

# PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS ESTATALES EN COSTA RICA: ¿CUÁNTO PODRÍA APORTAR A REDUCIR EL DÉFICIT FISCAL?

---

PRIVATIZATION OF STATE-OWNED ENTERPRISES IN COSTA RICA: HOW MUCH COULD IT CONTRIBUTE TO REDUCING THE FISCAL DEFICIT?

PRIVATIZAÇÃO DAS EMPRESAS ESTATAIS NA COSTA RICA: QUANTO PODERIA CONTRIBUIR PARA REDUZIR O DÉFICIT FISCAL?

**Julio César Espinoza Rodríguez<sup>1</sup>**

## Resumen

El análisis de la literatura relacionada a las privatizaciones lleva a conclusiones mixtas y contradictorias sobre sus efectos en la economía. Por tanto, cada estudio debe matizarse y adaptarse a cada realidad, para que su implementación en la práctica no tenga efectos negativos sobre la sociedad.

Precisamente, en el caso de Costa Rica algunos han dicho que la venta de activos del estado soluciona parte –y algunos consideran que totalmente– de la deuda del país y con ello, el déficit fiscal, lo cual no cierto, pues el impacto de las ventas es minúsculo y pareciera que los que lo proponen como la “pomada canaria”, o no hicieron los cálculos respectivos o se dejan llevar por enfoques ideológicos o simplemente un efecto imitación.

**Palabras claves:** Privatizaciones, déficit presupuestario, activos públicos

## Abstract

A review of the literature on privatizations leads to mixed and contradictory conclusions concerning the effect of privatizations on the economy. Therefore, the conclusions of each study must be contextualized and adapted to each reality, so that their implementation in practice does not have negative effects on society. In the specific case of Costa Rica, some individuals have advanced the idea that the sale of state-owned assets would pay a large part, or all, of the country's debt. This is untrue, since the impact of such sales would be miniscule; it seems that those who

Doi: <https://doi.org/10.15359/eyes.27-60.5>

Recibido: 05-04-2021. Reenvíos: 10-06-2021, 31-08-2021, 02-09-2021, 29. Aceptado: 04-11-2020. Publicado: 02-12-2021.

1 Máster en Economía del Desarrollo, Escuela de Economía, Universidad Nacional, Costa Rica.  
Correo: [julio.espinoza.rodriguez@una.cr](mailto:julio.espinoza.rodriguez@una.cr), ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6094-1011>



propose this as a “cure-all remedy” either did not make the necessary calculations, or are carried away by ideological approaches or simply by the imitation effect.

**Keywords:** Privatizations, budget deficit, public assets.

### Resumo

A análise da literatura sobre privatização leva a conclusões mistas e contraditórias sobre seus efeitos na economia. Portanto, cada estudo deve ser matizado e adaptado a cada realidade, para que sua implementação na prática não tenha efeitos negativos à sociedade. Precisamente, no caso da Costa Rica, alguns disseram que a venda de ativos estatais resolve parte, e outros consideram que totalmente, a dívida do país e, com ela, o déficit fiscal; o que não é verdade, pois o impacto das vendas é minúsculo e parece que aqueles que a propõem como “Vick Vaporub”, ou não fizeram os respectivos cálculos ou são levados por abordagens ideológicas ou simplesmente por um efeito de imitação.

**Palavras-chave:** privatizações, déficits orçamentários, patrimônio público

## 1. Introducción

Las privatizaciones de empresas estatales, tal como las conocemos hoy, se iniciaron en la República Federal Alemania en 1957, cuando el gobierno entrega su participación mayoritaria en Volkswagen a inversionistas privados. Luego con Margaret Thatcher entre 1979 y 1986 logró vender empresas tales como British Aerospace, Cable & Wireless, Britoil, Jaguar, British Telecom, British Gas, entre otras. De ahí estos procesos de venta de activos se extendieron a todo el mundo, muy estimulados en la década de los noventa por la “caída” de los países socialistas. Sin embargo, a pesar de llevar alrededor de 40 años vendiéndose empresas, no existe claridad sobre los efectos que tienen sobre la sociedad, pues muchos estudios se contradicen entre sí.

En el caso de Costa Rica, se produjo un primer experimento entre los años de 1980 y 1999 que finaliza con la liquidación de la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA) en 1997, empresa estatal por medio de la cual se crearon, financiaron y adquirieron emprendimientos privados para el Estado.

No obstante, siguieron existiendo una serie de industrias como la electricidad y las telecomunicaciones, los bancos, los seguros entre los más importantes, con participación de empresas estatales. Precisamente, en los últimos 20 años se ha venido proponiendo por diferentes sectores su venta como un mecanismo para reducir sustancialmente, el déficit fiscal y aplacar el crecimiento de la deuda pública.

Por ejemplo el caso de la administración de Miguel Ángel Rodríguez, con el denominado “Combo ICE” del 2000, con el cual se pretendía una apertura del mercado hidroeléctrico



y de las telecomunicaciones; y también, la recurrente propuesta de vender los bancos de Costa Rica e Internacional de Costa Rica.

Algunos analistas han llegado a afirmar que con esa venta se solucionaría el tema fiscal. Sin embargo, esas propuestas nunca han sido respaldadas con estimaciones sobre el impacto financiero de esas ventas. Por tanto, surgen varias preguntas: ¿cuánto valen esas empresas?, ¿cuánto aportarían para resolver la problemática fiscal y en la amortización de la deuda? Precisamente, eso pretende responder el presente análisis.

## 2. Referencias teóricas y experiencia internacional

### 2.1 *¿Por qué privatizar? Algunos apuntes teóricos*

Es necesario definir el concepto de privatización; aquí la definición será aquella situación en la cual se vende parte o la totalidad de la propiedad de empresas o instituciones estatales. Esto puede ser a través de la venta directa de los activos o por medio de las acciones, de manera parcial o completa, o por medio de mecanismos en el mercado de valores. De esa manera, se produce un traslado de propiedad del sector público al privado.

Para respaldar los procesos de privatización existen una serie de argumentos teóricos. Todos ellos surgen desde la perspectiva neoclásica y se fundamentan en preceptos un tanto inamovibles que no solamente respaldan los procesos de venta de activos, sino la base del mismo modelo. Aquí analizaremos cuatro de esos conceptos: eficiencia de los mercados, la racionalidad de los individuos, derechos de propiedad e ineficiencia del Estado.

La racionalidad de los agentes económicos es un supuesto que les permite tomar la mejor decisión posible y por tanto eficiente. Esto se basa en que cada participante del mercado este proveído de toda la información necesaria para tomar cualquier decisión, y no solo eso, sino que el mercado provee esa información en cantidad y tiempo requeridos. Finalmente, esa racionalidad le permite analizar y tomar las mejores decisiones, de esa manera, los individuos responden a los incentivos de los mercados, y los acuerdos basados en todo lo anterior son eficientes.

Ahora bien, frente a esas decisiones eficientes innatas del mercado, se presenta al Estado como ineficiente, porque reflejan intereses particulares de los políticos y de los burócratas, y no necesariamente, los que requiere la sociedad. Esto hace que las decisiones en las empresas estatales no tengan como objetivo primordial la maximización de las utilidades, por tanto, el Estado toma malas decisiones. Adicionalmente, este proceso se ve agravado porque las decisiones políticas son lentas, de tal manera, el traslado de los activos estatales a las fuerzas de mercado mejora el desempeño de las empresas y consecuentemente, de la economía en general.

El enfoque de los derechos de propiedad (Coase, 1959), analiza el uso de los recursos económicos y la generación de ingresos; al estar estos bien definidos y al poderse negociar libremente, produce una asignación óptica de recursos por parte del mercado, por lo que surge dos problemas cuando estos bienes son propiedad del Estado.



Primero no se puede transar libremente, y segundo, al ser de un grupo indefinido (Estado) se diluyen los derechos de propiedad y son controlados por unos pocos individuos que no tienen incentivo de utilizarlos eficientemente, y los verdaderos dueños (los contribuyentes) no tienen incentivos para controlar lo que hacen los administradores (Tittenbrun, 1996).

Finalmente, la teoría de la elección pública (Buchanan & Tullock, 1958) utiliza la economía para estudiar problemáticas de las ciencias políticas. En este sentido se argumenta que es posible aplicar la teoría económica a las decisiones políticas y del Estado. Desde esta perspectiva se pueden analizar varios aspectos.

Por un lado, la intervención pública para solucionar las fallas de mercado genera ineficiencias, pues los políticos y los burócratas actúan en función de sus propios intereses y no del público; por tanto, son oportunistas y sus decisiones tienen como objetivo la búsqueda de rentas. Dado lo anterior, las privatizaciones son el mecanismo para evitar esas prácticas de generación de rentas (Buchanan, 1975).

Por otro lado, hay análisis más sociológicos que explican los procesos de privatización. En esta línea hay dos argumentos, uno que afirma que se generan por un proceso de aprendizaje al observar los de otros países, y otro, que se produce por imitación. En un trabajo (Meseguer, 2004), para 37 países de América Latina y la OCDE durante los años 1980-1997, se ha llegado a varias conclusiones interesantes (p. 33): primero, los gobiernos han privatizado resultado de un proceso de difusión por reformas realizadas en otros países; y segundo, como seguimiento irracional de tendencias internacionales que las favorecen.

En esta misma línea de pensamiento un estudio (Henisz *et ál.*, 2004) para 205 países entre los años 1960 y 1999 al utilizar el isomorfismo mimético, afirma que la adopción de reformas nacionales ha estado fuertemente influenciadas por la emulación y las presiones internacionales.

Por un lado, pareciera que las primeras privatizaciones si buscaban alguno de los aspectos teóricos defendidos, como por ejemplo la eficiencia, pero los países que las implementaron posteriormente, fueron para copiar a los que lo hicieron previamente, y en otros, porque los organismos internacionales lo solicitaban como requisito para desembolsar fondos.

## **2.2 Experiencia Internacional**

Existen muchos estudios sobre el posible efecto de las privatizaciones sobre las economías; estos pueden analizar en términos muy generales cuatro posibles impactos:

- En la eficiencia de las empresas
- En el crecimiento
- En el empleo, el ingreso y la pobreza
- En el déficit fiscal



Por otra parte, algunos estudios enfatizan que existen aspectos de política complementarios a las privatizaciones que pueden garantizar su éxito o no, tal como la regulación y la estimulación de la competencia, pues de no darse los procesos fracasarían.

La literatura empírica ha proporcionado mucha evidencia de que las empresas privadas son mejores en los negocios porque aumentan la rentabilidad financiera y el manejo operativo (Chong & Silanes, 2005; DeWenter & Malatesta, 2001; D'souza & Megginson, 1999). Por tanto, pareciera que existen pocas dudas sobre la eficiencia en las empresas privatizadas; sin embargo, los impactos sobre el crecimiento, la distribución del ingreso y el empleo no son tan claros.

Particularmente, en un estudio que utiliza datos de privatizaciones en 117 países durante los años 1988 al 2003 (Moshiri & Abdou, 2010), evalúa su impacto sobre el crecimiento, pero al mismo tiempo incluye, los efectos adicionales de la competencia y la regulación, para finalmente, poder comparar la importancia de la privatización y el entorno regulatorio en dicha variable.

Por un lado, los resultados empíricos demuestran que programas de privatización coherentes crean un ambiente atractivo para los negocios; sin embargo, no se encuentra un impacto significativo sobre el crecimiento y se destaca la importancia de la regulación e incentivo de la competencia como medio para afectar el crecimiento positivamente, y por tanto, concluye que las formas de propiedad son neutrales respecto a la eficiencia.

En otras palabras, las empresas sin importar quién sea el dueño, con buena regulación y competencia pueden tener efectos positivos sobre el crecimiento. Por otro lado, plantean la hipótesis que las privatizaciones contribuyeron a la desigualdad observada en 20 años por algunos resultados que se obtuvieron.

En un estudio para 22 países europeos entre el 2004 y 2013 (Cuadrado-Ballesteros & Peña-Miguel, 2018), encuentran que las privatizaciones poseen un impacto positivo sobre el crecimiento económico, pero los efectos sobre las distribución del ingreso, la productividad laboral y el empleo se producen de uno a dos años después.

Véase algunos detalles de los hallazgos. Primero, hay un impacto efectivo en el crecimiento, posteriormente. Segundo, hay efectos positivos sobre la productividad del trabajo y reducción del desempleo (años después), se producen impactos negativos sobre la desigualdad de los salarios.

Tercero, hay efectos negativos sobre el coeficiente de Gini cuando se hacen las privatizaciones; dándose una redistribución del ingreso que incrementa la riqueza de los grupos más ricos años después. Por tanto, los impactos positivos deben tomarse con cautela, pues existen otros que no son tan buenos.

Existen estudios (por ejemplo Barnett, 2000; Galal *et al.*, 1994; Megginson *et al.*, 1994) que enfatizan los efectos positivos de las privatización sobre la economía y el crecimiento económico. Por ejemplo, en el análisis de Plane (1997), se concluye que existe una



relación positiva y significativa entre privatización y crecimiento. Sin embargo, hay otros estudios que poseen conclusiones distintas.

Un análisis de Cook & Uchida (2003), investigan sobre la relación entre privatización y crecimiento económico utilizando datos para 63 países en desarrollo entre 1988 y 1997. Entre las conclusiones resalta que existe un efecto negativo de las privatizaciones sobre el crecimiento, y enfatizan que el tema central se concentra en las regulaciones.

Pues una estructura débil puede explicar el bajo desempeño del crecimiento económico. Además, eso puede ser en parte el resultado de que crearon monopolios privados con mala regulación, y de ahí la importancia, también de combinar la creación de competencia real con una efectiva intervención para que conduzca al crecimiento económico.

El mismo estudio posee una aclaración fundamental respecto a otros que determinan fuertes relaciones entre las privatizaciones y el crecimiento. Por ejemplo, el estudio de Barnett (2000), donde se tomaron 18 países, 6 economías en transición y 12 países en desarrollo, el cual encuentra fuertes relaciones entre crecimiento y privatizaciones, plantean que posee un problema; al considerar que el proceso de privatizaciones incluía reformas adicionales para mejorar la política económica, lo cual no fue cierto. En otras palabras, el trabajo de Barnett, podría tener efectos fuertes sobre el crecimiento, pues la privatización se analiza como un sustituto de medidas estructurales que significan cambios en las políticas.

En lo que respecta a los efectos sobre el área fiscal, por un lado, no se encuentra correlación entre el tamaño del déficit y el volumen de las privatizaciones (Cook & Uchida 2003). Por ejemplo, señalan los autores que Argentina, Perú y Malasia realizaron programas de privatizaciones agresivos con déficit fiscales relativamente bajos; y en Guinea-Bissau y Mozambique con déficits presupuestarios relativamente altos, se implementaron privatizaciones de volúmenes menores.

Por otro lado, están los posibles impactos sobre el déficit presupuestario y la deuda. Si bien hay estudios que encuentran efectos positivos sobre el primero (Katsoulakos y Likoyanni 2002, Barnett, 2000, Davis *et ál.* 2000); existen otros que concluyen lo contrario. Por ejemplo, Katsoulakos y Likoyanni (2002) en una investigación para 23 países de la OCDE para el período 1990-2000 muestra que los ingresos por privatizaciones no se correlacionaron significativamente con el déficit presupuestario; pero además encuentran la existencia de una relación significativa y negativa entre estas variables y la deuda pública.

Otro estudio (Sunderland, 2011) concluye para países en desarrollo, que un aumento en la cantidad de los ingresos por privatizaciones se asocia con un empeoramiento de la situación presente del déficit fiscal.

Finalmente, existe un impacto social de las privatizaciones que no puede dejarse de lado, pues si bien cuando los gobiernos poseen problemas de déficit esto es un incentivo para implementar y acelerar las privatizaciones (La Porta *et ál.*, 1999; Roland, 2000), y a pesar



de poder ser parte de la solución ante situaciones financieras adversas de los gobiernos, la OCDE ha señalado en diferentes estudios (OCDE, 2015) que las empresas públicas continúan teniendo un importante efecto social en América Latina, así como ser un pilar muy importante de algunas de sus economías.

Como se puede apreciar, no existen conclusiones generalizables a todas las economías del mundo. Es patente que pasar de monopolios públicos a privados no es bueno, como tampoco, lo es pasar de precios controlados por el Estado<sup>2</sup> a precios completamente libres<sup>3</sup>, pues esto puede tener efectos importantes sobre la redistribución del ingreso. Lo anterior no quiere decir que las privatizaciones sean malas, pero si es importante estudiar con claridad cada caso específico y analizar cada contexto para poder tomar mejores decisiones al momento de vender activos del Estado.

### 3. El caso de Costa Rica

#### 3.1 La experiencia de CODESA

El tema de las privatizaciones en Costa Rica se origina con la creación a finales de 1972 de CODESA. Esta empresa del Estado se encargaría de comprar empresas privadas, y crear, avalar y desarrollar empresas estatales, y además dar avales; por lo que al final funcionaba como un banco de desarrollo.

En un principio CODESA sería una empresa de capital mixto, 67 % de las acciones para el Estado y el restante 33 % en manos del sector privado, pero esto último nunca se produjo. En su momento la Cámara de Industrias apoyó la iniciativa, pues consideraba que podía ser un instrumento importante para apoyar al sector.

Sin embargo, fue hasta 1976, cuando esta corporación empezó a funcionar plenamente cuando se produjo una serie de operaciones, y ya para 1978 el 92.4 % de las inversiones de CODESA se habían dirigido tanto a compañías con participación mayoritaria como parcial, y un 86,45% se concentraba en cuatro proyectos: Cementos del Pacífico (CEMPASA); Cementos del Valle; Central Azucarera de Tempisque, y Aluminios Nacionales (CATSA) (Capitán, 2003, 40-41). En ese proceso CODESA llegó a participar en alrededor de 40 empresas que abarcaban subsidiarias, compañías afiliadas, y por otro lado que recibieron avales o créditos.

A pesar de que existía un importante apoyo para el proyecto, a inicio de 1980 empezó a presentar serios problemas financieros; para 1981, CODESA poseía un déficit de €617.2 millones (el equivalente de un 1.1 % del PIB), y gran parte de la problemática fue por la alta concentración en pocos proyectos, pues entre 1979 y 1980 el 76 % de los fondos recibidos se habían utilizado para CEMPASA, CATSA, y Aluminios Nacionales Sociedad Anónima (ALUNASA).

2 Se refiere a precios determinados por regulaciones estatales, pero muchas veces estos pueden ser subsidiados.

3 Se refiere a precios determinado por el mercado.



No obstante, la situación empeoró en el tiempo y entre 1982 y 1984 las pérdidas pasaron de ¢2597 millones a ¢4990 millones (Muñoz & Vargas, 1992, p. 72), es decir, de 2.6 % del PIB a 3.06 %. Finalmente, al momento de iniciar las políticas de liberalización con el gobierno de Luis Alberto Monge, CODESA poseía deudas equivalentes al 3 % del PIB (Lizano Fait, 1999, p. 64).

Es con la llegada del gobierno de Luis Alberto Monge que se inicia el proceso de venta y liquidación de las empresas por medio de los programas de ayuda de USAID (Agencia para el Desarrollo Internacional de Estados Unidos), y que establecieron condiciones para el giro de los fondos y una de ellas era el saneamiento y la venta de las empresas de CODESA, lo cual también se incluyó en los PAE I, II y III. Al final, la desaparición de las empresas vinculadas a esta instancia implicó (Capitán, 2003, p. 275):

- veintitrés por liquidación
- once por venta al sector privado
- cinco por traspaso de sus activos a la administración pública

Lo grave del proceso de venta fue que

“la privatización de las empresas de CODESA puso de manifiesto la necesidad de vender las empresas más valiosas (CATSA, ALUNASA, FERTICA y CEMPASA) a precios bastante inferiores a los de mercado. En efecto, conceder un subsidio por parte del país, a ciertos grupos sociales (organizaciones laborales y cooperativas, por ejemplo), fue el camino obligado para poder vender esas empresas. Las acciones se vendieron a precios relativamente baratos, lo cual permitiría a los compradores revenderlas, a veces aun antes de recibirlas (se vendían los derechos) para obtener una ganancia. Se trataba así de otorgar un subsidio: el Estado vendió activos a un precio inferior al que hubiera podido obtener si los hubiera vendido a precios de mercado. Sin embargo, de esta manera, se logró el apoyo político necesario para proseguir con el proceso de privatización.” (Lizano Fait, 1999, p. 114)

Como se puede ver la situación de las empresas de CODESA fue bastante desastrosa, pues los proyectos o nunca lograron llegar a sus puntos de equilibrio, o eran fracasos desde el inicio; pero aquellos que si tuvieron sentido financiero y económico terminaron vendiéndose a precios muy bajos.

Esto es importante señalarlo porque la situación actual de las empresas del Estado no se acerca en nada a lo sucedido décadas atrás. Eso no significa que en la actualidad estén funcionando de la mejor forma, y que no se requieran cambios, pero no son la catástrofe que fue el proyecto de CODESA.





## 3.2 La venta de empresas en Costa Rica

### 3.2.1 Cuáles empresas vender y cuánto valen

El presente análisis pretende determinar el efecto máximo de la venta de activos que se puede lograr sobre el déficit fiscal. Dado ese supuesto de inicio se consideran para la venta cinco empresas<sup>4</sup>:

- Banco Nacional de Costa Rica (BNCR)
- Banco de Costa Rica (BCR)
- Instituto Nacional de Seguros (INS)
- Instituto Costarricense de Electricidad (ICE)
- Banco Internacional de Costa Rica (BICSA)

En términos muy generales se puede hablar de cuatro metodologías para valorar empresas: la basada en el balance de situación; otra opción que considera las cuentas de resultados; le siguen aquellas denominadas de *Goodwill* que tiene que ver con el valor del patrimonio y la rentabilidad de la empresa; y, por último, las que incluyen los descuentos de flujo de caja en el tiempo.

Sin entrar en una discusión sobre cuál metodología es mejor en el presente documento se utilizará la más simple, la primera mencionada, pues los datos se toman del balance de situación. Sin embargo, es importante señalar que posee algunos inconvenientes, tal como, no considerar los activos intangibles no contabilizados o las perspectivas futuras (y pasadas) de la empresa, entre otras.

Al aplicar esa metodología del patrimonio neto de las principales empresas estatales y con los estados financieros a diciembre del 2019, el valor inicial sería como lo presenta la tabla 1. Como se puede apreciar, y utilizando el valor en libros, hay un gran total de US\$9 billones. De ese número solamente, el ICE representa poco más de la mitad. Sin embargo, este precio hipotético inicial podría verse afectado por aquellos aspectos negativos que poseen esas empresas, y que se trataran de enumerar algunos de ellos.

4 Se dejan por fuera la Fábrica Nacional de Licores (FANAL), porque sus estados financieros poseen serios problemas por falta de registros y la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE), pues es una empresa que si bien hoy solamente se dedica a distribuir combustibles puede realizar otros servicios, tal como refinarlos, por lo cual no hay claridad de que sería lo que se vendería y que no.



**Tabla 1.**

Patrimonio de las empresas en millones de dólares

Empresas	Patrimonio
BICSA	237
BCR	980
BNCR	1200
INS	1829
ICE	4780
Total	9026

Fuente: elaboración propia con datos de los Estado Financieros Auditados

### 3.2.2 ¿Qué elementos podrían reducir el valor de esas empresas?

Cuando se procede a vender una empresa es importante tener claras las debilidades que poseen. Con base en eso se debe plantear el efecto que estas podrían tener sobre el precio a ofertar los potenciales compradores. Estas empresas han tenido una serie de situaciones desde hace muchos años y eso hace que tengan costos de operación elevados, bajo uso de tecnología, y una infraestructura sumamente cara. Veamos algunos detalles.

El sector financiero estatal históricamente, ha presentado áreas de mejora como las siguientes:

- Un conjunto de elementos lo han llevado a tener altos costos de operación (vg. exceso de personal comparado con entidades privadas, la falta de sistemas que reduzcan la “manualidad” de los procesos, o cargas distintas a los bancos privados<sup>5</sup>). De hecho, el gobierno actual estableció una directriz presidencial para mejorar eso en la Banca Estatal, pero con la situación actual de la Covid-19 no se logrará alcanzar el progreso propuesto, y más bien empeorarán.
- Los bancos estatales no han logrado implementar un sistema computacional (core bancario) moderno –y quizás pocas entidades privadas- que integre todas las actividades y servicios del banco con altos niveles de seguridad, pero flexible, para lograr integrarse a otras plataformas, y que permitan las transacciones electrónicas/virtuales a muy bajos costos.
- En muchos casos algunos procesos se continúan realizando de manera manual. Todo ello encarece la operación de las instituciones, eleva los riesgos operacionales, y los hace depender mucho de su red de sucursales, y menos de la tecnología.
- BICSA es un banco cuyos dueños (Banco Nacional y de Costa Rica) no lo han capitalizado para volverlo de mayor tamaño y generar mejores negocios en la región, lo cual lo ha limitado con relación a otros bancos panameños. Por otro lado, se ha argumentado que la licencia en Estados Unidos es un activo muy valioso, pero no

5 Si se desea seguir teniendo Bancos Estatales que sean medidos igual que los privados, este es un punto importante que se debe resaltar, por lo tanto, si la forma de evaluarlos cambia en el tiempo, estas cargas no se interpretarían como dañinas *per se*.



es tan cierto. El comprador será evaluado por los reguladores de dicho país y si no es de su agrado no se aceptaría, así que el valor inicialmente esperado de ese activo es muy relativo.

En el caso del ICE presenta una serie de aspectos que es importante considerar:

- Al analizar los ingresos por servicios de la institución, el sector de electricidad ha venido significando poco menos del 60 % en los últimos años. Por otro lado, el crecimiento de este rubro entre el 2015 y el 2019 fue de alrededor del 14 %, mientras telecomunicaciones poco menos de un 5 %. Esto es resultado de la pérdida de mercado por la competencia en ese nicho específico desde la apertura del mercado.
- Aparte de los problemas de eficiencia históricos ha enfrentado un proceso de pérdidas importantes. En los últimos años ha sumado pérdidas de varios cientos de millones de dólares, a pesar de que al cierre del 2019 generó poco más de US\$200 millones de utilidades.<sup>6</sup>

Por último, pareciera que ante una eventual venta habría que separar el negocio de electricidad y telecomunicaciones. Esta última pareciera ser la más fácil de vender, pues es un negocio muy activo en los procesos de venta y adquisición en el nivel mundial. Y, por tanto, ¿cuánto podría valer ese negocio? Recientemente Movistar fue vendida en US\$570 millones con una participación relativa de mercado en telefonía móvil en Costa Rica de alrededor de un 26 %.

Al tener el ICE poco más del 50 % del mercado, se podría inferir que Kolbi vale alrededor de US\$1.2 billones.<sup>7</sup> Esto puede ser un número para iniciar ese análisis de la separación eventual de los dos negocios. Por otro lado, en Panamá se vendió un banco en el equivalente del 85 % del valor en libros, lo que podría ser el precio máximo de referencia al que se podrían vender las instituciones financieras.<sup>8</sup>

### 3.3 Impacto fiscal de las ventas

La situación que poseen las empresas estatales da pie para construir supuestos de lo que podría suceder con los valores de venta. En este sentido en la tabla 2 se analiza qué sucedería asumiendo descuentos sobre el valor del patrimonio neto, de entre un 0 %

6 En el caso del excedente neto del ICE, ya sea que registre pérdidas o ganancias, hay que saber leerlo bien. Resulta que el ICE, sobre todo en electricidad, tiene altas deudas en dólares, por tanto, cuando sube el tipo de cambio la cuenta de pasivos se incrementa automáticamente (ajuste al alza en el haber), dicho movimiento se compensa con un aumento en los gastos por fluctuaciones cambiarias (aumento de un gasto al debe). Entonces, podría ser que el ICE tenga en un año pérdidas, pero a la vez fluctuaciones cambiarias netas (gasto), pero esta última cifra no es una salida de efectivo como tal, es un ajuste en el nivel contable para mostrar que el valor de sus pasivos netos en moneda extranjera aumentó.

7 El ICE posee los datos de esa separación, pero esa información no es pública.

8 A inicio del 2020 se produjo la venta de Multibank a Leasing Bogotá en Panamá; cuya venta inicio con un precio de 1.3 veces el valor del patrimonio y finalizó realizándose en un 0.85 veces. Esto da una idea de precio de venta, pero en una plaza mucho más desarrollada que la costarricense, y bancos que se esperaría tengan índices de eficiencia mejores.



hasta un 40 % (de la tabla 1), en otras palabras, que pasaría si se vendieran entre un 100 % a un 60 % del valor en libros.

Por otro lado, se toma la deuda interna, ₡16.6 billones al cierre del 2019, y se calcula cuánto se podría amortizar según el precio de venta (con descuentos del valor del patrimonio de entre 0 % a un 10 %). No se asume la cancelación de deuda externa, pues sus plazos de vencimiento son más extensos y poseen tasas de interés más bajas (es más barata).

Bajo los supuestos anteriores se podría reducir la deuda interna del Gobierno Central, en el mejor de los casos en poco más de un 30 %, y en el peor, menos de un 20 %. La tabla además incluye cuánto podría amortizar de la deuda cada una de las empresas enlistada dependiendo del descuento que se asuma.

**Tabla 2.**

Porcentaje de amortización de la deuda interna

Empresa	Patrimonio (millones USD)	Porcentaje para amortizar deuda interna				
		100 %	90 %	80 %	70 %	60 %
BICSA	237	0,82 %	0,74 %	0,66 %	0,57 %	0,49 %
BCR	980	3,39 %	3,05 %	2,71 %	2,37 %	2,03 %
BNCR	1200	4,15 %	3,74 %	3,32 %	2,91 %	2,49 %
INS	1829	6,33 %	5,69 %	5,06 %	4,43 %	3,80 %
ICE	4782	16,54 %	14,89 %	13,23 %	11,58 %	9,92 %
Total	9028	31,23 %	28,10 %	24,98 %	21,86 %	18,74 %

Fuente: elaboración propia con datos de los Estados Financieros Auditados de las empresas, Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

Si bien el monto en el cual se podría ajustar la deuda es importante, es muy relevante tratar de estimar cuál sería el efecto directo sobre el déficit fiscal. Para hacer ese cálculo se supone que todas las empresas se venden al mismo tiempo y bajo el mismo descuento en el precio. Esto significa que todas se venden, por ejemplo, bajo un 20 % menos y no con reducciones distintas, pues con ello se facilita la estimación del efecto.

¿Cómo se realiza el cálculo? Se toma el porcentaje que se podría amortizar de deuda de la tabla 2; por ejemplo, suponiendo un descuento del 20 % en el valor de todas las empresas, se podría amortizar un 24.98 % de la deuda interna. Eso multiplicado por los ₡1.3 billones de intereses que se tuvieron que pagar para el 2019, daría el monto que no se pagarían en intereses sería de ₡327 mil millones.<sup>9</sup>

Ahora bien, ese monto de no pago de intereses se divide por el PIB del 2019 de ₡36.3 billones, lo que da un monto de 0.90 %. Ese sería el monto que se dejaría de pagar al año

<sup>9</sup> Es importante tener presente que no toda la deuda tiene los mismos plazos, y por tanto, el mismo costo, por lo cual haciendo este cálculo se parte del supuesto de que la deuda interna tiene un costo similar en todos sus plazos como mecanismo de simplificar la estimación.



con esa amortización de deuda de casi un 25 % de la deuda interna. De esa manera se construye la información presentada en la tabla 3.

**Tabla 3.**

Efecto sobre el pago de intereses

	Porcentaje				
Descuento de venta	100 %	90 %	80 %	70 %	60 %
Ahorro/PIB	1,13 %	1,01 %	0,90 %	0,79 %	0,68 %

Fuente: construcción propia con datos de los Estados Financieros Auditados de las empresas, Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

Como se ve en la tabla adjunta las reducciones en el déficit por ahorro en el pago de intereses anual podría oscilar entre un 0.68 % hasta un 1.13 % de PIB. Es importante señalar que los cálculos no utilizan los valores promedio en el año (de deuda y PIB), sino los saldos a final de período (diciembre), lo que podría reducir el tamaño del efecto. Sin embargo, haciendo algunos de esos ajustes se lograría un incremento entre 0.08 a un 0.13 puntos porcentuales del PIB.

Lo anterior quiere decir que suponiendo que se lograra vender las empresas enlistadas al 100 % de su valor, lo máximo que podría reducirse el déficit sería de un 1.25 % del PIB. No obstante, asumir eso es irreal, dada la situación financiera de esas instituciones y que se ha empeorado por el “efecto COVID”, por lo cual se podría inferir que el resultado no rebasaría el 1% del PIB.

Todo el cálculo aquí realizado va más allá de las mismas propuestas iniciales del Gobierno de Carlos Alvarado, por tanto, si se considerara las ventas de BCR y BICSA, apenas podría reducir el déficit fiscal en alrededor de un 0.15 % del PIB, siendo extremadamente positivos en el valor de venta. Por tanto, el efecto en el corto plazo de la venta de empresas del Estado es muy pequeño y genera una serie de cuestionamientos que se plantean a continuación.

### **3.4 No es el momento para vender**

En época de Coronavirus y de crisis fiscal no pareciera ser el momento idóneo para vender activos del Estado que podrían bajo procesos de reestructuración mejorar su valor y rentabilidad. Por otro lado, existe una serie de posibles impactos en la economía por esas ventas.

Primero, si eventualmente, se decide vender empresas que por su tamaño tienden a ser cuasi monopolios (o al menos, a contar con un poder de mercado significativo), ¿estaría la sociedad de acuerdo en trasladar esa concentración al sector privado, con las implicaciones que eso podría tener?

En otras palabras, ¿se puede considerar *per se* que los cuasi monopolios privados serán más eficientes que los públicos?, pero además ¿será posible que respondan a las



necesidades de la sociedad costarricense?, y finalmente, ¿ayudaría el marco regulatorio existente a que esa estructura de mercado nueva enfrente competencia real?

Segundo, salir a vender empresas que se podrían optimizar (desde la perspectiva financiera, administrativa y tecnológica) implica que sus precios estarían muy por debajo del que podrían tener si no se hace. En muchas ocasiones la costumbre es reestructurarla antes de venderla para mejorar el precio. ¿Debería el gobierno hacer eso último, o vender “barato” sobre todo en la coyuntura actual? Es importante llamar la atención de que un proceso de mejora de compañías no es sencillo de hacer, ni se realiza de la noche a la mañana, y la situación fiscal apremia.

Tercero, la Banca Estatal y el mismo INS tienen el volumen de negocios que hoy poseen por tener garantía del Estado. Entonces, surge una pregunta: ¿una vez vendidos, los clientes actuales seguirán siéndolo? y ¿cuánto afectaría esto a su posible precio? Es importante considerar que los negocios que se realizan con el Soberano no requieren licitación pública, sino se hacen directamente, y una vez privatizados, el Estado los realizará con el que ofrezca el mejor precio bajo un proceso licitatorio, por lo que ya no sería un cliente como lo es hoy.

Cuarto, implementar la venta de activos sin hacer cambios en el sistema tributario (mejoras tecnológicas, reducir la evasión y elusión, entre otros) es un peligro, pues en pocos años se volvería al mismo problema de deuda y déficit, pero habiendo vendido activos muy valiosos que pudieron utilizarse de un modo mejor.

Quinto, resulta muy interesante analizar que para el 2019, las utilidades de las empresas analizadas suman alrededor de ₡400 mil millones, lo que representa un 30 % del pago de intereses anuales de deuda interna y alrededor de un 1 % del PIB. Por tanto, es un monto importante que podría manejarse diferente para contribuir a la amortización de la deuda.

Como se aprecia, la valoración de las empresas es algo muy complejo, y por tanto, no es sencillo estimar su valor real, ni el efecto sobre el déficit fiscal sin contratar firmas especializadas que hagan los estudios correspondientes. Por otro lado, pareciera que el potencial impacto sobre la reducción del déficit será bajo y no superará jamás el 1 % del PIB. Por ello, es importante aportar ideas adicionales o complementarias a la venta de activos públicos.

### **3.5 Algunas alternativas<sup>10</sup>**

Como se ha expuesto existen al menos tres argumentos para no vender compañías en este momento. Primero, el escenario financiero-organizativo deficiente lo cual les reduce el valor. Segundo, el COVID-19 ha tenido efectos negativos sobre los indicadores financieros de esas empresas, la que agrava la situación inicial apuntada.

<sup>10</sup> Este apartado no desea ser definitivo y mucho menos concluyente, pero si se quiere apuntar algunas ideas que se podrían considerar.



Tercero, los procesos de venta de este tipo de instituciones no son rápidos. Y, por último, su impacto financiero es mínimo sobre el déficit fiscal. Por tanto, se deben buscar medidas que generen recursos en el corto plazo, y tomarse el tiempo necesario para plantearse qué se va a hacer con ellas.

De este modo, sin importar si se venden o no el proceso de reestructuración para hacerlas eficientes es ineludible. Este debería incluir al menos lo siguiente:

- a) Llevarlas a estándares internacionales. Esto significa contratar a empresas de primer orden en el nivel mundial para asesorar en el proceso, y debe tenerse claro que esto no es barato, pero que las instituciones poseen los fondos para hacerlo.
- b) Implementar los cambios tecnológicos necesarios para disminuir el tamaño de las instituciones (administrativamente), para lo cual se requiere la utilización de los canales digitales-virtuales, lo que permitiría reducir los costos de operación de las de estas. Sin esto, ni siquiera tiene sentido seguir operando, porque se vuelven absurdos sus costos y la prestación de servicios serían malos y lentos.

En este proceso de reestructuración se deben establecer metas obligatorias de cumplimiento por parte de los dueños de las instituciones, en este caso el Consejo de Gobierno, para que se efectúen en los plazos idóneos las metas que se establezcan en los procesos mencionados; y en caso de no cumplirse debe tener efectos negativos (desde sanciones hasta despidos) sobre la administración de las instituciones y las Juntas Directivas. Para esta reestructuración pareciera tener sentido aprobar un proyecto de ley que defina procesos abreviados de contratación bien definidos y verificados por la Contraloría, y que permitan penar a los ejecutores en cada empresa.

Una vez que se tengan las empresas funcionando de acuerdo con estándares internacionales (o al menos, lo más cercano a estos), se pueden vender a un precio mucho mejor que hoy, y simplemente se iniciarían procesos de valoración y licitación externa para su venta. Si no se decide esto último, se podrían vender parcialmente, transformarlas (sobre todo el caso de los bancos) o simplemente dejárselas. Véanse algunas opciones.

Si la decisión es dejárselas hay que hacer varios cambios, que de no realizarse pueden tener efectos contrarios a la reestructuración previamente ejecutada. Primero, se puede empezar con una pregunta: ¿es posible que las empresas públicas sean eficientes bajo la regulación actual? La respuesta es no. Por ejemplo, los procesos de contratación se vuelven interminables, y la contratación administrativa debe ser simple, menos formal y burocrática, y no incentivar que esto se extiendan por años, ello sin trastocar los principios de la integridad y la transparencia del derecho administrativo.

Asimismo, se debe realizar una revisión de los sistemas de contratación de personal para darle mayor flexibilidad, y finalmente, seguir utilizando los sistemas de presupuestación anual que establece la Contraloría General de la República limita la toma de decisiones de largo plazo. Por tanto, si el Estado desea dejarse algunas de las empresas debe hacer



una revisión total del marco legal y regulatorio que las cubre para que puedan ser eficientes en realidad.

Segundo, otro elemento importante se refiere a los mecanismos para nombrar a los miembros de las Juntas Directivas de esas instituciones y la responsabilidad de estos. Por ello, cada gobierno de turno debe ser muy selectivo en el nombramiento, y donde lo esencial sea la idoneidad y la experiencia en el ramo respectivo. Además, es muy relevante el monto que debe pagarse por participar como director, para que sea acorde con los riesgos asumidos y se logre un equilibrio entre remuneración, responsabilidades y consecuencias.

Tercero, existen muchas contradicciones en las regulaciones referentes al Gobierno Corporativo y las funciones de los directores. Se supone que estos tienen injerencia en establecer las líneas estratégicas alrededor de las cuales la administración toma decisiones.

Sin embargo, ¿dónde está la división entre lo estratégico y lo administrativo?, y la respuesta a esta pregunta no es sencilla, ya que se presentan situaciones en las cuales la responsabilidad entre cada uno es muy difusa, y, por tanto, muchas decisiones de la administración terminan solucionándose en la Junta Directiva, haciendo responsable a esta última de funciones que no le son propias.

Ahora bien, esta participación del órgano colegiado para dirimir una situación administrativa ¿lo hace responsable? Por ejemplo, los directores bancarios dejaron de aprobar créditos hace muchos años, pero a la Junta Directiva se le informa periódicamente qué sucede con los créditos más grandes, y si es requerido, cualquier otro.

En ese proceso informativo la Junta Directiva podría rechazar determinado crédito de una manera razonada. Entonces, surgen algunas preguntas: denegar, modificar, o simplemente ser informado de un crédito aprobado por la administración ¿la hace corresponsable ante eventuales demandas o situaciones anómalas? Precisamente, estos son temas que deben aclararse con reformas legales y dar más seguridad jurídica a quienes asumen posiciones de directores en esas instituciones.

Cuarto, se podría pensar en transformar alguno de los bancos en uno de exportaciones para que le dé soporte al sector y se facilite el proceso de transacción de mercancías en el exterior. Este banco financiaría a los importadores de los productos costarricenses y podría colaborar en temas logísticos en coordinación con COMEX y CINDE.

Otra opción sería transformar uno de los bancos en un brazo del gobierno que le ayude a financiar y estructurar los proyectos del país. Desde esta perspectiva se abren muchas opciones interesantes, pero se debe tener claridad que sin importar la decisión que se tomé, la institución que se cree tendrá que ser eficiente y generar utilidades. Cualquier actividad distinta que conlleve costos adicionales, tal como subsidios, debe ser separado de la banca y financiado por el presupuesto nacional.





Finalmente, está la venta parcial de las empresas en el mercado de valores local por medio de acciones, mecanismo que estimularía a nivel interno y además contribuiría a la democratización económica. Esta opción requiere analizar si se pone tope al porcentaje de adquisición de acciones, ya sea para personas físicas o jurídicas. En el caso específico también de las operadoras de pensiones, y por cuánto tiempo deberían existir esos límites. Si se opta por este proceso, podría pensarse en incluir al Banco Popular y de Desarrollo Comunal, para transformarlo en un real banco de los trabajadores.

#### 4. Conclusiones

Según la experiencia internacional no se puede dar como un hecho real y comprobado *per se* que privatizar tiene efectos positivos sobre el crecimiento y la eficiencia de la economía; además, los procesos de privatizaciones deben acompañarse de al menos dos grandes reformas: por un lado, introducir cambios para generar competencia, y por otro, establecer regulaciones claras del funcionamiento del mercado y la participación de los actores. Esto evitaría: no pasar de monopolios públicos a privados, e incrementos exagerados sobre los precios de bienes y servicios antes regulados, con el consecuente impacto sobre los sectores más pobres.

Al no existir claridad sobre el efecto real que tienen las privatizaciones sobre la economía, es importante ser cautelosos si se decide vender las empresas del Estado, para que no se afecte negativamente, a la economía, y principalmente, a los sectores más vulnerables.

Por otro parte, a pesar de que algunos grupos han pregonado la venta de empresas estatales en Costa Rica como la “pomada canaria” para solucionar gran parte del problema fiscal, esto no es cierto, y el efecto sobre la amortización de la deuda es insignificante, aunque las empresas se vendieran a buenos precios, lo cual es ilusorio en la actualidad, sobre todo por el impacto negativo del COVID-19.

Ahora bien, se vendan o no las empresas, resulta vital y apremiante reestructurarlas para que alcancen estándares internacionales, y garantizar su subsistencia en el largo plazo. Para esto también, se requiere una serie de cambios en el marco legal de contratación administrativa, nombramiento de directores y de gobierno corporativo, entre otros.

Una vez que las instituciones funcionen de un modo eficiente se podrán tomar mejores decisiones sobre su futuro, ya sea que continúen siendo estatales o se venta de manera total o parcial.



## 5. Bibliografía

- Barnett, S. A. (2000). *Evidence on the fiscal and macroeconomic impact of privatization*. IMF working paper.
- Buchanan, J. M. (1975). *The Limits of Liberty: Between Anarchy and Leviathan*. The University of Chicago Press.
- Buchanan, J. M., & Tullock, G. (1958). *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Liberty Fund.
- Capitán, A. L. H. (2003). *Costa Rica en evolución. Política económica, desarrollo y cambio estructural del sistema socioeconómico costarricense (1980-2002)*. (2003). Editorial de la Universidad de Costa Rica y Servicio de Publicaciones de la Universidad de Huelva. [https://www.academia.edu/8539567/Costa\\_Rica\\_en\\_evoluci%C3%B3n\\_Pol%C3%ADtica\\_econ%C3%B3mica\\_desarrollo\\_y\\_cambio\\_estructural\\_del\\_sistema\\_socioecon%C3%B3mico\\_costarricense\\_1980\\_2002\\_2003\\_](https://www.academia.edu/8539567/Costa_Rica_en_evoluci%C3%B3n_Pol%C3%ADtica_econ%C3%B3mica_desarrollo_y_cambio_estructural_del_sistema_socioecon%C3%B3mico_costarricense_1980_2002_2003_)
- Chong, A., & Silanes, F. L. de. (2005). *Privatization in Latin America: Myths and Reality*. World Bank Publications.
- Coase, R. H. (1959). The Federal Communications Commission. *The Journal of Law & Economics*, 2, 1-40.
- Cook, P., & Uchida, Y. (2003). Privatisation and economic growth in developing countries. *The Journal of Development Studies*, 39(6), 121-154.
- Cuadrado-Ballesteros, B., & Peña-Miguel, N. (2018). The socioeconomic consequences of privatization: An empirical analysis for Europe. *Social Indicators Research*, 139(1), 163-183.
- Davis, J., Ossowski, R., Richardson, T., Barnett, S., (2000). *Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization*. IMF Occasional Paper 194.
- DeWenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320-334. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.320>
- D'souza, J., & Megginson, W. L. (1999). The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s. *The Journal of Finance*, 54(4), 1397-1438. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00150>
- Galal, A., Jones, L., Tandon, P., & Vogelsang, I. (1994). *Welfare consequences of selling public enterprises*. The World Bank. <https://doi.org/10.1596/0-8213-2976-6>
- Henisz, W. J., Zelner, B. A., & Guillen, M. F. (2004). *International coercion, emulation, and policy diffusion: market-oriented infrastructure reforms, 1977-1999*. *Academy of Management Proceedings*, 2004(1), N1-N6.
- Katsoulakos, y Likoyanni, E. (2002), *Fiscal and Other Macroeconomic Effects of Privatization*, Nota di Lavoro, N.° 113.2002, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM), Milano.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222-279. <https://doi.org/10.1093/jleo/15.1.222>
- Lizano Fait, E. (1999). *Ajuste y crecimiento en la economía de Costa Rica: 1982-1994* (1. ed). Academia de Centroamérica.
- Megginson, W. L., Nash, R. C., & Van Randenborgh, M. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 49(2), 403-452. <https://doi.org/10.2307/2329158>



- Meseguer, C. (2004). La difusión de las privatizaciones en la OCDE y en América Latina: ¿un proceso de aprendizaje? *Revista Española de Ciencia Política*, 111-138.
- Moshiri, S., & Abdou, A. (2010). Privatization, Regulation, and Economic Growth in Developing Countries: An Empirical Analysis (SSRN Scholarly Paper ID 1695274). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=1695274>
- Muñoz, I., & Vargas, C. A. (1992). Le producción de fertilizantes en Costa Rica y el modelo estatal costarricense: El caso FERTICA. *Anuario de Estudios Centroamericanos*, 61-83.
- OCDE. (2015). Board practices and financing for Latin American State-Owned Enterprises. Organisation for Economic Cooperation and Development.
- Plane, P. (1997). Privatization and economic growth: An empirical investigation from a sample of developing market economies. *Applied Economics*, 29(2), 161-178. <https://doi.org/10.1080/000368497327245>
- Roland, G. (2000). *Transition and Economics. Politics, Markets, and Firms*. The MIT Press.
- Sunderland, A. H. 2011. Fiscal Impact of Privatization in Developing Countries” (2011). CMC Senior Theses. Paper 109. [http://scholarship.claremont.edu/cmc\\_theses/109](http://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/109)
- Tittenbrun, J. (1996). Private versus public enterprise: In search of the economic rationale for privatisation. *Janus*. <https://trove.nla.gov.au/work/7135865>

