil, que consiste en adquirir un paquete minoritario de acciones amenazando con presentar una oferta de adquisición de la mayoría del capital, aunque el objetivo real es obligar a la empresa a volver a comprar las acciones a un precio muy favorable para el tiburón.

En el medio económico, el “tiburón financiero” es un inversor que desea adquirir una participación en el capital de una sociedad, muy por encima de su valor real, sin la aprobación de un consejo de administración o junta que representa un grupo de accionistas (Menéndez, 2005); en otras palabras, es la persona que realiza el chantaje o propuesta de adquisición de acciones de una compañía en particular.

Para Alcaraz Varó (2007, p103.), el *greenmail* también es un “soborno pagado por la dirección de una empresa para inducir a los incursores *-raiders-* a abandonar su ataque”; de las misma forma, el autor expone el concepto de *greenmailer*, quien es la persona que realiza el chantaje, definiéndolo como “especulador de órdagos; revendedor con plusvalías; especulador que adquiere paquete de acciones de una sociedad, para vendérselos a la propia empresa con fuertes ganancias”. (Enrique Alcaraz Varó, 2007, p.107).

Menéndez (2005, p 28.) sostiene sobre el *greenmail* que:

“se trata de un acuerdo entre el consejo de administración de una empresa objeto de adquisición hostil y el potencial adquiriente, mediante el cual la sociedad atacada recompra las acciones adquiridas por el adquiriente hostil o tiburón financiero a un precio que implica una prima sustancial respecto al precio al que este compró las acciones.”

Una de las características de esta práctica es que una vez llevada a cabo y pagado el sobreprecio sobre las acciones de la compañía, la persona que ha ejecutado el chantaje se compromete con dicha organización a no realizar este chantaje de nuevo en los próximos cinco años, y a no comprar acciones de la compañía en ese mismo lapso de tiempo, tiempo aprovechado por la organización para recomponer su estructura y asimilar las consecuencias que trae consigo el pagar una extorsión . Lo contradictorio es que a pesar de que el *greenmail* es un chantaje financiero, incluye un compromiso de la persona que realiza el chantaje de no volver a realizarlo por determinado período de tiempo. En otras palabras, de una acción ilegítima (*greenmail*) se genera una acción legítima, que es el compromiso de no agresión nuevamente.

Uno de los asuntos a analizar sobre el perjuicio de esta práctica se refiere a la procedencia de los recursos para el pago de *greenmail*. Estos recursos salen

directamente del valor de las acciones de los otros accionistas miembros de la compañía, lo que es claramente un detrimento patrimonial de la empresa. Otro interrogante a resolver es ¿Quién se perjudica directamente con el pago de una prima o de un sobreprecio del valor real de las acciones? En la década de los años 80, se presentó el caso de la empresa TWD (Emery, 2000), que sufrió un chantaje y tuvo que pagar un sobreprecio por encima del precio real de sus acciones. Los recursos con los cuales se pagó la prima salieron del bolsillo de los accionistas, por lo que los directamente perjudicados fueron ellos y, por consiguiente, disminuyó el valor de las acciones. El pago de chantajes de *greenmail* afectan negativamente el valor de las acciones de una compañía; después del pago, se presenta una disminución significativa en el valor de las acciones de la empresa y adicionalmente decae la confianza, que es tal vez el activo principal más importante al momento de permanecer dentro del mercado accionario y financiero, en el momento de la compra. No hay estudios que comprueben los perjuicios económicos a largo plazo para una compañía; sin embargo, la ocurrencia de chantajes de *greenmail* es favorable para una organización, según autores como Kosnik (1987), ya que a través de él se da a conocer o reconoce el valor actual de una compañía en un mercado.

En el desarrollo de un *greenmail* o chantaje financiero participan personas ajenas a la organización empresarial, con poder económico y deseo de obtener recursos extra, empresarios que pueden hacer parte de la competencia y desean ver a sus adversarios fuera del mercado; también accionistas mayoritarios que desean obtener mayor control al interior de la empresa, de paso, eliminar accionistas minoritarios, y también en menor grado, accionistas minoritarios que desean convertirse en accionistas mayoritarios.

Esta práctica afecta significativamente la sana competencia que debe existir entre las empresas y organizaciones, por eso es necesario plantear estrategias que permitan a las organizaciones empresariales blindarse ante eventuales ataques, pero minimizar riesgos y reducir su impacto.

Uno de los asuntos a tener en cuenta a la hora de protegerse de este ataque es el compromiso de los miembros de la junta directiva que representa a un grupo de accionistas en el mercado; el interrogante a plantear es si el compromiso de una junta directiva puede o no impedir un chantaje financiero como el *greenmail*. Sin duda alguna, el compromiso de una junta es prenda de garantía para salir avante en este tipo de situaciones: no es lo mismo expertos que llevan años defendiendo una causa, que novatos faltos de compromiso en el enfrentamiento de tiburones o *raiders*, que se han especializado en esta práctica. Lo ideal es que en esta situación se cuente con un equipo de trabajo con sentido de lealtad, por lo tanto, es preciso en primer lugar ser cuidadoso en la escogencia de las personas que van a proteger un capital y el producto de trabajo, generalmente de varios años.

¿Hasta dónde la ética profesional y personal es afectada por el pago de una prima en caso de chantaje? De ahí la importancia en la selección de profesionales, toda vez que son. No solo la base de la convivencia en sociedad, sino además baluartes a la hora de enfrentar situaciones difíciles. Siendo coherente con lo anterior, estos procesos de selección deben ser rigurosos y contener no solo pruebas de conocimiento y psicotécnicas, las pruebas deben apuntar significativamente a la búsqueda de valores como la lealtad, honestidad y honradez. La inclusión de pruebas de comportamiento en la selección de profesionales puede resultar exitosa al enfrentar chantajes de *greenmail* con solidez ética.

Otro de los puntos a tener en cuenta para minimizar el riesgo de ataques de *greenmail*, es una adecuada estructura organizacional y administrativa, lo cual hace referencia a tener claramente definidos las responsabilidades tanto de accionistas como directivos, estatutos de conformación, manuales de funciones y de procedimientos, procesos de calidad, mapas de riesgos, mapas de procesos, organigrama, perfiles y demás, que permiten establecer y delimitar las responsabilidades. Dentro una estructura organizacional adecuada se incluye estudios de salarios acordes con las responsabilidades. A la hora de un chantaje, sin duda alguna, esta correspondencia entre remuneraciones y responsabilidades actuará cuidando los intereses de los accionistas. Así mismo, es necesario que las cargas laborales sean equiparadas de acuerdo con el salario y ganancias devengadas.

TUNNELLING:

Otra práctica antiética financiera se conoce con el nombre de *tunnelling*. Sobre este tema existe poca bibliografía; no obstante, se conocen casos de ocurrencia, mas no de conceptualización. El *tunnelling* o túnel, se define como la transferencia de activos y beneficios con cargo a las empresas en beneficio de sus accionistas mayoritarios (Johnson, 2000). En otras palabras, es la utilización de recursos de una organización empresarial, aprovechando la posición que se tiene para sacar provecho personal.

Investigaciones sobre el tema han demostrado que la protección legislativa a los accionistas minoritarios es un factor determinante para el desarrollo financiero de los países (Johnson, 2000), lo que demuestra que la práctica del *tunnelling* es un obstáculo para la sana competencia. En Colombia, esta práctica no está determinada tácitamente como túnel, pero si se conocen otras prácticas similares: para el sector empresarial privado se conoce como abuso de confianza y posición dominante; en el caso del sector público, se asemeja al peculado, que es una práctica consistente en el abuso para provecho personal de los bienes del Estado, obteniendo beneficio propio. Sin embargo, el túnel va mucho más allá del simple uso, hacia el aprovechamiento lucrativo.

Cuando se hace referencia a las personas que participan del *tunnelling*, no solo se piensa en los accionistas en particular, sino también en los altos directivos. Para dar claridad al tema, Johnson (2000) explica que el túnel se presenta de dos formas: en la primera de ellas, un accionista que tiene control puede transferir recursos de la empresa en su propio beneficio, a través de transacciones y actividades en provecho propio, como la venta de activos, contratos y precios de referencia ventajosos para un proveedor. La segunda forma se da cuando el accionista aumenta su participación en acciones o dividendos dentro de la empresa a través de emisiones de valores difusivos, abuso de información privilegiada y operaciones financieras que discriminan a los accionistas minoritarios.

En los países donde está prohibida y penalizada esta práctica se utilizan dos grandes principios: uno de ellos es la diligencia, que hace referencia a la responsabilidad de los directores en ser prudentes, razonables, en cuidar de los intereses de los demás accionistas; el segundo principio es el de la lealtad o deber fiduciario, que está relacionado con el conflicto de intereses y con que los directivos (incluyendo a los accionistas) no se beneficien a costa de los demás accionistas.

En la historia hay múltiples casos reconocidos de *tunnelling*, como fue el caso SARL Peronet y SAICO, una minoría accionista de la SARL, donde la familia Peronet creó una empresa y se lucró con ella a expensas de la empresa; Marcilli una fabricante de maquinaria italiana y accionistas minoritarios demandaron a Sarcem, empresa creada por Marcilli para beneficiarse a través de exportación de productos, cuotas de producto y reventa entre otros. Se podrían enumerar múltiples casos de *tunnelling*, sin embargo no es el propósito de este documento.

En muchos países, mayormente en Europa y Estados Unidos, la práctica de *tunnelling* es legal en la medida en que se ajusta a técnicas y procedimientos previamente establecidos por la organización empresarial.

En Colombia, el *tunnelling* es una práctica que se da a menudo, la literatura que sobre el particular se conoce es escasa e inédita, más aún, los escritos y material que se obtienen, están en otros idiomas; por consiguiente, la legislación y medidas que sobre el particular se tengan para el país, no son relevantes. Se conoce más de la ocurrencia de este tipo de prácticas al interior de las instituciones públicas; sin embargo, esta práctica se da de diversas formas, con otro nombre. El Código penal colombiano reglamenta en su artículo 261:

“Será reprimido con reclusión o prisión de 10 años e inhabilitación perpetua, el funcionario público que sustrajere caudales o efectos cuya administración, percepción o custodia haya sido confiada por razón de su cargo. Será reprimido

con la misma pena el funcionario que empleare en provecho propio o de un tercero, trabajos o servicios pagados por una administración pública”.

En el sector público, el peculado es una práctica que es común, aunque ha disminuido y tiene las características del *tunnelling*, como lo son el aprovechamiento de la posición para provecho propio, de familiares y amigos, usufructuando bienes y servicios del Estado.

Una de las prácticas de *tunnelling* más comunes que se da de tanto en las empresas públicas como privadas es la venta de contratos, mayormente para el sector público, donde se aprovecha la posición de privilegio para contratar sin ningún tipo de criterio técnico, con la obtención posterior de una comisión por este direccionamiento. Otra de las prácticas comunes es la conformación de firmas ficticias que manejan familiares, a nombre de terceras personas y estas mismas suministran bienes y servicios; al parecer esta práctica es muy común en las entidades públicas del Estado colombiano.

Al igual que con el *greenmail*, el punto de quiebre para evitar este tipo de conductas está en la formación ética que tenga el individuo, por lo que se hace necesario el fortalecimiento de la estructura organizacional, mucho más para el *tunnelling* que para el *greenmail*, porque la posición dominante de algunos poseedores del capita, tiene más efecto persuasivo entre los minoritarios .

Como se expuso anteriormente, antes de buscar personas con perfiles de conocimiento adecuado, es necesario que los procesos de selección se encaminen a la búsqueda de valores como la diligencia, la lealtad y el interés corporativo por encima de los personales.

Al interrogar sobre la legitimidad ética del *tunelling*, la respuesta varía según el punto de vista que se aborde. Un lugar común en los negocios es sostener que el fin justifica los medios, pero antes de cualquier práctica deben anteponerse valores de diligencia y lealtad, pilares sobre los que descansa la sociedad y los negocios.

Conclusiones

Se puede afirmar que el *greenmail* es una práctica que se da mayormente en el sector financiero, mientras que el *tunnelling* suele darse en el ámbito empresarial, y para el caso colombiano, en entidades públicas.

En los comportamientos éticos de las personas está la principal estrategia para afrontar prácticas de chantaje como el *greenmail* y de deslealtad administrativa, como el *tunnelling*.

No obstante, si bien el punto que marca el éxito o el fracaso al enfrentar estas prácticas está en la formación ética del individuo, se hace necesario reforzar la estructura administrativa y organizacional de la empresa, para minimizar riesgos y disminuir las posibilidades de ocurrencia,.

Se puede concluir, además que el *greenmail* y el *tunnelling* son prácticas de tipo financiero y empresarial que perjudican la sana competencia, porque lesionan al interior las organizaciones con costos que no estaban previstos, generan desconfianza y evitan el crecimiento empresarial.

Existe una característica común en las empresas que pagan *greenmail* y que realizan *tunnelling* y es que, dada la existencia de una mayor concentración accionaria en las empresas, es más fácil que los administradores o las juntas directivas tomen la decisión de llevarlas a cabo, pues no solo la decisión positiva depende de este pequeño grupo accionario, sino que también los beneficios que se obtengan siempre van a ser para ellos y no para la pequeña porción de la empresa dueña del resto de las acciones, quienes no tienen la posibilidad ni de participar en la toma de decisiones ni en la distribución de las ganancias obtenidas por el desarrollo de tales estrategias.

En definitiva, el uso de estrategias como el *greenmail* y el *tunnelling*, a pesar de ir en contravía de preceptos éticos, se presenta comúnmente en el mundo empresarial, muchas veces pasando desapercibidas para las autoridades que deben regular el comportamiento de las empresas a nivel local y mundial.

Referencias

- Albareda V. (2002). *Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios de España*. Madrid. Alcaraz, B. H. (2007). *Diccionario de términos jurídicos* (10 ed.). Barcelona: Ariel.
- Alsina, O. (2002). *La banca ética*. Barcelona: Icaria.
- Aranguren, J.L. (1965). *Ética*. Madrid: Plenitud.
- Aranguren, J.L. (1973). *Moralidades de hoy y de mañana*. Madrid: Taurus.
- Atanasov, V. & Black, B. (2008). *Unbundling and Measuring Tunneling*. Paris European Corporate Governance Institute.
- Bentham J. (1948). *An Introduction to the principles of morals and legislation*. N.Y.: Lafleur.
- Bonete, E. (1989). *Aranguren: La ética entre la religión y la política*. Madrid: Tecnós.
- Brugger, W. (1958). *Diccionario de Filosofía*. Barcelona: Herder.
- Cornell University (1987). *Greenmail: Un estudio de los resultados de la Junta de gobierno corporativo de Rita D. Kosnik Texas A&M University*. Texas. Poveda.
- Chen, Q. & Han, L. (2000). *Are the Chinese Listed Firms Expropriated by The Controlling Shareholders in Asset and Share Acquisitions?* Beijing: School of Economics&management, Beihang University,
- Del Río Paracolls, N. (2003). *Rescata tu dinero. Finanzas solidarias y transformación social*. Madrid: Talasa.
- Douglas R. Emery, J. D. (2000). *Fundamentos de administración financiera*. Pearson Educación.
- Downes, John y ELLIOT, Jordan. 2002. *Diccionario de Finanzas*. Editorial Continental. México.
- Eckbo, B. Espen. 1987. *A Study of Board Performance in Corporate Governance*. Johnson Graduate School of Management, Cornell }University. Vol 32. No. 2
- Eckbo, B. Espen. 1990. *Valuation Effects of Greenmail Prohibitions*. University of Washington. School of Business Administration. Vol 25. No. 4
- Friedman, Eric (2003): *Propping and tunneling*. National Bureau of economic research. Massachusetts.
- Gallardo Pablo IES. (s.f.). *ecobachillerato.com*. Recuperado el 07 de 10 de 2010, de www.ecobachillerato.com

- Morales H, Alfredo. (2001). *Oferta pública de adquisición*. Universidad Católica Andrés Bello.
- Joel M. Stern, J. S. (2002). *El reto del EVA: cómo implantar y gestionar el cambio de valor añadido en una organización*. Gestión 2000.
- Johnson, Simon (2000): Tunneling. American Economic Association. Vol. 90 No.2
- Kosnik, R. D. (1987). A Study of Board Performance in Corporate Governance. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 32, No. 2, 163-185.
- Kosnik, Rita D. 1990. Effects of Board Demography and Directors' Incentives on Corporate Greenmail Decisions. *Academy of Management Journal*. Vol. 33. No. 1.
- Mayo, et al: 2000. *Banques et Cohésion Sociale*, Editions – Diffusion Charles Léopold Mayer, Paris.
- Menendez, Alonso E. J. (2005). *Problemas y prácticas sobre los mercados financieros*. Ediciones Díaz de Santos.
- Redondo J.M. 2005. Perfil de dignidad del LAE, Contador, Médicos e Ingenieros. *Excelencia Administrativa*, II y III Coloquios sobre Análisis Organizacional, vol. 4, 56
- Riyanto, Yohanes E. (1994): Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership.
- Sato, G.S. 1998. *Negocios y Ética en Management*, WSI.USA.
- Shleifer, Andrei. 1986. Greenmail, white knights, and shareholders' interest. *Rand Journal of Economics*. Vol. 17, No. 3
- Stuart Mill, J. 1864. *Utilitarianism*, pp. 9-10. London.
- Terragni, M. A. (2003). *Delitos propios de los funcionarios públicos*. Ediciones Jurídicas Cuyo.
- Velásquez M.G. 1998. *Ética en los Negocios*, Prentice Hall. N.J.
- Vishny, A. S. (1986). Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest. *The RAND Journal of Economics*, 293 - 309.
- Wengel Jan Ter , Ardila Luz Karine, Lee Luis Alejandro. (01 de 10 de 2007). La sub-valoración de las acciones de la bolsa de valores de Colombia. Bogotá, Cundinamarca, Colombia.