

# REGULACIÓ I DISCIPLINA DEL MERCAT DE VALORS A ITÀLIA

Nicoletta Marzona

## 1. Caràcters actuals de la normativa sobre la funció pública en matèria econòmica, i especialment en l'àmbit del mercat immobiliari

L'autoritat per al control de les societats que cotitzen i de la borsa neix, a Itàlia, el 1974: amb el Decret llei de 8 d'abril de 1974, núm. 95, després convertit en la Llei 7 de juny 1974, núm. 216, fou veritablement instituïda la Consob, Comissió Nacional per les Societats i la Borsa. Va ser només als anys vuitanta quan va començar a prendre forma, a Itàlia, una veritable reglamentació del mercat de valors immobiliaris, amb la Llei de 23 de març de 1983, núm. 77, sobre els fons d'inversió immobiliària, i la Llei de 4 de juny de 1985, núm. 281, sobre l'organització de la Consob, la identificació dels socis de les societats que cotitzen i el permís de cotització de títols. Amb aquestes darreres lleis, que tractarem més endavant, el procés normatiu dels mercats immobiliaris i financers assumeix una configuració bastant precisa: d'una banda, una considerable mutabilitat; d'altra banda una forta capacitat d'integrar-se amb els esdeveniments de la realitat econòmica sobre la qual influeix la disciplina dels mercats. Sobre aquesta integració es vertebrava posteriorment, des del punt de vista de la reflexió doctrinal, una estreta comparació entre la perspectiva de la ciència jurídica i la perspectiva de la ciència econòmica.

Sobre la base d'aquestes observacions preliminars, es pot remarcar que, en l'àmbit de la disciplina del mercat immobiliari segons l'experiència italiana, la llei o més en general l'acte normatiu sols assenyalava una etapa provisional i força incompleta d'un cos de regles en *transformació* constant; d'altra banda, pel que fa referència a les peculiaritats de l'anàlisi teòrica, hi ha un grau elevat d'*interdisciplinarietat* que es pot entreveure fàcilment una mica a tot arreu, tant, per exemple, en els diversos moments de la projectació legislativa, com en els estudis doctrinals, especialment de la doctrina jurídica que, almenys en aquest camp, sembla més oberta respecte a l'econòmica.

Els trets esmentats són, en veritat, propis no sols de la normativa del mercat immobiliari, sinó també de disciplines que es dediquen a altres sectors de l'activitat econòmica o que fan referència a l'especificació de principis generals sobre el funcionament de l'empresa. Podem esmentar, respectivament, els exemples de la Llei sobre la vigilància de les assegurances (Llei de 12 d'agost de 1982, núm. 576, i les successives modificacions, entre les quals trobem aquella recentment aportada amb la Llei de 9 de gener de 1991, núm. 20) i de la Llei, també força recent, sobre la tutela de la competència o Llei antitrust (Llei de 10 d'octubre de 1990, núm. 207).

Des d'aquest punt de vista, és a dir, des del punt de vista dels *trets comuns*, se suggereix a l'estudiós l'elaboració d'una *teoria general* que prengui per objecte o com a

base pròpia la normativa actual sobre la funció pública en els diferents àmbits de l'activitat econòmica. Una perspectiva anàloga (teorització sobre els trets comuns del dret econòmic públic) s'obté de la resta, fins i tot de la disciplina de la Comunitat Econòmica Europea, dedicada, en els sectors de competència, a determinar un enfocament unitari en la legislació econòmica dels diferents països membres.

L'aprofundiment de la temàtica assenyalada, segons la qual un dels aspectes de més interès és la recerca sobre l'efectivitat de la llei en els diferents camps de les disciplines econòmiques, es deixa per a una altra ocasió, ja que l'objectiu d'aquestes notes és l'examen circumscribit o centrat sobre la disciplina dels valors immobiliaris a Itàlia: només una disciplina d'un sector, és a dir, de l'economia, encara que es tracti d'un sector d'un relleu indubtable i diversament interrelacionat amb altres sectors jurídic-econòmics (el primer de tots, el sector del crèdit). És més, ben mirat, la legislació actual sobre la funció publicitària en l'economia, a més de la perspectiva comuna que acabem d'esmentar, en reclama una d'oposada, val a dir l'anàlisi efectuada per sectors, per objectes: aquesta òptica, val la pena d'afegir, correspon a la hipòtesi de sistematització del Dret públic de l'economia d'un dels estudiosos italians de l'Administració més acreditats (M.S. Giannini). Una corroboració de l'enfocament sectorial la tenim, per exemple, en una disposició de la recent Llei italiana antitrust: en l'art. 20 de la Llei núm. 287 de 1990 pren vigor veritablement l'especificitat dels controls relatius als sectors de la radiodifusió, de l'activitat editorial i del crèdit; controls, en relació amb els quals l'autoritat garant de la competència només exerceix una funció consultiva; respecte al sector de les assegurances, la relació és a la inversa: és l'entitat del sector, ISVAP, qui té el paper d'òrgan consultiu de l'autoritat per a la competència (art. 20, 4t incís). Recordem a propòsit d'això l'intens debat que ha acompanyat la discussió i l'aprovació de les seves disposicions, en l'art. 9 de la Llei 1/1991, sobre la vigilància respecte a les societats d'intermediaris immobiliaris (agents de la propietat immobiliària), que en el fons contenen una confirmació més aviat neta de la *separació* del món del crèdit (sigui com a estructura, sigui com a finalitat), també a l'interior o en l'àmbit unitari de l'activitat de mediació immobiliària. Tot just a causa del reglament del crèdit hi ha a Itàlia, d'altra banda, el coneixement que el caràcter sectorial o per seccions és difícil de superar: esmentem, pel que fa a això, algunes disposicions de la Llei sobre l'ordenament de la Presidència del Consell, Llei de 23 d'agost de 1988, núm. 400, segons les quals, d'una banda, el règim de les nòmines de les entitats públiques de crèdit és una excepció quant a la disciplina general de les nòmines de les entitats de la competència de l'Estat (art. 3, Llei núm. 400/1988); de l'altra, la Junta Interministerial per al Crèdit i l'Estalvi roman fora del poder assignat al govern per al reordenament de totes les juntes de ministres existents (art. 7, Llei núm. 400/1988). És veritat que, en oposició amb la separació dels sectors, sembla prendre vigor en la legislació recent una *uniformitat de procediments i de principis* (independència del judici, plenitud de la instrucció, contradictori amb els destinataris o els interessats en la resolució final: vegeu, per exemple, l'art. 20, 8è incís, Llei núm. 287/1990) i que, sota el model organitzatiu, són cada cop més freqüents els dissenys normatius inspirats en la *col·laboració*, com a criteri bàsic de l'acció dels òrgans o dels subjectes públics (vegeu, en aquest sentit, l'art. 18 DPR de 31 de març de 1975, núm. 138, i, a més, l'art. 9 de la Llei núm. 1/1991), però també és veritat que la institució de nous subjectes o autoritats administratives (com en l'actualitat hom prefereix de dir) apareix en sintonia amb una estructura en la qual

la distribució o divisió rígida de *competències* fa la funció de tràmit o enllaç essencial entre el subjecte i l'activitat. La sectorialitat o especialitat de la disciplina s'avé d'aquesta manera a una visió tradicional de l'Administració, caracteritzada per la separació de les esferes subjectives i dels procediments aplicats sobre disciplines diferents en la inspiració i en les disposicions normatives particulars.

Cal dir, però, limitant-nos al sector aquí considerat, que aquesta darrera i esquemàtica reconstrucció no sembla reflectir la realitat del mercat immobiliari a Itàlia: aquí l'especialitat de la disciplina caldria entendre-la com una *capacitat o adequació* respecte al món econòmic a regular i les seves vicissituds evolutives; es tracta d'una especialitat justificada i construïda sobre la base d'exigències de reglamentació objectives i provinents de l'activitat comercial de la qual es compon el mercat; i, per tant, d'una especialitat que no és cap obstacle perquè el conjunt normatiu estigui fonamentat sobre alguns principis generals, comuns no sols a altres sectors jurídic-econòmics del sistema italià contigus a l'immobiliari, sinó també a les legislacions d'altres països, sovint a conseqüència de la difusió o l'acolliment, pel que fa a l'ordenament de cada un dels estats membres de la CEE, de cànons fonamentals basats en el tractat comunitari (amb les modificacions aportades per l'Acta Única).

No és difícil identificar aquests *principis*: protecció i igualtat de condicions dels inversors; garantia d'una informació adequada i completa sobre els valors immobiliaris i sobre els subjectes que els emeten o hi negocien, amb vista a la consecució dels objectius de reforçament de la confiança en els valors immobiliaris i del bon funcionament del mercat, per inscriure's en un marc més general d'una veritable «política» de la informació (vegeu les premisses de les directrius del Consell CEE de 17 d'abril de 1989, núm. 89/298, i de 13 de novembre de 1989, núm. 89/592, i confronteu-les amb relació al Reglament Consob, adoptat mitjançant la Deliberació de 18 de juliol de 1989, núm. 4173, i amb les disposicions de la recent Llei d'1 de maig de 1991, núm. 157).

*Especialitat* «objectiva» de la disciplina en relació dialèctica amb una sèrie reduïda i homogènia de *principis generals*, aquest és certament un dels trets de fons que la disciplina italiana dels valors immobiliaris comparteix amb la dels altres estats, especialment d'àmbit comunitari. A fi d'aprofundir un poc en les consideracions que acabem d'exposar, la relació esmentada *especialitat-generalitat* es pot entendre o interpretar com una traducció de la dinàmica tradicional: *Dret públic o administratiu — Dret privat o comú*: el model d'especialitat correspondria a la constitució i al funcionament d'una autoritat pública nova i específica; mentre que el caràcter de la generalitat coincidiria amb les regles comunes dedicades a ordenar l'activitat i els comportaments dels subjectes que operen en el mercat, tant de la banda de l'oferta com de la banda de la demanda d'inversió.

Aquesta darrera observació revesteix, en el cas italià, un relleu especial: avui es pot dir que la disciplina dels mercats immobiliaris constitueix veritablement entre nosaltres l'exemple més complet i també històricament més acceptat de les transformacions de l'Administració i, més en general, de les modalitats de funcionament del poder públic en l'àmbit de l'activitat econòmica. El considerable augment del conjunt de normes dedicades a regir el funcionament del mercat i l'actuació dels operadors *no es tradueix*, en la hipòtesi que analitzem, *en l'adquisició* per part de l'Estat o d'un ens públic *de noves àrees* o de nous espais; és a dir, no s'assisteix a una veritable publicització, en el sentit d'encomanar un àmbit o un sector a les determinacions unilaterals i autoritàries d'un organisme públic. La realitat és més complexa i menys

fàcil de definir: la inspiració de fons sembla, de tota manera, la persecució d'un difícil equilibri entre *regles especials*, lligades, com s'ha dit, a models objectius de l'activitat, i *principis generals*; entre una publicitat, que no és una publicització (o apropiació per part del públic), i un allargament o una extensió de les normes de Dret comú, a condició, però, que siguin homogènies als principis generals.

Això es cospa fàcilment en les reflexions de la doctrina en qüestió, molt sovint dedicades al mercat, a les activitats que hi exerceixen, més que no pas a l'organisme públic que està en el centre de la reglamentació de les activitats immobiliàries. Però, a banda d'aquesta consideració superficial, és obvi que la caracterització de base esmentada de la disciplina del mercat immobiliari constitueix un pressupòsit necessari per a la comprensió i, per tant, per a la col·locació correcta en l'àmbit de l'ordenament públic de la mateixa autoritat del mercat, la Consob: les dificultats que, des de l'inici, han acompanyat les temptatives de definició de la Consob depenen tot just de les interconnexions esmentades entre la disciplina de l'activitat privada i les normes d'institució i d'organització de l'ens públic. En relació amb això, cal reconèixer que la difusa definició d'autoritat administrativa independent esdevé superficial, ja que no aconsegueix de resumir i abstrure el veritable marc sistemàtic de la nova figura: si hi ha un consens majoritari sobre la finalitat que constituiria el fonament més general de la institució d'autoritat que forma part del poder executiu, però dotada d'un grau especial d'autonomia (protecció de llibertats constitucionalment garantides pel poder polític), no es pot dir el mateix respecte de l'examen i l'avaluació de les manifestacions de poder decisives per a la qualificació de la relació Administració-administrats. També aquí es poden fer servir els resultats de la reflexió doctrinal: allà on s'ha posat en el centre de l'atenció l'estructura de l'ens públic, habitualment s'ha iniciat un via sense sortida, la qual s'ha estancat de front davant la impossibilitat d'oferir una sistematització satisfactòria per a un ens titular de poders públics i, al mateix temps, normatius i quasi jurisdiccional (Autin). És potser aquesta la raó per la qual, gradualment però en termes clars, ha adquirit prevalença un enfocament diferent, basat sobretot en l'examen de la normativa substancial (allò que hom anomenava les normes de relació o de conducta). A part del terme *Administració independent*, avui dia se n'utilitza un altre per expressar sintèticament les línies de fons de la disciplina dels mercats immobiliaris: *regulació* o *regulation*; certament cal observar que sobre el terreny jurídic, el terme *regulation* encara no ha adquirit un rigor conceptual satisfactori, contràriament a allò que ha succeït en el terreny sociològic o polític (vegeu un altre cop Autin i Selznick); no obstant això, és indubtable que la modificació de perspectiva que ha provocat ha enriquit considerablement el debat.

No solament l'atenció dels estudiosos, com ja hem esmentat, s'ha desplaçat sobre l'activitat, sobre la disciplina de les relacions, sinó que també s'ha donat un canvi en el *mètode* o la *metodologia*, en virtut del qual les recerques públiques han assumit perspectives més pròximes a les dels estudiosos de Dret privat i comercial: en aquesta òptica, l'ens públic o l'autoritat de control, encara que central, es comporta sols com un dels elements o components d'una disciplina que té el seu nucli essencial en els models objectius (activitat) i subjectius (operadors del mercat). Cal afegir, però, que també aquesta disciplina, encara que s'acull als principis constitucionals bàsics sobre la llibertat de la iniciativa econòmica, perd cadascun dels lligams mitjançant una concepció estretament o exclusivament individualista de les relacions econòmiques, per obrir-se a una visió i una consideració complexa i objectiva del mercat, l'equilibrat

funcionament del qual es posa conjuntament a les mans de l'autodisciplina, o autoregulació dels operadors, i del control o la vigilància pública.

## 2. La disciplina del mercat immobiliari a Itàlia: línies essencials del curs normatiu

L'evolució històrica de la legislació italiana confirma la perspectiva objectiva: és un fet constant de les lleis i dels reglaments a partir del 1974 fins ara, el fet de tenir normes adreçades prioritàriament a la disciplina de l'activitat comercial i de l'estructura dels subjectes que operen en el mercat; l'organisme públic, al qual es confia la vigilància del mercat, se situa, per dir-ho d'alguna manera, en segon lloc; a més, la configuració de l'estructura i de les funcions del mateix organisme vénen a dependre o a ser condicionades per la disciplina de l'activitat immobiliària i financera.

És, des d'aquesta òptica, llavors, que es pot dir que la Consob, integrada en la normativa dels mercats, ocupa una posició central en l'adequació constant de les normes a les exigències canviants que resulten del creixement del mercat nacional i de la internacionalització dels mercats.

Una anàlisi breu de les principals etapes del procés normatiu pot aportar més claredat a les observacions exposades.

L'esmentada Llei núm. 216/1974, amb la qual es posa en marxa la reforma del mercat immobiliari a Itàlia, recollia, almenys en part, els fruits d'un debat de quasi vint anys sobre la reforma de les societats per accions; juntament amb ella es varen dictar diferents disposicions modificadores d'altres normes sobre societats per accions contingudes en el codi civil; després va ser introduïda una disciplina, diferenciada, de les societats que cotitzen en borsa, el control de les quals va ser confiat a un organisme de nova institució, la Consob, al qual li era atribuït també el control sobre els valors borsaris, abans distribuït entre el Ministeri del Tresor i els òrgans locals de borsa (cambres del comerç; juntes sindicals de borsa); l'estatus de les societats i de les entitats que cotitzen va ser completat posteriorment amb els decrets delegats núm. 136 i núm. 137, de 31 de març de 1975, relatius, respectivament, al control de la comptabilitat i la certificació dels balanços de les entitats que cotitzen, encarregats a societats de revisió a la vegada posades sota el control de la Consob, i a una nova disciplina del càlcul de beneficis i pèrdues de les societats financeres, fiduciàries, d'assegurances i de crèdit; les funcions de la Comissió, amb relació als valors borsaris, incloent-hi l'admissió de cotització de títols, van ser precisades, en canvi, mitjançant el Decret delegat de 31 de març de 1975, núm. 138, del qual interessa posar en evidència les disposicions que afronten, prefigurant una solució consensuada, el problema de la duplicació dels controls, en les hipòtesis d'administracions i instituts de crèdit (sotmesos a la vigilància del Banc central) o bé de les entitats amb participació estatal (sotmeses a la vigilància del ministre de les participacions estatals): una col·laboració que, d'altra banda, no va funcionar en ocasió de l'afer, tan perjudicial per als interessos dels estalviadors, del crac del Banc Ambrosià. D'aquest decret també es pot recordar, perquè en certa manera contrastava amb l'esperit de la reforma de les societats i de la borsa, la norma que conté l'art. 7, últim incís, on s'afirma el manteniment en la persona del ministre d'una mena de poder anònim en relació amb el mercat nacional dels valors immobiliaris en matèria de política econòmica.

Relació entre *disciplina del mercat immobiliari i ordenament del crèdit*; connexió entre *autonomia tècnica* de la reglamentació del mercat i *poder polític* són models que corresponen a problemes de fons, que periòdicament apareixen en l'escena institucional: només cal recordar, per exemple, respectivament, el cas de la distribució del poder de controlar les societats d'intermediació immobiliària (Llei núm. 1/1991, art. 9 ja esmentat) i el debat, ple de discrepàncies, que ha acompanyat la introducció recent a Itàlia de la taxació del *capital gain*.

El procés normatiu iniciat el 1974-75 va ser continuat pel legislador durant els anys successius amb coherència respecte a l'enfocament original, però intentant també una ampliació progressiva d'un marc limitat, en principi, a les societats cotitzadores i als valors borsaris, com a únic mercat oficial.

Un segon mercat oficial, anomenat mercat restringit i concebut com a mercat local especialitzat i dedicat a afavorir la cotització de societats de petites dimensions, va ser instituït amb la Llei de 23 de febrer de 1977, núm. 49, llei que es pot dir que respon a un objectiu de fons constant en la disciplina i en la projectació (fins i tot actual) del mercat immobiliari: l'extensió o la submissió a reglamentació de tots els segments del mateix mercat, *amb el convenciment que només un mercat organitzat permet l'assoliment d'aquells canons de correcció i transparència*, als quals avui dia, en primer lloc, es confia la tutela de l'estalviador-inversor. L'experiència ens diu, però, que justament en connexió amb la introducció de formes d'institucionalització, sovint s'alliberen del mercat formes contràries que s'oposen a l'ampliació de la reglamentació, i es tendeix a crear-hi seus «externes» o «no oficials»: amb relació a això, revesteix un interès especial el seguiment de les fases d'aplicació de la recent llei sobre la intermediació immobiliària, inspirada, com se sap, en una (tendencialment completa) institucionalització del mercat (aquí institucionalització s'ha d'entendre també en una accepció tècnico-econòmica, com a concentració de les decisions d'inversió de cartera, no de control a les mans d'un nombre limitat d'intermediaris financers).

El naixement, entès com a configuració normativa, d'un veritable mercat de valors immobiliaris, connectat amb el pas de la tutela de l'accionista a la tutela de l'inversor, va tenir lloc a Itàlia amb la Llei de 23 de març de 1983, núm. 77. L'objecte principal d'aquesta llei, adreçada a conferir una sistematització normativa al fenomen econòmic dels títols atípics de massa, és el fons comú d'inversió immobiliària, nou instrument financer instituïble per part de les mateixes societats per accions i sotmès al control, en primer lloc, de la Banca d'Itàlia i del ministre del Tresor i, en segon lloc, de la Consob, gràcies a una extensió dels poders atribuïts a les comissions en relació amb les societats i entitats cotitzadores de la Llei núm. 214/1974; però l'expansió esmentada del mercat es dona sobretot arran de la introducció de la disciplina de la sol·licitud de l'estalvi públic (que substitueix la situació anterior d'oferta reduïda al públic i que inclou l'anomenada mesura «porta a porta»), la qual s'acompanya d'una redefinició (ampliada) de la noció de valor immobiliari: sota el model de la difusió d'una «cultura de mercat», no gaire desenvolupada entre nosaltres, aquesta llei, com s'ha subratllat en moltes ocasions, té un cert caràcter positiu; però també s'hi segueixen efectes de signe negatiu, especialment aquell que fa referència a la incerta configuració entre la relació entre el mercat de valors immobiliaris obert a tots els inversors (i encarregat a la Consob) i el circuit financer contextual que activen els mateixos valors immobiliaris, sotmès al control del Banc central. Del conjunt de les disposicions d'aquesta llei, sembla que se'n desprèn o en resulta una *indecisió de fons* pel

que fa a la possibilitat de construir per al mercat immobiliari una veritable autonomia en oposició amb la preponderància tradicional, en aquest àmbit de les activitats econòmiques, de l'ordenament bancari.

La Llei de 4 de juliol de 1985, núm. 281, no és innovadora, però sí que és integradora en relació amb la disciplina vigent anteriorment. Els estudiosos de la matèria la recorden sobretot com la llei que ha reforçat l'estructura i els poders de la Consob, en sintonia amb la seva esfera ampliada de tasques a poc a poc atribuïdes pel legislador a partir del 1974. En realitat, la Llei núm. 281/1985 conté una sèrie de disposicions bastant rellevants encaminades a perfeccionar la transparència de les activitats i dels ajustaments sobre la propietat de les societats i de les entitats cotitzadores o si més no dels subjectes actius en el mercat immobiliari. En relació amb això, és significativa també l'extensió a les societats que duen a terme activitats bancàries dels deures relatius a la comunicació de participacions importants, com també de la notificació nominativa dels socis (on la Banca d'Itàlia ho requereixi); també s'inspiren en la filosofia de la transparència les normes amb què la llei ara examinada ha reorganitzat el procediment d'admissió dels títols a la cotització de la borsa, preveient l'obligació de publicar un fullet informatiu per part de les societats o entitats admeses a cotització. Aquesta indicació referent al fullet o prospecte informatiu ens dóna l'ocasió per recordar un aspecte essencial de la nostra (però també dels altres països membres de la CEE) producció normativa sobre els mercats immobiliaris: *la integració entre Dret intern i Dret comunitari*. Justament amb la llei del 1985, que ha donat lloc a algunes directrius de la CEE (sobre l'admissió a cotització, 79/279; sobre el fullet informatiu per a l'admissió a cotització, 80/390; sobre informacions periòdiques per part de les societats cotitzadores, 82/121) s'ha advertit un *creixement progressiu de la incidència de la normativa de provinença comunitària* sobre el nostre ordenament, encara que ara per ara el quadre que resulta en conjunt d'aquesta compenetració entre normatives d'origen diferent i altres inspiracions diverses es pot dir que té contorns una mica incerts.

D'un pes més reduït per al conjunt d'ajustaments del mercat, però no obstant això rellevants en la mesura que confirmen la incertesa actual dels límits de la distribució de la funció de vigilància, són dos actes normatius del 1986 i del 1987. Amb la Llei de 19 de juny, núm. 286, es va establir la disciplina d'una estructura instrumental per al funcionament del mercat immobiliari, la societat per accions Monte títols, titular de la tasca de gestió centralitzada de valors immobiliaris i sotmesa a un control (repartit entre la Consob, la Banca d'Itàlia i el ministre del Tresor; amb un DPR de 29 de desembre de 1987, núm. 556 (formalment, una font secundària) i amb el Decret del ministre del Tresor de 8 de febrer de 1988 s'ha creat després un mercat específic per a la negociació de títols d'Estat i garantits per l'Estat, basat en una organització expressa d'operadors, no oberta al públic (l'anomenat mercat secundari a l'engròs dels títols d'Estat), sota el control, també aquí, de tres autoritats diferents (Banca d'Itàlia, ministre del Tresor, Consob).

Aquesta exposició sumària és suficient per demostrar com n'és d'àrdua qualsevol temptativa adreçada a una reconstrucció completa del sistema normatiu de la matèria: llevat d'algunes dades molt generals que hom ha intentat de posar en evidència (la més rellevant és el predomini de la conjuntura bàsica activitat i subjectes del mercat sobre models públics o administratius), quan després es tracta d'efectuar una anàlisi una mica més aprofundida, ens topem amb incerteses i ambigüitats en el disseny normatiu: des del punt de vista dels continguts, només cal esmentar la incertesa de

fons entre els objectius del desenvolupament eficient del mercat i de la tutela de l'inversor; mentre que des del punt de vista de la disciplina de les funcions públiques, és fàcil de subratllar encara una altra vegada la divisió de tasques no sempre clara entre autoritats, caps dels cossos o sistemes normatius diferents a causa de la seva història i dels seus principis formatius (Banca d'Itàlia; Ministeri del Tresor; Consob).

Amb les dues importants disposicions normatives aprovades el 1991, sobre la intermediació immobiliària (Llei núm. 1/1991) i sobre l'*insider trading* (Llei de 17 de maig de 1991, núm. 157), respectivament, s'ha dit que la disciplina italiana del mercat immobiliari ha donat un pas decisiu per assolir la condició dels mercats més desenvolupats. Qualsevol valoració és, ara per ara, prematura; malgrat que, en una primera lectura, es pot dir que les normes introduïdes amb les lleis esmentades no dissipen, sinó que més aviat reforcen o activen, les incerteses de les quals s'ha parlat. Pel que fa a la llei sobre l'activitat d'intermediació immobiliària, n'hi ha prou amb recordar la norma sobre la vigilància que, després d'una aparent elecció d'un criteri de distribució basat en la finalitat (la transparència i la correcció respecte a la Consob; l'estabilitat respecte a la Banca d'Itàlia), instaura un mecanisme substancialment medidor basat en la qualitat del subjectes (empreses i instituts de crèdit, d'una banda; societats o agències intermediàries i fiduciàries, d'una altra).

A més d'això, aquesta llei torna a proposar, en termes clars, la difícil convivència entre objectius recíprocament força diferents com ara l'eficiència del mercat (vegeu a aquest efecte el títol II, precisament dedicat a l'«organització del mercat immobiliari») i la tutela de l'inversor, aquí entès especialment com a part dèbil en relació amb el subjecte professionalment habilitat per efectuar la mediació (la SIM) (vegeu, per exemple, l'art. 9, 2n incís).

Probablement el marc de referència que cal tenir present en la lectura de les normes de la llei és el desenvolupament del mercat acompanyat d'un fort augment de la responsabilitat per part de les categories i dels professionals particulars; responsabilitat que es reflecteix posteriorment en una autoregulació encaminada a la difusió de regles de comportament per a l'execució de les activitats comercials. La *cultura de l'autodisciplina*, com també la cultura del mercat, és, però, poc difosa i encara minoritària entre nosaltres respecte a una concepció de les relacions privades, en les quals la salvaguarda dels interessos s'entén com una de les tasques que inclou l'esfera pública, o d'una Administració legitimada també per acomplir una funció de tutela dels subjectes més febles. Potser és possible, sobre la base d'aquesta consideració, formular-ne una segona de caràcter més general: hi ha una dificultat, quasi un compromís o contrarietat de l'interpret o l'estudiós en acostar-se a les lleis (especialment a les darreres) sobre el mercat immobiliari; en efecte, s'hi adverteix, sense tenir-hi mitjans per posar-hi remei, un conflicte, no evident però sí profund, entre dues cultures diferents, entre dues visions oposades del paper de l'autoritat i de la posició dels particulars: d'una banda, l'assumpció en l'àmbit públic dels interessos generals, que cal perseguir mitjançant l'ús dels poders autoritaris que tenen el seu fonament en el principi de legalitat; d'una altra, l'augment de la responsabilitat en l'àmbit econòmic privat, amb la capacitat corresponent d'expressar, en matèria d'autodisciplina, regles marcades d'una manera objectiva, és a dir, formulades segons un criteri d'equilibri i composició racional entre una pluralitat d'interessos contraposats.

Aquestes consideracions es poden proposar també en relació amb la Llei núm. 157/1991, sobre l'*insider trading*, la qual, potser encara més que la que acabem d'exa-



minar sobre la intermediació immobiliària, assumeix com a criteri normatiu de base la responsabilitat del particular, accentuant, però, al mateix temps, els poders de l'autoritat pública.

### 3. La funció de la Consob en la regulació del mercat immobiliari

Tal com l'anàlisi sumària de la legislació italiana del mercat immobiliari ha posat en evidència, els punts irresolts del marc normatiu són molts i rellevants: si fem una consideració, d'altra banda bastant òbvia, observem que les determinacions decisives en matèria de configuració jurídica del mercat corresponen a l'autoritat administrativa, la Consob. No manquen, per a aquesta reconstrucció, arguments que la justifiquen extrets del Dret positiu: la Consob, com en general les anomenades autoritats administratives independents, no sols italianes sinó també d'altres països d'Europa i dels Estats Units, és titular de poders normatius i quasi jurisdiccionals, a més d'administratius o executius.

Si després observem la praxi, reflectida en els informes anuals de la Comissió, advertim indicis que declaren a favor d'una interpretació àmplia d'aquesta funció per part de l'autoritat administrativa.

La Consob, per exemple, sovint ha participat en la fase ascendent de procediment amb vista a l'aprovació de fonts primàries, elaborant propostes pròpies de reforma. Entre aquestes cal recordar el projecte per a una reforma del mercat borsari aprovat per la Comissió el 30 d'abril de 1987, àmpliament utilitzat en els estudis preliminars de la Llei sobre intermediació immobiliària. Cal assenyalar també l'afany constant de la Consob per a l'estudi dels problemes que provoca l'evolució de la disciplina normativa del mercat immobiliari, testimoniada i documentada sobretot en els informes anuals; en les anàlisis efectuades per la Comissió es pot advertir clarament una línia normativa de base, perseguida amb constància i coherència i encaminada especialment a un doble objectiu: d'una banda, la concentració dels intercanvis del mercat regulat; de l'altra, la tutela de l'inversor entesa com a veritable principi guia de la disciplina del mercat, idoni, però, per penetrar les regles de la funció de control. Cal invocar, doncs, de nou les apel·lacions freqüents al legislador perquè adequi la disciplina interna (dret societari, a més del dret del mercat mobiliari) a la normativa comunitària.

Tenint en compte aquesta coneguda visió del sistema normatiu considerat en tots els vessants o articulacions, hi ha la contribució específica de la Comissió al mateix sistema, que es concreta en actes reglamentaris, però també en manifestacions no creadores de deures jurídics (directrius, recomanacions, comunicacions).

Pel que fa referència, particularment, a la potestat reglamentària, es pot dir que aquesta, a més de cadascuna de les atribucions formals de poder que exerceix el legislador, és constantment activada per la Consob tot assumint com a premissa necessària el marc normatiu global, no sols tal com és, sinó també tal com hauria de ser a partir de l'aprovació de les reformes projectades (a Itàlia, hi ha actualment, per exemple, el projecte legislatiu, que sembla d'aprovació imminent, sobre l'oferta pública).

En aquesta òptica, l'activitat reglamentària de la Consob no es presenta com una simple actuació o execució de la normativa primària, sinó com a expressió d'una aportació autònoma a la construcció del sistema de regles del mercat. Sembla que aquesta és la clau de lectura més idònia per analitzar les manifestacions més significa-

tives de la potestat reglamentària que institueix com a cap la Consob: ens referim, per exemple, al nou reglament sobre admissió a cotització, aprovat el 24 de maig de 1989 (i que va entrar en vigor l'11 de juliol de 1989), amb el qual la Comissió, entre d'altres coses, ha posat en funcionament, almenys en part, les directrius comunitàries sobre admissió a cotització (79/279); sobre prospectes informatius per a l'admissió (80/390); sobre el reconeixement recíproc dels fullers (87/345). També és una innovació important l'ampliació de l'àmbit d'aplicació del reglament als títols externs i als títols representatius de quotes de capital emeses per entitats que efectuen activitats bancàries. Recordem també el reglament sobre redacció dels prospectes informatius i els mitjans a través dels quals l'oferta relativa a operacions de sol·licitud de l'estalvi públic ha d'esdevenir pública, adoptat el 18 de juliol de 1989 i que va entrar en vigor l'11 de gener de 1990. Les normes que conté es recullen en l'art. 18 de la Llei núm. 216/1974, per la qual s'institueix la Consob, però amb elles també va començar a funcionar la directriu comunitària 89/298, sobre coordinació de les condicions de redacció, control i difusió del fulllet per a l'oferta pública dels valors immobiliaris.

Mitjançant les deliberacions de 25 de setembre i d'11 de desembre de 1990 ha estat modificat i integrat el Reglament núm. 1739, de 10 de juliol de 1985, relatiu a les sol·licituds de l'estalvi públic efectuades mitjançant l'activitat «porta a porta», d'un interès notable per als objectius de la nostra anàlisi, ja que per a algunes de les normes que hi conté ha sorgit el problema de l'admissibilitat de la intervenció de la Consob en matèria contractual regida pel Codi civil. Tot i ser una prova difícil, sobre el terreny de la capacitat normativa, la Consob ha estat reclamada actualment en referència a la llei sobre intermediació immobiliària: els reglaments vigents del títol I de la llei, que cal adoptar en el termini de sis mesos a comptar de l'entrada en vigor de la mateixa llei, han estat objecte d'un ampli i animat debat en el curs del qual els operadors han demostrat que consideren l'autoritat administrativa (i no el legislador) i els reglaments que se'n desprenen com el veritable centre o puntal de la disciplina-reglamentació dels mercats.

L'al·lusió a l'activitat no institucional, en la praxi de la Consob, considerades conjuntament amb les funcions formalment atribuïdes, ens permet de formular o proposar algunes conclusions: els diferents modes d'intervenció en la dinàmica normativa per part de la Comissió tradueixen l'exigència objectiva del fet que la funció de vigilància s'inscriu en una visió àmplia i completa del conjunt normatiu sobre els mercats i recolzi en la coneixença de la realitat dels mateixos mercats. A més, la funció de vigilància i l'autoritat que la representa és només una part d'un disseny normatiu compost per mercats moderns. Des del punt de vista objectiu, un disseny així correspon a una funció de regulació als extrems de la qual es col·loquen la posició dels principis deontològics fonamentals i la formulació de regles de conducta d'un alt grau de concreció, respectivament. Si això és veritat, des del punt de vista subjectiu, legislador i categories interessades apareixen llavors com els veritables protagonistes, mentre que l'autoritat que vigila sembla que ocupa una posició intermèdia o si es vol residual. A aquesta autoritat correspon, sobre el terreny objectiu, una funció que és expressió d'una capacitat de reconciliació entre programes i finalitats polítiques i instàncies o manifestacions que provenen de les categories.

L'enllaç amb aquestes categories és certament un dels components de l'autonomia de l'autoritat respecte al legislador; al mateix temps, el lligam i la legitimació que

resulten de la llei confereixen al paper de la Consob la qualificació d'imparcialitat i de mantenir un punt de vista de tercers respecte als interessats de les parts privades.

Una duplictat d'arrels, per tant, que, d'una banda, fa més ardu trobar-hi definicions adequades i, de l'altra, sembla que reflecteix amb propietat la raó o la inspiració de base de la disciplina del mercat immobiliari, adreçada a cercar un (difícil) equilibri entre Dret públic i Dret privat, entre desenvolupament del mercat i tutela de l'inversor.

