

**Contrato de suscripción de acciones a favor de personal en
relación de dependencia: *el caso CARREFOUR***

Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

Contrato de suscripción de acciones a favor de personal en relación de dependencia: análisis del caso Carrefour

Por: Pablo Augusto VAN THIENEN

Comentario correspondiente a los encuentros de debate de jurisprudencia mercantil, laboral y tributaria que mensualmente organiza el CEDEF Law & Finance.

Abstract:

La sala VIII de la Cámara del Trabajo condenó a la filial argentina del Grupo Carrefour a pagar, a ciertos empleados de la filial local, una *promesa de ganancia*. Esa promesa derivó de un plan de suscripción de acciones suscripto entre empleados de Carrefour (Argentina) y una empresa del grupo Carrefour (Carrefour Lux)¹.

Nos interesa analizar este caso por razones científicas y por razones prácticas. Las primeras tienen que ver con la inexistencia de precedentes judiciales que hayan abordado este negocio jurídico dentro del marco de la relación de empleo. Las segundas, porque este precedente puede ser mal interpretado a la hora de diseñar un *plan de suscripción de acciones* como genuino mecanismo de financiación del capital cuando el destinatario de la oferta de suscripción es el empleado de la sociedad oferente (art. 194 LSC).

No queremos dejar pasar por alto que este antecedente reviste suma importancia a la luz del decreto delegado 677/01 sobre Régimen de Transparencia de la Oferta Pública. Todos sabemos que este dispositivo autoriza a las cotizadas ofrecer a sus empleados la suscripción de acciones propias. Ciertamente una propuesta innovadora y superadora del viejo Plan de Propiedad Participada².

Los hechos:

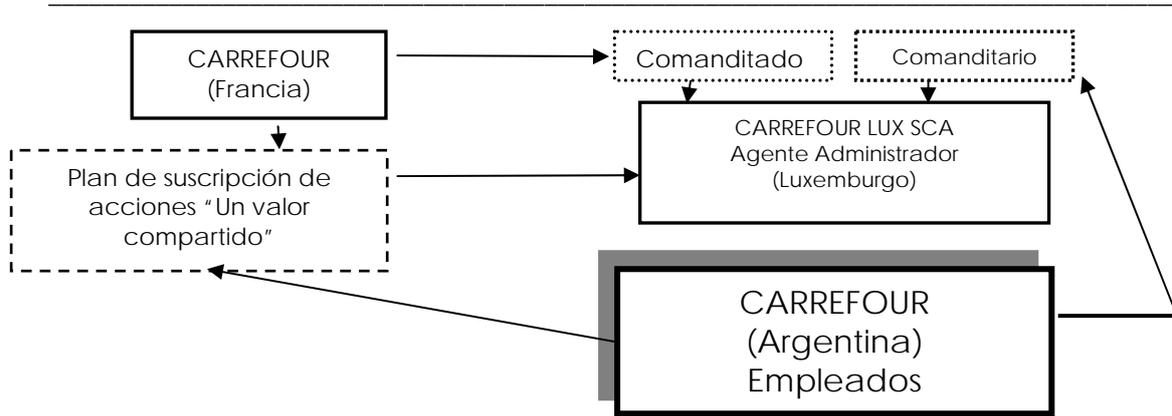
Carrefour (Francia) implementó a nivel global un plan de suscripción de acciones destinado a todos los empleados del grupo (salvo Francia). Este plan fue bautizado: “*Un Valor Compartido*” y tuvo por propósito financiar capital de trabajo con cargo a masa salarial.

A los efectos de poner en marcha el plan de suscripción de acciones, Carrefour (Francia) constituyó en Luxemburgo la sociedad vehículo Carrefour Lux SCA. Los empleados beneficiarios del plan suscribirían acciones de esta sociedad convirtiéndose así, en socios comanditarios mientras Carrefour (Francia) sería el socio comanditado.

El siguiente gráfico muestra la estructura de la operación:

¹ Sede en Luxemburgo.

² Este esquema de financiación también fue incorporado al último proyecto de reforma de la ley 19.550.



CONDICIONES DEL PLAN UN VALOR COMPARTIDO:

- ✓ *Monto máximo de suscripción:* hasta el 2,5% del salario bruto anual.
- ✓ *Plazo de vigencia del plan:* 5 años.
- ✓ *Obligación de rescate:* Carrefour (Francia) se obligaba al vencimiento al rescate de las acciones al precio de cotización (Bolsa de Valores de París).
- ✓ *Garantía de rescate:* Carrefour (Francia) ofrecía a los adherentes al plan un precio garantizado de rescate. Ese precio se pagaba en Euros.

Producido el vencimiento del plan (5 años) Carrefour procedió al rescate de las acciones. El precio de rescate fue el precio garantizado.

Al momento del rescate las acciones cotizaban por debajo del precio garantizado.

a) Reclamo de los empleados adherentes al plan:

Obtener las ganancias prometidas por Carrefour.

De acuerdo con los dichos de los empelados ...*"de las charlas y folletos informativos Carrefour había prometido ganancias del orden del 600% ..."*

b) Defensa de Carrefour Argentina SA:

- 1) Excepción de falta de legitimación pasiva. El contrato de suscripción y el plan Un Valor Compartido fue suscripto entre empleados de Carrefour (Arg.) con Carrefour (Francia) o Carrefour (Lux) sociedades jurídicamente independientes entre sí y de la demandada Carrefour (Arg.).
- 2) Inexistencia de ganancias frustradas puesto que los suscriptores del plan obtuvieron una ganancia financiera derivada del tipo de cambio. El pago del rescate se efectuó en Euros.

Decisión de 1º Instancia:

No hace lugar a la excepción de falta de legitimación pasiva. Quedó acreditado que Carrefour (Argentina) debitó del sueldo de los empleados las sumas aplicadas para la suscripción de las acciones bajo el rubro "adelanto".

En cuanto a la segunda defensa el juez *a quo* entendió dos cosas: (i) no quedó acreditada la aludida baja en la cotización de las acciones y, (ii) no admitió el argumento en cuanto a que los empleados habían obtenido una importante ganancia por diferencia de cambio. Para el juzgador aquella ganancia no responde a la renta genuina de capital sino, a factores exógenos a la inversión en acciones.

Decisión de la sala VIII:

El Tribunal fijó la siguiente doctrina:

1) No es razonable suponer que los empleados resignarían una parte de sus ingresos sólo por un impulso altruista. Es indisputable que algún incentivo se les debe haber ofrecido durante las charlas explicativas. Esos beneficios no podrían haber sido sino los razonablemente esperados por quienes invierten en acciones a mediano y largo plazo: participar de los beneficios de las explotaciones (y no la de los especuladores de corto plazo que apuestan en la bolsa especulando con la variación del precio de cotización).

2) Afirmó Carrefour (Argentina) -sin haberlo acreditado- que el precio de cotización bajó entre la fecha de adhesión al plan y la fecha de rescate. Ahora bien, tampoco se acreditó en el expediente la existencia de quebrantos en la actividad comercial del grupo, ni tampoco que en ninguno de los ejercicios contables cerrados durante el plazo del plan haya habido ganancias y que las mismas no se hubieran repartido entre sus socios.

3) Aceptar la caracterización del plan tal como lo propone Carrefour (Argentina) equivale a afirmar que los empleados, sin motivación alguna, aceptaron conceder un mutuo a cinco años de plazo, sin intereses con la única garantía de intangibilidad de la moneda.

Bajo estas tres premisas la sala VIII condenó a Carrefour (Argentina) a pagar una ganancia prometida: la razonablemente esperada por un accionista.

Nuestra opinión:

Debo confesar que este precedente atrapó mi atención desde el vamos. Este caso tiene la virtud de tratar un tema inexplorado en nuestra doctrina vernácula tanto desde un enfoque puramente mercantilista como estrictamente laboral. El caso encierra hechos y derechos que valen la pena estudiar por su riqueza doctrinal, aún cuando los fundamentos jurídicos del veredicto muestran, a mi entender, demasiadas flaquezas conceptuales.

No es bueno resolver disputas con una mirada sesgada del derecho; o si se quiere, no es bueno resolverlos ignorando el mercado. Los jueces que ignoran la lógica del mercado no cumplen su función de impartir justicia. Mi achaque va en esa dirección.

Estoy en contra de esta mirada excesivamente paternalista y, hasta diría promiscua, que los tribunales del foro laboral tienen sobre la compleja relación de empleo. El axioma *in dubio pro operario* caló demasiado hondo entre nosotros. Ya está incorporado a nuestra cultura. Es parte de los costos transaccionales inevitables que el empleador debe soportar por contratar personal en relación de dependencia. Este axioma es un costo de entrada demasiado elevado para el empresario. Pero no nos llamemos a engaño, la fiesta la pagamos todos.

Enfrentado el juzgador a figuras jurídicas extrañas a su propio ámbito de comprensión aquel se inclina, decididamente, a favor del empleado. El desconocimiento sobre el funcionamiento del mercado y las opciones que los empresarios crean como fuente de financiamiento de su capital de trabajo termina paralizando al juzgador. Por lo tanto la creatividad privada se ve frustrada por un retrógrado orden público laboral que todo lo aplasta y todo lo carcome.

La sospecha es el mejor antídoto frente a lo desconocido. Esta postura declinante nos deja una lección: *el empleado gana por goleada, aún cuando aquel se comporte como un verdadero especulador financiero y un oportunista.*

Paso a explicarme:

a) *El contrato de suscripción de acciones es, decididamente, un negocio especulativo.*

El contrato de suscripción de acciones es, por esencia, un negocio de riesgo. Ergo, es un negocio de pura especulación. Esta es, para nosotros, la premisa mayor. Por lo tanto quien suscribe acciones de una anónima, o cuotas de una limitada, conoce y acepta que asume un riesgo: soportar las pérdidas (art. 1º LSC y 1198 C.c.).

Quien toma la decisión de adquirir acciones decide invertir parte de sus excedentes financieros en *capital de riesgo*. Este riesgo incluye la posibilidad de perderlo todo. Esta lógica económica y financiera no debe sufrir alteraciones ni atenuantes por el hecho de que el suscriptor o adquirente califique como empelado en relación de dependencia. Este es para mí el pecado capital del tribunal *a quo* y *ad quem*.

Una apostilla: en el caso no se debatió la naturaleza laboral del contrato de suscripción de acciones (tal como ocurre hoy con el contrato de *Stock Options*). La cuestión de fondo es el incumplimiento de una promesa de ganancia frustrada. Esa promesa sería del 600%. Este dato habla por sí sólo³.

Es evidente que los empleados de Carrefour (Argentina) optaron por adherir al plan puesto que no hacerlo, sería una decisión torpe y poco inteligente. ¡Cómo perder la *chance* de obtener semejante ganancia de capital!

Sin duda los empleados que vieron en las acciones de Carrefour (Francia) una buena oportunidad de negocios, estuvieron movidos por un espíritu puramente especulativo: 600%!

Ahora bien, una promesa de ganancia no significa que ésta se producirá inexorablemente. Y esto los jueces lo saben, aún por sentido común.

Una utilidad estimada responde a dos factores elementales en todo análisis de inversión de riesgo: el primero corresponde a una mirada sobre la historia de la compañía y el valor promedio de cotización de la acción en el pasado y, se segundo, una mirada hacia adelante y que tiene que ver con presupuestos inciertos cuyo analista podrá asignar cierta probabilidad de ocurrencia. Esas probabilidades <de ocurrencia> permiten proyectar los flujos de fondos futuros según diferentes escenarios. Este ejercicio es pura especulación y pura

³ Los empleados expresaron que Carrefour les informó sobre esa probable utilidad.

incertidumbre. Ahora bien, el dato importante a tener en cuenta es que los mercados, y los mortales, tomamos decisiones a diario montados sobre las expectativas⁴.

Está claro que en el mundo de las finanzas nadie puede seriamente prometer una renta de capital. Esto no quiere decir que no se puedan proyectar o estimar. Ahora bien esas proyecciones o estimaciones son eso: sólo proyecciones⁵. Con esto quiero relativizar la promesa de ganancia⁶.

A continuación analizaremos los fundamentos jurídicos de la Sala VIII:

1. Análisis del negocio jurídico (contrato de suscripción de acciones).

No es razonable suponer que los empleados resignarían una parte de sus ingresos sólo por un impulso altruista. Es indisputable que algún incentivo se les debe haber ofrecido durante las charlas explicativas. Esos beneficios no podrían haber sido sino los razonablemente esperados por quienes invierten en acciones a mediano y largo plazo: participar de los beneficios de las explotación (y no la de los especuladores de corto plazo que apuestan en la bolsa especulando con la variación del precio de cotización).

Más allá del sentido irónico del fallo, si bien no hay duda de que los empleados no estuvieron movidos por un espíritu altruista, no tengo tampoco duda de que aquellos estuvieron impulsados por un espíritu claramente especulativo.

El Tribunal supuso en su análisis que algún incentivo se les debe haber ofrecido durante las charlas explicativas para que los empleados decidieran adherir al plan. De esa forma el Tribunal concluyó que ese incentivo debió ser el razonablemente esperado por quienes invierten en capital de riesgo a mediano y largo plazo.

La sala VIII buscó diferenciar al inversor de largo plazo del especulador de corto y para ello aplicó el siguiente criterio: mientras el inversor de corto es un mero especulador, el inversor de largo se acerca más a la figura del socio-accionista. El primero es un especulador *free rider* mientras que el segundo es un accionista no especulador y, como tal, merece ser tratado. Aquí el juzgador prejuzgó y erró. Me explico:

a. La especulación como elemento propio de toda inversión de capital.

Desde un estricto punto de vista financiero tanto el inversor de corto como el de mediano y largo plazo es, siempre, un especulador. Y desde un punto de vista jurídico, también. La propia ley de sociedades no me deja mentir. Aquella reconoce en su artículo fundacional que el accionista invierte sus capitales con el único propósito de especular; o sea, destinando su

⁴ La actual crisis financiera de Grecia, España y Portugal es prueba elocuente de esto que afirmamos. Estas crisis impactan sobre las expectativas futuras.

⁵ Es interesante destacar en este punto el primer párrafo del artículo 66 LSC que regula el contenido de la memoria a los estados contables. Este dispositivo ordena que los directores deben expresar en la memoria sus estimaciones, juicio de valor y proyecciones sobre la actividad de la empresa para el año económico posterior al cierre de ejercicio. Sin duda estas son meras expectativas que pueden estar fundadas en datos o elementos más o menos serios y creíbles. Este tipo de información genera expectativas sobre el valor futuro de la acción.

⁶ El lector puede consultar www.Yahoofinance.com y solicitar la cotización de cualquier acción. Observará un dato elocuente: “*One Year Estimated Price*”. Este dato informa el precio que el mercado está estimando sobre el precio de cotización de un papel. Esa estimación es construida sobre la base de información micro y macroeconómica.

aporte a la producción de bienes y servicios, participando de las ganancias y, soportando la totalidad de las pérdidas⁷.

La acción de especular no pasa por obtener una ganancia o beneficio en un corto plazo sino, por suponer la obtención de ese beneficio. El acto de especular precisamente pasa por el desconocimiento de eventos inciertos que no permiten anticipar ni conocer con exactitud la ganancia esperada. Y esto es lo fascinante del espíritu emprendedor-especulativo.

Quien especula pretende obtener en un plazo razonable una ganancia razonable. Esto lo confirma el propio Código de Acevedo en su artículo 8.1 disponiendo que la actividad mercantil es, en esencia, una actividad de pura especulación. La especulación radica en el siguiente fenómeno económico: la ganancia esperada es incierta y contingente al momento de tomar la decisión. La ciencia financiera y la disciplina que estudia la conducta humana nos enseña que a una mayor ganancia esperada, corresponderá un grado mayor de especulación. Quien pretenda obtener una renta razonable será considerado un especulador racional, mientras que aquel que pretenda una renta exagerada o muy por encima del promedio del mercado, será considerado como un especulador irracional. Ambos son especuladores, más allá del plazo de la inversión.

La especulación está ligada al riesgo tomado contra la renta esperada. Y en esto que digo nada tiene que ver el factor tiempo⁸. ¿Cuál será la renta esperada por el buscador de tesoros? ¿Cuál la renta esperada por el comprador de un bono del Tesoro Norteamericano a 30 años? O sea, no nos enfrentamos a una antinomia: quien invierte a corto plazo es un especulador y quien invierte a largo no lo es. Esto es decididamente falso. Y esto es lo que entendió el tribunal para reconocerles a los empleados de Carrefour (Argentina) una ganancia frustrada.

Partiendo de esa premisa el Tribunal llegó a una conclusión errada.

El emprendedor que inicia un negocio invirtiendo en acciones es, además de emprendedor, un especulador al ciento por ciento. Aquel está dispuesto a soportar íntegramente las pérdidas si su acto especulativo termina siendo un negocio ruinoso. Y esto es, a no dudarlo, el *fundamental económico* del artículo 1º LSC y del principio de limitación de responsabilidad al capital aportado.

Una aclaración sirve respecto del factor tiempo.

Si bien he afirmado que el tiempo nada tiene que ver con el acto de especular, con esta afirmación quiero poner de relieve que este factor debe estar en su justo lugar. No es que lo descarte por completo. Está claro que a la hora de especular, el <tiempo> es un elemento necesario en el proceso de toma de decisión, pero no es el único, ni el más importante.

La literatura financiera nos enseña que a una inversión de mayor plazo le corresponderá una renta mayor; precisamente, por el factor incertidumbre que encierra el <tiempo> y, por lo

⁷ La obligación de reintegrar capital en caso de pérdida total del patrimonio es ejemplo elocuente de esto que digo.

⁸ Un ejemplo de esto lo podemos ver en el caso de los inversores que compraron acciones de la compañía que se dedicó a la búsqueda del Titanic. La empresa demandó mucho tiempo, esfuerzo y dinero para finalmente encontrar los restos del Titanic a 4500 mts de profundidad en el Mar del Norte. Esta inversión en acciones fue clara especulación, más allá del plazo de corto, mediano o largo esperado para obtener la renta. El especulador sabía que, encontrado el Titanic el valor de las acciones en el mercado se dispararía. Como puede apreciarse el factor tiempo nada tiene que ver con la acción de especular. Lo relevante es el factor incertidumbre.

tanto el riesgo asumido. A la inversa, a una inversión de corto le corresponderá una menor renta, precisamente por reducirse aquella percepción de incertidumbre. La diferencia entre el especulador (de corto) con el (de largo) es que éste exigirá de su inversión una renta mayor por ampliarse la frontera de incertidumbre y por lo tanto, la percepción de riesgo de expropiación o de pérdida.

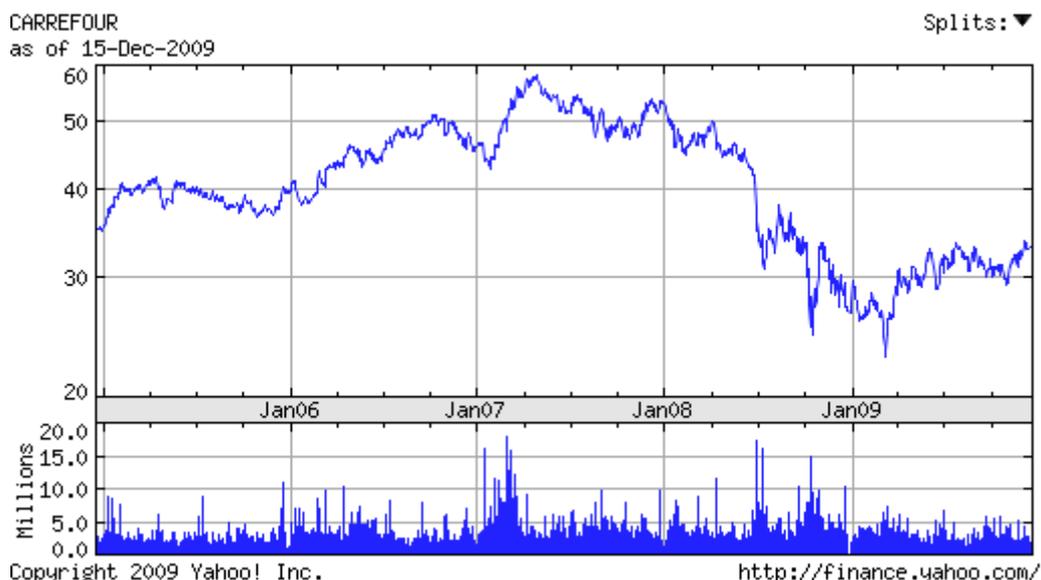
Más allá del plazo, los gráficos siguientes tienen por objetivo probar que tanto el inversor (de corto) como el (de largo) operan en el mercado como verdaderos agentes especuladores:

Cuadro A: Cotización de la acción de Carrefour en una jornada



Este gráfico muestra los movimientos del valor de la acción en una jornada desde la apertura al cierre.

Cuadro B: Cotización de la acción de Carrefour (período 2006 - 2010)



Este gráfico muestra los movimientos del valor de la acción en plazo de cuatro años.

b. Verdad empírica.

Podemos observar que tanto el inversor bursátil (de corto), como el (de largo), ambos especulan con el precio de cotización.

En el Gráfico B se observa con nítida claridad que aquellos que adquirieron acciones de Carrefour (Francia) en el año 2007 con la intención de mantenerlas en cartera debieron soportar graves pérdidas por la baja de precio durante los ejercicios 2008 y 2009. O sea, quien compró acciones decidido a mantenerlas durante ese período crítico, hizo un pésimo negocio.

En el Gráfico A se observa la misma conducta especulativa pero, en un radio de tiempo más corto. Quienes especulan que la acción está barata (compran) y quienes especulan que la acción está cara (venden). Sin duda en el período 2007-2009 la oferta superaba a la demanda y por esta razón las acciones bajaron de precio. Esa posición de liquidación motivada por expectativas negativas sobre el futuro movió el valor de la acción a la baja. Y esta es la forma cómo funciona el racional de los mercados, muy a pesar de que los balances de Carrefour puedan mostrar una solvencia envidiable y con ingentes reservas acumuladas.

La pregunta que uno debe formularse es la siguiente: ¿Es razonable esperar una ganancia de capital de hasta el 600% en una inversión en acciones a cinco años? ¿Especuladores racionales o timba financiera?

Y la otra pregunta sería: ¿Cuál es la renta razonable por ser accionista de Carrefour?

Otra pregunta que podemos formularnos sería: ¿Acaso este contexto de baja de cotización no fue lo que impulso a Carrefour a financiarse con cargo a salarios?

Afirmó Carrefour (sin haberlo acreditado) que el precio de cotización bajó entre la fecha de adhesión al plan y la fecha de liquidación. Ahora bien, tampoco se acreditó en el expediente la existencia de quebrantos en la actividad comercial del grupo, ni tampoco que en ninguno de los ejercicios contables cerrados durante el plazo del plan haya habido ganancias y que las mismas no se hubieran repartido entre sus socios.

a. La política de dividendos.

Siendo el inversor de largo un accionista racional no especulador, según la opinión de la sala VIII, era carga de Carrefour (Argentina) probar que durante el plazo de vigencia del plan, Carrefour (Francia) no distribuyó dividendos o, en su caso, que durante esos ejercicios el negocio arrojó quebrantos contables que forzaron a Carrefour (Francia) a compensarlas contra reservas.

En pocas palabras lo que la sala VIII nos quiere decir es que los beneficiarios del plan debieron obtener las ganancias propias de quien posee la calidad de socio (*vrg.*, dividendos). Y aquí el Tribunal vuelve a equivocarse el análisis. Paso a explicarme.

Tanto el inversor (de corto) como el inversor (de largo) gozan del derecho al dividendo puesto que ambos *son accionistas*. La diferencia entre uno y otro es que mientras el inversor

de corto está más atento al valor de cotización diaria, el inversor de largo mira con más atención el negocio, las proyecciones, los flujos futuros, etc.

Mientras el primero especula con la cotización diaria de la acción (ver Gráfico A), el segundo especula con otros factores, entre ellos, la política de dividendos. Ahora bien lo paradójico de este análisis es que el precio de cotización no suele estar demasiado atado a la política de dividendos. Es más, cuando las empresas anuncian el pago de dividendos en acciones o en efectivo el precio suele desplomarse. Compañías con reservas acumuladas millonarias, y con nula política de dividendos pueden tener un valor de capitalización de mercado realmente considerable. El caso Microsoft, Inc. es el ejemplo de esto que afirmo⁹.

Una política de dividendos restringida pudo ser una de las razones tenidas en cuenta por los inversores para provocar el desplome del valor de la acción. Sin embargo, todos sabemos que una política de autofinanciación mediante retención de ganancias tiene por efecto económico incrementar el valor patrimonial proporcional por acción. Esa mayor valuación contable puede no ser leída positivamente por el mercado. Por lo tanto, llegamos a la siguiente paradoja: el valor sube en los libros, y al mismo tiempo, baja en la pizarra. ¿Es esto lógico? Sí.

Todos los accionistas de Carrefour (Francia) tienen la expectativa de obtener un dividendo. Pero sólo eso: una mera expectativa. Y esta regla se aplica a todos los accionistas por igual, estén en la bolsa o sean la familia dueña de la cadena.

b. El precio de rescate y el valor de cotización.

Carrefour (Argentina) argumentó que el precio de cotización de las acciones al vencimiento del plan era inferior al precio de suscripción, razón por la cual rescató las acciones al precio garantizado. El precio garantizado era: el precio de suscripción.

Sin duda los beneficiarios del plan estaban en una mejor posición jurídica y económica que el resto de los accionistas. Los empleados contaban con un precio de rescate asegurado, garantía que no tenían los otros socios.

Analizado el problema desde esta perspectiva se observa un dato que no podemos pasar por alto: los empleados sabían que, en el peor escenario recuperarían el capital invertido. Y esto no es poco si creemos que el accionista debe correr el riesgo de perderlo todo (art. 1º LSC). De este riesgo estaban contractualmente inmunes.

c. El fallo es contradictorio.

Mientras el Tribunal juzgó que los beneficiarios debían calificar como accionistas obteniendo la renta del capital invertido (y no como meros especuladores de corto plazo), olvidó que aquellos gozaban de una espectacular ventaja respecto del resto: no participaban de las pérdidas. Y esto no puede pasar inadvertido por el juzgador.

⁹ Un ejemplo de esto que decimos lo podemos ver con el valor de cotización de las acciones de banco norteamericanos que ha sido salvados por el gobierno mediante el TARP. Este plan de “salvataje” implica que los accionistas percibirán menos dividendos hasta tanto los bancos no repaguen la deuda que mantienen con el gobierno.

El precio de rescate *garantizado* era la renta que razonablemente podrían esperar los beneficiarios del plan si las acciones cotizaban por debajo del precio de suscripción al momento del rescate.

Aceptar la caracterización del plan tal como lo propone Carrefour (Argentina) equivale a afirmar que los empleados, sin motivación alguna, aceptaron conceder un mutuo a cinco años de plazo, sin intereses con la única garantía de intangibilidad de la moneda.

a. El contrato de suscripción no es un negocio gratuito.

El Tribunal entendió que recuperar sólo el capital invertido (el precio garantizado) equivaldría a un mutuo gratuito. Esta afirmación también equivoca el análisis.

Si bien los artículos 2243 y 2248 C.c. admiten la figura del mutuo *gratuito*, los actos mercantiles se presumen onerosos. Esto significa que el silencio sobre los intereses no significa que estemos ante un negocio gratuito. Aquel mutuo califica como acto de comercio en los términos del artículo 8.11 y 558 del Código de Comercio¹⁰.

Nadie puede dudar entre nosotros, que el aporte de capital es un acto de comercio aún cuando al liquidarse el ente social o, al enajenar la participación el suscriptor salga hecho. Es decir recupere exactamente el nominal invertido¹¹. El reembolso de capital o rescate de acciones a su valor nominal es un claro acto mercantil. Confundir esto con un mutuo gratuito es no conocer el derecho mercantil.

b. El precio de rescate garantizado funciona como inventivo para la suscripción.

Esta es, precisamente, la situación del caso Carrefour.

Los empleados recuperarían el nominal invertido si al vencimiento del plan el precio de cotización de la acción era inferior al precio de suscripción. La cláusula de garantía operaba a favor de los empleados eximiéndolos del riesgo de inversión, o sea, del riesgo de perderlo todo.

Más allá de la expectativa de que podrían obtener una pingüe utilidad de hasta *600% sobre el capital invertido*, no hay duda de que *la garantía de salir hechos* también debió operar como razonable incentivo para la inversión. Y ésta es la motivación principal que el Tribunal desconoció y que es, en mi opinión, es la piedra angular de este caso¹². Los empleados no dieron un salto al vacío (tal como lo propone el art. 1º LSC) sino que contaban con un paracaídas que les permitió llegar a tierra con los huesos intactos¹³.

c. Asimetría entre renta esperada y riesgo tomado.

¹⁰ *El mutuo está sujeto a las leyes mercantiles cuando la cosa prestada puede ser considerada género comercial, o destinada a uso comercial y tiene lugar entre comerciantes, o teniendo por lo menos el deudor esa calidad.*

¹¹ Esta afirmación merece una aclaración. Aún cuando el inversor haya recuperado el nominal invertido esa situación implica una pérdida económica equivalente al costo de oportunidad de otras inversiones alternativas: p.ej., la renta de invertir ese mismo dinero en un depósito a plazo fijo o en un bono de deuda. Esa pérdida es impositivamente neutra.

¹² Importa señalar aquí que la garantía de salir hechos, si fuera otorgada por la propia sociedad emisora podría, bajo nuestro derecho societario ser impugnada de nulidad en virtud del artículo 13.3 LSC: *Son nulas las estipulaciones que aseguren al socio su capital (...).*

¹³ El rasguño representa la frustración de esa expectativa.

En este particular negocio jurídico los empleados gozarían de todos los beneficios (ganancias de capital) por el incremento en el valor de cotización y, al mismo tiempo, gozarían de una total inmunidad al riesgo de pérdida.

Si somos coherentes con lo explicado más arriba, no hay duda que la renta esperada era asimétrica al riesgo tomado. Aún cuando esto pueda sonar extraño a los ojos de cualquiera, está claro que la cláusula de rescate a precio mínimo garantizado debió operar como incentivo económico para lograr adherentes al plan. Y esto no pasa de ser una simple estrategia de *marketing* financiero para garantizarse la colocación exitosa del producto.

Para adherir al plan los empleados se movieron entre dos extremos: obtener pingues ganancias si se cumplían las expectativas, o salir hechos, en el peor contexto. Esto es pura especulación, aún cuando la sala VIII no quiera verla.

d. Cláusula de cobertura sobre tipo de cambio.

El Tribunal desconoció los beneficios de esta cláusula de cobertura. Sostuvo que no es lógico imaginar que los empleados adhirieron al plan motivados sólo, en el mantenimiento de intangibilidad de la moneda (*sic*).

Esta afirmación merece otros reparos.

El juzgador laboral no puede ignorar que en el mundo de las finanzas personales (y a no dudar que el negocio jurídico que estamos analizando es puramente financiero) existen las inversiones en monedas o canastas de monedas. Éstas, como todo commodity y otros activos transables suelen operar como *bienes de cobertura*. Basta recorrer nuestra cultura de inversión en divisa estadounidense para darnos cuenta que es una realidad que ha calado muy hondo en nuestro medio social y empresario.

Los empleados no sólo contaban con la cobertura sobre el nominal invertido sino que, además, contaban con el beneficio de que sus ahorros en pesos serían convertidos a Euros al tipo de cambio vigente al momento de la suscripción, y dichos Euros convertidos a pesos al momento del rescate al tipo de cambio vigente a la fecha del rescate. La variación del tipo de cambio a favor de los empleados durante la vigencia del plan es una indiscutida ganancia financiera¹⁴.

A la inversa, si el peso se hubiere revaluado respecto del Euro al momento del rescate, dicha diferencia operaría como pérdida para los suscriptores. Otro elemento de pura especulación.

e. Ganancia por tipo de cambio y costo de oportunidad.

No está demás afirmar que si la renta por tipo de cambio superó el costo de oportunidad de otras inversiones de similar riesgo (*vrg.*, un plazo fijo en pesos en un banco local), la inversión de los empleados en acciones de Carrefour (Francia) fue un razonable negocio financiero, aún cuando no se hayan cumplido las expectativas de ganar un 600%¹⁵. Esto es una verdad de Perogrullo aún, cuando el Tribunal no quiera verla.

¹⁴ Esta es una ganancia de la tercera categoría para la ley de impuesto a las ganancias.

¹⁵ Tomamos como costo de oportunidad un plazo fijo en pesos puesto que la cláusula de cobertura a favor de los empleados opera como si estuviéramos frente a un bono de renta similar a un plazo fijo.

2. La promesa de ganancia como derecho en expectativa.

a. ¿Cuál es la renta razonable en acciones?

El Tribunal condenó a Carrefour (Argentina) a pagar a los beneficiarios del plan la ganancia prometida. Si bien no condenó a pagar un 600% sobre el capital invertido propuso retribuir a los empleados la ganancia que razonablemente podría obtener un inversionista en acciones de Carrefour (Francia).

En este sentido el juzgador consideró no probado que Carrefour (Francia) no haya pagado dividendos, ni que los ejercicios contables durante el plazo de vigencia del plan hubieren arrojando quebrantos. Por lo tanto corresponde reconocer a los beneficiarios una renta razonable acorde al tipo de inversión de mediano plazo.

La pregunta que uno debe formularse es: ¿cuál es la renta razonable que puede esperar el inversor en acciones de Carrefour?

Está claro que si la acción cotiza, la renta de capital corresponde al precio de cotización. Cuando la acción cotiza es de ningún valor el precio contable de la acción y posee relativo valor la política de dividendos o de reservas. Lo que importa son las expectativas que el mercado tiene sobre la empresa, su solvencia económica, su capacidad de generar flujos de libre disponibilidad, sus políticas de inversiones, la industria, el sector, la calidad del management, etc.

Cuando el capital social cotiza los parámetros adecuados para medir la renta esperada de un activo trasvasan los números contables. Esto quiere decir que si Carrefour tuvo una política de reservas agresiva que llevó a multiplicar sus cuentas patrimoniales (vrg., artículo 189 LSC), dicha solvencia patrimonial poco incide en el precio de cotización. Basta señalar a modo de ejemplo casos de nuestro entorno donde empresas cotizadas reflejaban en sus balances quebrantos contables de magnitud (art. 94 y 96 LSC) cotizando sus acciones a un precio muy superior al valor patrimonial negativo. Este ejemplo debe servirnos como botón de muestra para darnos cuenta de que las expectativas del mercado van por un lado mientras que los números contables van por otro.

Lo cierto es que si Carrefour (Francia) pagó dividendos durante la vigencia del plan, está claro que los beneficiarios debieron haber percibidos dichos dividendos. Caso contrario, nada pueden obtener más allá de la ganancia especulativa derivada del precio de mercado de la acción al momento del rescate. Es más, esta es la verdadera ganancia que los empleados de Carrefour esperaban y no, el pago de dividendos. Ellos no especularon sobre la política de dividendos.

b. La renta prometida no genera una obligación para el promitente.

Los beneficiarios del plan tenían sobre esas ganancias una mera expectativa. La ganancia prometida no ingresa al patrimonio de los beneficiarios. Aquella renta proyectada no pasa de ser una promesa y como tal no obliga al promitente. Puede servirnos para este análisis la doctrina del artículo 2244 C.c. respecto de la promesa de mutuo oneroso. Aquel dispositivo nos dice que *la promesa (aceptada) de hacer un empréstito oneroso, que no fue cumplida por el*

promitente, dará derecho a la otra parte por el término de tres (3) meses, desde que debió cumplirse, para demandar por indemnización de pérdidas e intereses.

O sea quien promete un empréstito oneroso (y el destinatario lo acepta) frustrándose luego la promesa, esta frustración da derecho al destinatario a reclamar al promitente indemnización de daños e intereses. El aceptante de la promesa no puede exigir el cumplimiento. Observamos que esta fórmula rompe con el pacto comisorio impidiendo al destinatario de la promesa exigir la prestación prometida. La promesa no cumplida se extingue. Sólo se compensa con daños e intereses. Punto y aparte.

Es interesante destacar que Vélez concedió al beneficiario de la promesa la opción de exigir la compensación de daños en el plazo perentorio de tres (3) meses. Vencido este plazo el beneficiario se queda sin el pan y sin la torta.

Funcionando así para la promesa (aceptada) de mutuo oneroso en una suerte de contrato preliminar que deriva en responsabilidad contractual *in contrahendo*, creemos que poco pueden hacer los beneficiarios del plan frente a la frustración de una promesa de renta futura, incierta y contingente. Ésta es sólo una promesa, y como tal, su frustración no puede generar daño contractual.

c. La promesa de ganancia no ingresa al patrimonio del beneficiario.

Lo llamativo de todo esto es que los Tribunales del foro laboral han decidido en el ámbito de las *Stock Options* que el derecho de opción no ingresa al patrimonio del trabajador a los efectos del artículo 245 LCT.

El contrato de opción concede al beneficiario un derecho en expectativa (el ejercicio de la opción con la consecuente adquisición de las acciones). Como tal, la opción no es un bien que pueda considerarse comprendido dentro de los mencionados en el artículo 2312 del C.c.

Si bien este criterio no es uniforme dentro del foro, podríamos aplicar por analogía un razonamiento similar respecto de la promesa de ganancia frustrada.

3. Baja de cotización. el Talón de Aquiles.

El caso Carrefour se decidió por ausencia de prueba sobre un dato nada complejo de obtener: el precio de cotización de las acciones al momento del rescate.

Los empleados argumentaron que Carrefour les debía la ganancia prometida. A su turno Carrefour alegó que las acciones cotizaban por debajo del precio de suscripción. En este contexto el Tribunal sostuvo que no habiendo demostrado Carrefour la baja de cotización, se debe pagar a los beneficiarios una renta igual a la razonablemente esperada por un inversor de mediano y largo plazo.

Es extraño que la empresa demandada no haya podido arrimar al expediente la verdad de sus dichos, cuando en rigor esa información es de acceso público. Incluso pudo haber sido recabada por el propio Tribunal, aún cuando es carga de Carrefour demostrarlo.

Está claro que la ausencia de prueba en este sentido selló la suerte de caso. No tenemos certeza de cuál hubiera sido el sentido de este veredicto si se hubiere demostrado que a la fecha del rescate las acciones de Carrefour cotizaban por debajo del precio de suscripción.

4. La excepción de falta de legitimación pasiva. El débito en cuenta.

La sala VIII negó la excepción opuesta por Carrefour confirmando así el criterio de 1º instancia. El fundamento: el pago del precio de suscripción se debitaba del sueldo de los empelados bajo la leyenda “adelanto”.

El hecho de que Carrefour (Argentina) haya operado como *Agente de Pago* mediante sistema de débito automático por recibo de sueldo implicó asignarle al empleador el carácter de contraparte en un negocio de suscripción de acciones del que es absolutamente ajeno, aún cuando integre el mismo grupo económico.

Este dato no es menor a la hora de analizar la capacidad de Carrefour (Argentina) para estar en juicio. Cómo hubiera razonado el Tribunal la excepción, si el débito se realizaba por otras vías, o el empleado efectuaba el depósito del precio de suscripción en forma directa y personal.

Es notorio pero el simple hecho de haber cooperado Carrefour (Argentina) como mero *agente de pago* dentro de la estructura del negocio de financiamiento, aquella fue llamada a estar en juicio en la Argentina por un contrato financiero regido por ley extranjera del que no fue parte sustancial ni material. El débito en sueldo realizado por Carrefour (Argentina) fue un medio que tuvo Carrefour (Francia) para hacerse de una forma práctica de los recursos financieros; teniendo en cuenta que los destinatarios del plan eran empleados del Grupo Carrefour a nivel mundial.

5. ¿Competencia laboral?

a. Naturaleza no laboral del contrato de suscripción.

Todos sabemos que la competencia jurisdiccional es tema fuertemente debatido en el ámbito de las *Stock Options*. Los Tribunales laborales argentinos se han declarado competentes, en unos casos, e incompetentes en otros. Podemos decir que sobre este tema hay una fuerte controversia. Quienes se han declarado competentes han fundado su decisión en el hecho de que aún cuando el contrato de *Stock Option* sea celebrado entre la casa matriz y el empleado de la subsidiaria local y, aún cuando el negocio se rija por ley extranjera y tenga por objeto acciones de casa matriz, aquel negocio jurídico es de naturaleza estrictamente laboral. El orden público impone que se aplique el Derecho del Trabajo argentino (*sic*).

Para nosotros el contrato de suscripción de acciones destinado a empleados en relación de dependencia encierra la siguiente duda: ¿es de naturaleza laboral?

Este tema troncal no fue debatido en el caso Carrefour. Recordemos que el Tribunal resolvió esta cuestión recurriendo a un argumento demasiado simplista: el débito en el recibo de sueldo.

Y lo simple es enemigo de lo seguro: bastará instrumentar el pago por otros medios para fugarnos del precedente Carrefour. Para mí la cuestión es más compleja. Veamos:

b. La suscripción de acciones, a diferencia de la opción, responde a un genuino negocio de autofinanciamiento.

Mientras el contrato de *Stock Option* es un medio utilizado por las empresas para incentivar a sus ejecutivos buscando alinear los intereses de la alta dirección y gerencia con los intereses de los accionistas; el contrato de suscripción de acciones no responde, necesariamente, a una política de alineamiento de intereses o de incentivos laborales.

El contrato de suscripción de acciones puede responder a otros intereses de la empresa, entre ellos, dotarse de recursos financieros con cargo a la masa salarial. Esto quiere decir, buscar entre las góndolas otros medios de financiación más allá del mercado. La propia masa salarial puede servir a los intereses de la empresa evitando recurrir a financiamiento externo. En este esquema el empleado se convierte en un financiador de capital de trabajo recibiendo a cambio acciones de su empleador. En esta estructura comercial no están en juego incentivos laborales, ni se persigue alinear intereses, como tampoco compensar el trabajo, ni remunerar al empleado con la mayor cotización de la acción. En esta estructura de negocio el empleado opta por destinar parte de sus ahorros de libre disponibilidad para ser invertidos en acciones de la empresa donde trabaja. El empleado aspira a obtener una ganancia de capital propia de quien invierte en este tipo de inversiones compartiendo con los accionistas el riesgo del negocio¹⁶.

La suscripción de acciones no convierte la relación laboral en la figura del socio-empleado sino, en la de empleado-inversor.

Creo que entre el negocio de opción y el de suscripción hay diferencias profundas. Veamos:

c. Diferencias estructurales entre la opción y el contrato de suscripción.

El contrato de suscripción de acciones tiene diferencias estructurales y de fondo con el contrato de opción y que distancian a uno de otro. Veamos:

1. En el contrato de suscripción el empleado es accionista desde el momento mismo de celebrado el contrato de suscripción gozando de todos los derechos políticos y económicos concedidos a las acciones suscriptas (*urg.*, acciones ordinarias, preferidas, de participación, preferidas con derecho de voto, ordinarias con voto limitado, etc).
2. En el contrato de opción el beneficiario no es accionista sino a partir del ejercicio de la opción. La *causa fin* del negocio de opción no es convertirse en accionista sino adquirir las acciones por un precio inferior al mercado para luego venderlas a precio de mercado.
3. En el negocio de opción la sociedad no recibe contraprestación alguna por parte del beneficiario, salvo el aporte de capital humano por el trabajo realizado en la empresa.
4. En el negocio de suscripción la sociedad recibe como contraprestación el aporte de capital desembolsado por el empleado.
5. La suscripción de acciones es un genuino negocio de apalancamiento financiero, aún cuando pueda contener elementos de naturaleza laboral.
6. El negocio de opción es un medio de compensación, aún cuando pueda no responder a esta finalidad.

¹⁶ La cláusula de rescate garantizado no desvirtúa la naturaleza mercantil del contrato.

Conclusiones:

A puño alzado he intentado compartir estas reflexiones. Lejos estoy de agotar el tema. Sin embargo el fallo me consterna por los efectos adversos que puede tener en nuestro entorno.

No está en mi ánimo ser alarmista. Un dato no es menor: Carrefour no probó el precio de cotización al momento del rescate. Este dato selló la suerte del caso. No obstante prefiero no cantar victoria.

Preocupa que se haya declarado competente el fuero laboral respecto de un negocio complejo de financiamiento.

Preocupa que haya operando una suerte de fuero de atracción donde *todo lo que toca o roce a un empleado se convierte en laboral*. El caso presenta una disputa de indiscutida naturaleza mercantil, más allá de que el suscriptor sea empleado de la sociedad emisora y peor aún, empleado de una filial extranjera.

Preocupa que se haya decidido la legitimación pasiva de la filial local del grupo Carrefour por el simple dato material de que la filial operó como *agente de pago* de un contrato internacional de suscripción de acciones. Negocio jurídico de indiscutida naturaleza mercantil.

Preocupa que los jueces del fuero del Trabajo no puedan tomar distancia superando el oscuro y limitado Derecho del Trabajo, olvidando que el Derecho es una ciencia social compleja y dinámica donde los negocios, las relaciones jurídicas y empresarias exceden el estrecho margen del derecho laboral.

Preocupa que los jueces del fuero del Trabajo invoquen argumentos mercantiles olvidando aplicar el artículo 218 del C.com., como principio rector para la correcta interpretación de todos los contratos, incluido el de suscripción de acciones.

Preocupa que los jueces del foro no puedan levantar un poco la mirada y observar con atención qué está pasando en otros mercados.

Preocupa que este precedente genere mayor incertidumbre desalentando la creación de un capitalismo laboral donde los empleados y empresarios puedan participar de las ganancias asumiendo cada uno su rol y sus riesgos.

Preocupa que este precedente pueda tirar por tierra la creación de planes de suscripción de acciones para personal en relación de dependencia, tal como está previsto en el decreto delegado 677/01 y en el proyecto de reforma a la ley de sociedades comerciales 19.550.

Atte.,

Prof. Pablo A. VAN THIENEN
Director académico
CEDEFLOW