

REGULACIÓN Y DISCIPLINA DEL MERCADO DE VALORES EN ITALIA

Nicoletta Marzona

1. Caracteres actuales de la normativa sobre la función pública en materia económica, y especialmente en el ámbito del mercado inmobiliario

La autoridad para el control de las sociedades que cotizan y de la bolsa nace, en Italia, en 1974: con el Decreto ley de 8 de abril de 1974, núm. 95, después convertido en la Ley de 7 de junio de 1974, núm. 216, fue verdaderamente instituida la Consob, Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa. Sólo en los años cuando comenzó a cuajar, en Italia, una verdadera reglamentación propia del mercado de valores inmobiliarios, con la Ley de 23 de marzo de 1983, núm. 77, sobre los fondos de inversión inmobiliaria, y la Ley de 4 de junio de 1985, núm. 281, sobre la organización de la Consob, la identificación de los socios de las sociedades que cotizan y el permiso de cotización de títulos. Con estas últimas leyes, que trataremos más adelante, el proceso normativo de los mercados inmobiliarios y financieros asume una configuración bastante precisa: por un lado, una considerable mutabilidad; por otro, una fuerte capacidad de integración en los acontecimientos de la realidad económica sobre la que incide la disciplina de los mercados. Sobre dicha integración se vertebrará posteriormente, desde el punto de vista de la reflexión doctrinal, una estrecha comparación entre la perspectiva de la ciencia jurídica y la perspectiva de la ciencia económica.

Sobre la base de estas observaciones preliminares, puede señalarse que, en el ámbito de la disciplina del mercado inmobiliario según la experiencia italiana, la ley, o más generalmente el acto normativo, sólo indica una etapa provisional y bastante incompleta de un cuerpo de reglas en constante *transformación*; por otro lado, en cuanto a las peculiaridades del análisis teórico, existe un grado elevado de *interdisciplinariedad* que puede entrecruzarse fácilmente un poco por todas partes, tanto, por ejemplo, en los diversos momentos de la proyectación legislativa, como en los estudios doctrinales, especialmente de la doctrina jurídica que, al menos en este campo, parece más abierta respecto a la económica.

Los rasgos mencionados son, en verdad, propios no sólo de la normativa del mercado inmobiliario, sino también de disciplinas referidas a otros sectores de la actividad económica o que hacen referencia a la especificación de principios generales sobre el funcionamiento de la empresa. Podemos citar, respectivamente, los ejemplos de la Ley sobre vigilancia de los seguros (Ley de 12 de agosto de 1982, núm. 576, y sus sucesivas modificaciones, entre las que hallamos aquella recientemente aportada con la Ley de 9 de enero de 1991, núm. 20) y de la Ley, también bastante reciente, sobre la tutela de la competencia o Ley antitrust (Ley de 10 de octubre de 1990, núm. 207).

Desde este punto de vista, es decir, desde el punto de vista de los *rasgos comunes*, se

sugiere al estudioso la elaboración de una *teoría general* que tenga por objetivo o como base propia la actual normativa sobre la función pública en los diferentes ámbitos de la actividad económica. Se obtiene una perspectiva análoga (teorización sobre los rasgos comunes del Derecho económico público) del resto, incluso de la disciplina de la Comunidad Económica Europea, dedicada, en los sectores de competencia, a determinar un enfoque unitario en la legislación económica de los diferentes países miembros.

Para otra ocasión dejamos el profundizar en la temática mencionada, según la cual uno de los aspectos de mayor interés es investigar acerca de la *efectividad* de la Ley en los diferentes campos de las disciplinas económicas, ya que el objetivo de las presentes notas es el examen circunscrito o centrado sobre la disciplina de los valores inmobiliarios en Italia: sólo una disciplina de un sector, es decir, de la economía, aunque se trate de un sector de indudable relieve y diversamente interrelacionado con otros sectores jurídico-económicos (el primero de ellos, el sector del crédito). Es más, de hecho, la actual legislación sobre la función publicitaria en la economía, además de la perspectiva común que acabamos de mencionar, reclama una perspectiva opuesta, es decir, el análisis realizado por sectores, por objetos: tal óptica, cabe añadir, corresponde a la hipótesis de sistematización del Derecho público de la economía de uno de los estudiosos italianos de la Administración más acreditados (M.S. Giannini). Una corroboración del enfoque sectorial la encontramos, por ejemplo, en una disposición de la reciente Ley italiana antitrust: en el art. 20 de la Ley 287/1990 adquiere vigor verdaderamente la especificidad de los controles relativos a los sectores de la radiodifusión, de la actividad editorial y del crédito; controles en relación a los cuales la autoridad garante de la competencia sólo ejerce una función consultiva; respecto al sector de los seguros, la relación es a la inversa: es la entidad del sector, ISVAP, quien desarrolla el papel de órgano consultivo de la autoridad para la competencia (art. 20, 4º inciso). Recordemos a propósito de ello el intenso debate que acompañó a la discusión y aprobación de sus disposiciones en el art. 9 de la Ley 1/1991, sobre vigilancia respecto a las sociedades de intermediarios inmobiliarios (agentes de la propiedad inmobiliaria), que en el fondo contienen una confirmación más bien nítida de la *separación* del mundo del crédito (sea como estructura, o bien como finalidad), también en el interior o en el ámbito unitario de la actividad de mediación inmobiliaria. Por otro lado, debido al reglamento del crédito, tan sólo ahora se tiene en Italia el conocimiento de que el carácter sectorial o por secciones es de difícil superación: citemos, al respecto, algunas disposiciones de la Ley sobre el ordenamiento de la Presidencia del Consejo, Ley de 23 de agosto de 1988, núm. 400, según las cuales, por un lado, el régimen de las nóminas de las entidades públicas de crédito constituye una excepción en cuanto a la disciplina general de las nóminas de las entidades de la competencia del Estado (art. 3, Ley 400/1988); por otro, la Junta Interministerial para el Crédito y el Ahorro queda fuera del poder asignado al gobierno para el reordenamiento de todas las juntas de ministros existentes (art. 7, Ley 400/1988). Es verdad que, en oposición a la separación de los sectores, parece cobrar vigor en la reciente legislación una *uniformidad de procedimientos y de principios* (independencia del juicio, plenitud de la instrucción, contradictorios con los destinatarios o interesados en la resolución final; véase, por ejemplo, el art. 20, 8º inciso, Ley 287/1990) y que, bajo el modelo organizativo, son cada vez más frecuentes los diseños normativos inspirados en la *colaboración*, como criterio básico de la acción de los órganos o de los sujetos públicos (véase, en este sentido, el art. 18 d.p.r. de 31 de marzo de 1975, núm. 138,

y, además, el art. 9 de la Ley 1/1991), pero también es verdad que la institución de nuevos sujetos o autoridades administrativas (como actualmente se suelen denominar) aparece en sintonía con una estructura en la cual la distribución o división rígida de *competencias* hace la función de trámite o enlace esencial entre el sujeto y la actividad. La sectorialidad o especialidad de la disciplina se aviene de este modo con una visión tradicional de la Administración, caracterizada por la separación de las esferas subjetivas y de los procedimientos aplicados sobre disciplinas diferentes en la inspiración y en las disposiciones normativas particulares.

Cabe decir, sin embargo, limitándonos al sector aquí considerado, que esta última y esquemática reconstrucción no parece reflejar la realidad del mercado inmobiliario en Italia: aquí la especialidad de la disciplina debería entenderse como una *capacidad o adecuación* respecto al mundo económico a regular y sus vicisitudes evolutivas; se trata de una especialidad justificada y construida sobre la base de exigencias de reglamentación objetivas y provenientes de la actividad comercial de la que se compone el mercado; y, por lo tanto, de una especialidad que no representa obstáculo alguno para que el conjunto normativo esté fundamentado sobre algunos principios generales, comunes no sólo a otros sectores jurídico-económicos del sistema italiano lindantes con el inmobiliario, sino también a las legislaciones de otros países, a menudo como consecuencia de la difusión o la acogida, en cuanto al ordenamiento de cada uno de los estados miembros de la CEE, de cánones fundamentales basados en el tratado comunitario (con las modificaciones aportadas por el Acta Única).

No es difícil identificar dichos *principios*: protección e igualdad de condiciones de los inversores; garantía de una información adecuada y completa sobre los valores inmobiliarios y sobre los sujetos que los emiten o negocian con ellos, con vistas a la consecución de los objetivos de refuerzo de la confianza en los valores inmobiliarios y del buen funcionamiento del mercado, para inscribirse en un marco más general de una verdadera «política» propia de la información (véanse las premisas de las Directivas del Consejo CEE 89/298 de 17 de abril de 1989, y 89/592 de 13 de noviembre de 1989, a confrontar en relación con el Reglamento Consob, adoptado mediante la Decisión de 18 de julio de 1989, núm. 4173, y con las disposiciones de la reciente Ley de 1 de mayo de 1991, núm. 157).

Especialidad «objetiva» de la disciplina en relación dialéctica con una serie reducida y homogénea de *principios generales*, éste es verdaderamente uno de los rasgos de fondo que la disciplina italiana de los valores inmobiliarios comparte con la de los demás estados, especialmente de ámbito comunitario. Para profundizar un poco en las consideraciones que acabamos de exponer, la mencionada relación *especialidad-generalidad* puede entenderse o interpretarse como una traducción de la tradicional dinámica *Derecho público o administrativo — Derecho privado o común*: el modelo de especialidad correspondería a la constitución y funcionamiento de una específica y nueva autoridad pública; mientras que el carácter de la generalidad coincidiría con las reglas comunes dedicadas a ordenar la actividad y los comportamientos de los sujetos que operan en el mercado, tanto por parte de la oferta como por parte de la demanda de inversión.

Esta última observación reviste, en el caso italiano, un especial relieve: actualmente puede decirse que la disciplina de los mercados inmobiliarios constituye verdaderamente entre nosotros el ejemplo más completo y también históricamente más aceptado de las transformaciones de la Administración y, más generalmente, de los modos de funcionamiento del poder público en el ámbito de la actividad económica.

El considerable aumento del conjunto de normas dedicadas a regir el funcionamiento del mercado y la actuación de los operadores *no se traduce*, en la hipótesis analizada, *en la adquisición* por parte del Estado o de un ente público *de nuevas áreas* o de nuevos espacios; es decir, no se asiste a una verdadera publicitación, en el sentido de encomendar un ámbito o sector a las determinaciones unilaterales y autoritarias de un organismo público. La realidad es más compleja y menos fácil de definir: la inspiración de fondo parece ser, de todos modos, la persecución de un difícil equilibrio entre *reglas especiales*, ligadas, como se ha dicho, a modelos objetivos de la actividad, y *principios generales*; entre una publicidad, que no una publicitación (o apropiación por parte del público), y un alargamiento o extensión de las normas de Derecho común, pero a condición de que sean homogéneas a los principios generales.

Ello se vislumbra fácilmente en las reflexiones de la doctrina en cuestión, muy a menudo dedicadas al mercado, a las actividades que en él se desarrollan, que no al organismo público que está en el centro de la reglamentación de las actividades inmobiliarias. Aparte de esta consideración superficial, es obvio que la mencionada caracterización de base de la disciplina del mercado inmobiliario constituye un presupuesto necesario para la comprensión y, por lo tanto, para la correcta colocación en el ámbito del ordenamiento público de la propia autoridad del mercado, la Consob: las dificultades que, desde el principio, han acompañado a las tentativas de definición de la Consob dependen todavía de las mencionadas interconexiones entre la disciplina de la actividad privada y las normas de institución y de organización del ente público. Junto a ello, hay que reconocer que la difusa definición de autoridad administrativa independiente aparece superficial, ya que no consigue resumir y abstraer el verdadero marco sistemático de la nueva figura: si existe un consenso mayoritario sobre la finalidad que constituiría el fundamento más general de la institución de autoridad que forma parte del poder ejecutivo, pero dotada de un grado especial de autonomía (protección de libertades constitucionalmente garantizadas por el poder público), no puede decirse lo mismo respecto del examen y la evaluación de las manifestaciones de poder decisivas para la calificación de las relación Administración-administrados. También aquí pueden utilizarse los resultados de la reflexión doctrinal: en donde se ha situado en el centro de la atención la estructura del ente público, habitualmente se ha producido una vía sin salida, estancándose de frente ante la imposibilidad de ofrecer una sistematización satisfactoria para un ente titular de poderes públicos y, al mismo tiempo, normativos y casi jurisdiccionales (Autin). Quizás ésta es la razón por la que, paulatinamente pero en términos claros, ha adquirido primacía un enfoque diferente, basado sobre todo en el examen de la normativa sustancial (lo que se ha dado en llamar las normas de relación o de conducta). Aparte del término *Administración independiente*, actualmente se utiliza otro término para expresar sintéticamente las líneas de fondo de la disciplina de los mercados inmobiliarios: *regulación* o *regulation*; ciertamente cabe observar que sobre el terreno jurídico el término *regulation* aún no adquirido un rigor conceptual satisfactorio, contrariamente a lo sucedido en el terreno sociológico o político (véase de nuevo Autin i Selznick); no obstante, es indudable que la modificación de perspectiva que ha provocado ha enriquecido considerablemente el debate.

No sólo la atención de los estudiosos, como hemos mencionado anteriormente, se ha desplazado hacia la actividad, hacia la disciplina de las relaciones, sino que se ha producido también un giro en el *método* o la *metodología*, en virtud del cual las investigaciones públicas han asumido perspectivas más próximas a las de los estudiosos de

Derecho privado y comercial: desde esta óptica, el ente público o la autoridad de control, aunque central, se comporta sólo como uno de los elementos o componentes de una disciplina que tiene su núcleo esencial en los modelos objetivos (actividad) y subjetivos (operadores del mercado). Es necesario añadir, no obstante, que tal disciplina, aunque acogida a los principios constitucionales básicos sobre la libertad de la iniciativa económica, también pierde cada uno de los enlaces mediante una concepción estrecha o exclusivamente individualista de las relaciones económicas, para abrirse a una visión y consideración compleja y objetiva del mercado, cuyo equilibrado funcionamiento se pone conjuntamente en manos de la autodisciplina, o autorregulación de los operadores, y del control o la vigilancia pública.

2. La disciplina del mercado inmobiliario en Italia: líneas esenciales del curso normativo

La evolución histórica de la legislación italiana confirma la perspectiva objetiva: es un hecho constante en leyes y reglamentos, a partir de 1974 hasta ahora, el contener normas dirigidas prioritariamente a la disciplina de la actividad comercial y de la estructura de los sujetos que operan en el mercado; el organismo público, al que se confía la vigilancia del mercado, se sitúa, por así decirlo, en segundo lugar; además, la configuración de la estructura y de las funciones del propio organismo vienen a depender o a estar condicionadas por la disciplina de la actividad inmobiliaria y financiera.

Es desde esta óptica, pues, que puede afirmarse que la Consob, integrada en la normativa de los mercados, ocupa una posición central en la constante adecuación de las normas a las cambiantes exigencias derivadas del crecimiento del mercado nacional y de la internacionalización de los mercados.

Un breve análisis de las principales etapas del proceso normativo puede aportar mayor claridad a las observaciones expuestas.

La citada Ley 216/1974, con la que se pone en funcionamiento la reforma del mercado inmobiliario en Italia, recogía, al menos en parte, los frutos de un debate de casi veinte años sobre la reforma de las sociedades por acciones; junto con ella, se dictaron diversas disposiciones que modificaban otras tantas normas sobre sociedades por acciones contenidas en el Código civil; después se introdujo una disciplina, diferenciada, de las sociedades que cotizan en bolsa, cuyo control fue confiado a un organismo de nueva institución, la Consob, al que se atribuía también el control sobre los valores bursátiles, antes distribuido entre el Ministerio del Tesoro y los órganos locales bursátiles (cámaras de comercio; juntas sindicales de bolsa); el estatus de las sociedades y de las entidades que cotizan fue completado posteriormente con los decretos delegados núm. 136 y núm. 137, de 31 de marzo de 1975, relativos, respectivamente, al control de la contabilidad y la certificación de los balances de las entidades que cotizan, encargados a sociedades de revisión a su vez puestas bajo el control de la Consob, y a una nueva disciplina de cálculo de beneficios y pérdidas de las sociedades financieras, fiduciarias, de seguros y de crédito; las funciones de la Comisión, con relación a los valores bursátiles, incluida la admisión de cotización de títulos, fueron precisadas, en cambio, mediante el Decreto delegado de 31 de marzo de 1975, núm. 138, del que interesa poner en evidencia las disposiciones que afrontan, prefigurando

una solución consensuada, el problema de la duplicación de los controles, en las hipótesis de administraciones e institutos de crédito (sometidos a la vigilancia del Banco central) o bien de las entidades con participación estatal (sometidas a la vigilancia del ministro de Participaciones Estatales): una colaboración que, por otro lado, no funcionó en ocasión del caso, tan perjudicial para los intereses de los ahorradores, de la quiebra del Banco Ambrosiano. De tal decreto también puede recordarse, porque de cierto modo contrastaba con el espíritu de la reforma de las sociedades y de la bolsa, la norma contenida en su art. 7, último inciso, en el que se afirma el mantenimiento en la persona del ministro de una especie de poder anónimo en relación con el mercado nacional de valores inmobiliarios en materia de política económica.

Relación entre *disciplina del mercado inmobiliario y ordenación del crédito*; conexión entre *autonomía técnica* de la reglamentación del mercado y *poder político* son modelos que corresponden a problemas de fondo, que periódicamente aparecen en la escena institucional: sólo cabe recodar, por ejemplo, respectivamente, el caso de la distribución del poder para controlar las sociedades de intermediación inmobiliaria (Ley 1/1991, art. 9 ya citado) y el debate, lleno de discrepancias, que ha acompañado la reciente introducción en Italia de la tasación del *capital gain*.

El proceso normativo iniciado en 1974-75 fue continuado por el legislador en los años sucesivos con coherencia respecto al enfoque original, pero intentando también una ampliación progresiva de un marco limitado, en principio, a las sociedades cotizadoras y a los valores bursátiles, como único mercado oficial.

Un segundo mercado oficial, llamado mercado restringido y concebido como mercado local especializado y dedicado a favorecer la cotización de sociedades de pequeñas dimensiones, fue instituido con la Ley de 23 de febrero de 1977, núm. 49, ley que puede decirse que responde a un objetivo de fondo constante en la disciplina y en la proyectación (incluso actual) del mercado inmobiliario: la extensión o la sumisión a reglamentación de todos los segmentos del propio mercado, *con el convencimiento de que sólo un mercado organizado permite una plena realización de aquellos cánones de corrección y transparencia*, a los que hoy en día, en primer lugar, se confía la tutela del ahorrador-inversor. La experiencia constata, sin embargo, que justamente en conexión con la introducción de formas de institucionalización a menudo se liberan del mercado formas contrarias opuestas a la ampliación de la reglamentación y se tiende a crear sedes «externas» o «no oficiales»: al respecto, reviste un especial interés el seguimiento de las fases de aplicación de la reciente ley sobre intermediación inmobiliaria, inspirada, como es conocido, en una (tendencialmente completa) institucionalización del mercado (aquí institucionalización debe entenderse también en una acepción técnico-económica, como concentración de las decisiones de inversión de cartera, no de control en manos de un limitado número de intermediarios financieros).

El nacimiento, entendido como configuración normativa, de un verdadero mercado de valores inmobiliarios, conectado con el paso de la tutela del accionista a la tutela del inversor, tuvo lugar en Italia con la Ley de 23 de marzo de 1983, núm. 77. El objeto principal de esta ley, dirigida a conferir una sistematización normativa al fenómeno económico de los títulos atípicos de masa, es el fondo común de inversión inmobiliaria, nuevo instrumento financiero instituible por parte de las propias sociedades por acciones y sometido al control, en primer lugar, del Banco de Italia y del ministro del Tesoro y, en segundo lugar, de la Consob, gracias a una extensión de los poderes atribuidos a las comisiones en relación con las sociedades y entidades cotiza-

doras de la Ley 214/1974; pero la citada expansión del mercado se produce, sobre todo, a raíz de la introducción de la disciplina de la solicitud del ahorro público (que sustituye a la anterior situación de reducida oferta al público incluyendo la llamada medida «puerta a puerta»), la cual va acompañada de una redefinición (ampliada) de la noción del valor inmobiliario: bajo el modelo de la difusión de una «cultura de mercado», poco desarrollada entre nosotros, la presente ley, como se ha señalado en numerosas ocasiones, tiene un cierto carácter positivo; pero de ella se derivan también efectos de signo negativo, especialmente aquel referido a la incierta configuración entre la relación entre el mercado de valores inmobiliarios abierto a todos los inversores (y encargado a la Consob) y el contextual circuito financiero activado por los mismos valores inmobiliarios y sometido al control del Banco central. Del conjunto de disposiciones de dicha ley, parece que se concluye o que de ella se deriva una *indecisión de fondo* en cuanto a la posibilidad de construir para el mercado inmobiliario una verdadera autonomía en oposición a la tradicional preponderancia, en este ámbito de las actividades económicas, del ordenamiento bancario.

La Ley de 4 de julio de 1985, núm. 281, no es innovadora, pero sí integradora con relación a la disciplina vigente anteriormente. Los estudiosos de la materia la recuerdan sobre todo como la ley que ha reforzado la estructura y los poderes de la Consob, en sintonía con su ampliada esfera de tareas lentamente atribuidas por el legislador a partir de 1974. En realidad, la Ley 281/1985 contiene una serie de disposiciones bastante relevantes encaminadas a perfeccionar la transparencia de las actividades y de los ajustes sobre la propiedad de las sociedades y de las entidades cotizadoras o al menos de los sujetos activos en el mercado inmobiliario. Al respecto, es significativa también la extensión a las sociedades que realizan actividades bancarias de los deberes relativos a la comunicación de participaciones importantes, así como de la notificación nominativa de los socios (donde el Banco de Italia lo requiera); también se inspiran en la filosofía de la transparencia las normas con que la ley ahora examinada ha reorganizado el procedimiento de admisión de los títulos a cotización en bolsa, previendo la obligación de publicar un folleto informativo por parte de las sociedades o entidades admitidas a cotización. Dicha indicación relativa al folleto o prospecto informativo da pie para recordar un aspecto esencial de nuestra (pero también de otros países miembros de la CEE) producción normativa sobre mercados inmobiliarios: *la integración entre Derecho interno y Derecho comunitario*. Precisamente con la ley de 1985, que ha dado lugar a algunas directivas de la CEE (sobre admisión a cotización, 79/279; sobre el folleto informativo para la admisión a cotización, 80/390; sobre informaciones periódicas por parte de las sociedades cotizadoras, 82/121), se ha advertido un *progresivo crecimiento de la incidencia de la normativa de procedencia comunitaria* sobre nuestro ordenamiento, aunque por ahora el cuadro que resulta en conjunto de tal compenetración entre normativas de diferente origen y diversa inspiración puede decirse que posee contornos un tanto inciertos.

De menor peso para el conjunto de ajustes del mercado, pero no obstante relevantes en la medida en que confirman la actual incertidumbre de los límites de la distribución de la función de vigilancia, son dos actos normativos de 1986 y 1987. Con la Ley de 19 de junio, núm. 286, se estableció la disciplina de una estructura instrumental para el funcionamiento del mercado inmobiliario, la sociedad por acciones Monte títulos, titular de la tarea de gestión centralizada de valores inmobiliarios y sometida a un control repartido entre la Consob, el Banco de Italia y el ministro del

Tesoro; con el d.p.r. de 29 de diciembre de 1987, núm. 556 (fundamentalmente, una fuente secundaria), y con el Decreto del ministro del Tesoro de 8 de febrero de 1988 se ha creado luego un mercado específico para la negociación de títulos estatales garantizados por el propio Estado, basado en una organización expresa de operadores, no abierta al público (el llamado mercado secundario al por mayor de títulos del Estado), bajo el control, también aquí, de tres autoridades diferentes (Banco de Italia, ministro del Tesoro, Consob).

Esta sumaria exposición es suficiente para demostrar cuán ardua es cualquier tentativa dirigida a una reconstrucción completa del sistema normativo de la materia: excepto algunos datos muy generales que se ha intentado poner en evidencia (el más relevante es el predominio de la coyuntura básica —actividad y sujetos del mercado— sobre modelos públicos o administrativos), al tratar de hacer un análisis un poco más profundo nos topamos con incertidumbres y ambigüedades en el diseño normativo: desde el punto de vista de los contenidos, sólo cabe mencionar la incertidumbre de fondo entre los objetivos del desarrollo eficiente del mercado y de la tutela del inversor; mientras que desde el punto de vista de la disciplina de las funciones públicas es fácil subrayar nuevamente la división de tareas no siempre clara entre autoridades, jefes de corporaciones o sistemas normativos diferentes debido a su historia y a sus principios formativos (Banco de Italia, Ministerio del Tesoro, Consob).

Con las dos importantes disposiciones normativas aprobadas en 1991, sobre intermediación inmobiliaria (Ley 1/1991) y sobre el *insider trading* (Ley de 17 de mayo de 1991, núm. 157), respectivamente, se ha afirmado que la disciplina italiana del mercado inmobiliario ha dado un paso decisivo para alcanzar la condición de los mercados más desarrollados. Cualquier valoración es, por el momento, prematura; a pesar de que, en una primera lectura, pueda decirse que las normas introducidas con las citadas leyes no disipan, sino más bien refuerzan o activan, las incertidumbres de las que hemos hablado. En cuanto a la ley sobre la actividad de intermediación inmobiliaria, basta recordar la norma sobre vigilancia que, tras una aparente elección de un criterio de distribución basado en la finalidad (la transparencia y corrección respecto a la Consob; la estabilidad respecto al Banco de Italia), instaura un mecanismo sustancialmente mediador basado en la calidad de los sujetos (empresas e institutos de crédito, por un lado; sociedades o agencias intermediarias y fiduciarias, por otro).

Además, esta ley vuelve a proponer, en términos claros, la difícil convivencia entre objetivos bastante diferentes recíprocamente como son la eficiencia del mercado (véase a tal efecto el título II, dedicado precisamente a la «organización del mercado inmobiliario») y la tutela del inversor, que aquí se entiende especialmente como parte débil en relación con el sujeto profesionalmente habilitado para efectuar la mediación (la SIM) (véase, por ejemplo, el art. 9, 2º inciso).

Probablemente el marco de referencia que cabe tener presente en la lectura de las normas de la ley es el desarrollo del mercado acompañado de un considerable aumento de la responsabilidad por parte de las categorías y de los profesionales particulares; responsabilidad reflejada posteriormente en una autorregulación dirigida a la difusión de reglas de comportamiento para la ejecución de las actividades comerciales. La *cultura de la autodisciplina*, así como la cultura del mercado, está, sin embargo, poco difundida y aún es minoritaria entre nosotros respecto a una concepción de las relaciones privadas, en que la salvaguardia de los intereses se entiende como una de las tareas incluidas en la esfera pública, o de una Administración legitimada también para

cumplir una función de tutela de los sujetos más débiles. Quizás es posible, sobre la base de tal consideración, formular otra de carácter más general: existe una dificultad, casi un compromiso o contrariedad del intérprete o estudioso al acercarse a las leyes (especialmente a las últimas) sobre el mercado inmobiliario; en efecto, se advierte, sin disponer de medio alguno para remediarlo, un conflicto, no evidente pero sí profundo, entre dos culturas diferentes, entre dos visiones opuestas del papel de la autoridad y de la posición de los particulares: por un lado, la asunción en el ámbito público de los intereses generales, que debe perseguirse mediante el uso de los poderes autoritarios fundamentados en el principio de legalidad; por otro, el aumento de la responsabilidad en el ámbito económico privado, con la correspondiente capacidad para expresar, en materia de autodisciplina, reglas marcadas de modo objetivo, es decir, formuladas según un criterio de equilibrio y composición racional entre una pluralidad de intereses contrapuestos.

Estas consideraciones pueden proponerse también en relación con la Ley 157/1991, sobre el *insider trading*, que asume como criterio normativo de base, tal vez incluso más que la que acabamos de examinar sobre la intermediación inmobiliaria, la responsabilidad del particular, acentuando al mismo tiempo los poderes de la autoridad pública.

3. La función de la Consob en la regulación del mercado inmobiliario

Tal y como este sumario análisis de la legitimación italiana del mercado inmobiliario ha puesto en evidencia, los puntos del marco normativo no resueltos son muchos y relevantes: cierta consideración, por otro lado bastante obvia, nos indica que las determinaciones decisivas en materia de configuración jurídica del mercado corresponden a la autoridad administrativa, la Consob. Para dicha reconstrucción no faltan argumentos que la justifican extraídos del Derecho positivo: la Consob, como en general las llamadas autoridades administrativas independientes, no sólo italianas sino también de otros países de Europa y de los Estados Unidos, es titular de poderes normativos y casi jurisdiccionales, además de los administrativos y ejecutivos.

Si después observamos la praxis, reflejada en los informes anuales de la Comisión, advertimos indicios que declaran a favor de una interpretación amplia de dicha función por parte de la autoridad administrativa.

La Consob, por ejemplo, a menudo ha participado en la fase ascendente de procedimiento de cara a la aprobación de fuentes primarias, elaborando propuestas propias de reforma, entre las que cabe recordar el proyecto para una reforma del mercado bursátil aprobado por la Comisión el 30 de abril de 1987, ampliamente utilizado en los estudios preliminares de la Ley sobre intermediación inmobiliaria. Cabe señalar también el constante afán de la Consob por el estudio de los problemas provocados por la evolución de la disciplina normativa del mercado inmobiliario, testimoniado y documentado sobre todo en los informes anuales; en los análisis realizados por la Comisión puede advertirse claramente una línea normativa de base, perseguida con constancia y coherencia y encaminada especialmente a un doble objetivo: por un lado, la concentración de los intercambios del mercado regulado; por otro, la tutela del inversor entendida como verdadero principio guía de la disciplina del mercado, idóneo para penetrar las reglas de la función de control. Así pues, es necesario invocar de

nuevo las frecuentes apelaciones al legislador para que adecúe la disciplina interna (derecho societario, además del derecho del mercado inmobiliario) a la normativa comunitaria.

A la luz de esta conocida visión del sistema normativo considerado en todas sus vertientes o articulaciones, aparece la contribución específica de la Comisión al propio sistema, concretada en actos reglamentarios, y también en manifestaciones no creadoras de deberes jurídicos (directivas, recomendaciones, comunicaciones).

En cuanto a la potestad reglamentaria, en particular, puede decirse que ésta, además de cada una de las atribuciones formales de poder ejecutadas por el legislador, se ve constantemente activada por la Consob asumiendo como premisa necesaria el marco normativo global, no sólo tal como es, sino también tal como debería ser a partir de la aprobación de las reformas proyectadas (actualmente en Italia parece de inminente aprobación, por ejemplo, el proyecto normativo sobre la oferta pública).

Desde esta perspectiva, la actividad reglamentaria de la Consob no se presenta como una simple actuación o ejecución de la normativa primaria, sino como expresión de una aportación autónoma a la construcción del sistema de reglas del mercado. Ésta parece ser la clave de lectura más idónea para analizar las manifestaciones más significativas de la potestad reglamentaria que instituye en cabeza a la Consob: nos referimos, por ejemplo, al nuevo reglamento sobre admisión a cotización, aprobado el 24 de mayo de 1989 (y que entró en vigor el 11 de julio de 1989), con el que la Comisión, entre otras cosas, ha puesto en funcionamiento, al menos en parte, las directivas comunitarias sobre admisión a cotización (79/279); sobre folletos informativos para la admisión (80/390); sobre el reconocimiento recíproco de folletos (87/345). También es una innovación importante la ampliación del ámbito de aplicación del reglamento a los títulos externos y a los títulos representativos de cuotas de capital emitidas por entidades que realizan actividades bancarias. Recordemos también el reglamento sobre redacción de los folletos informativos y los medios a través de los cuales la oferta relativa a operaciones de solicitud de ahorro público debe convertirse en pública, adoptado el 18 de julio de 1989 y que entró en vigor el 11 de enero de 1990. Las normas en él contenidas se recogen en el art. 18 de la Ley 216/1974, por la que se instituye la Consob, pero con ellas también comenzó a funcionar la directiva comunitaria 89/298, sobre coordinación de las condiciones de redacción, control y difusión del folleto para la oferta pública de los valores inmobiliarios.

Mediante las decisiones de 25 de septiembre y de 11 de diciembre de 1990 ha sido modificado e integrado el Reglamento núm. 1739, de 10 de julio de 1985, relativo a las solicitudes de ahorro público efectuadas mediante la actividad «puerta a puerta», de notable interés para los objetivos de nuestro análisis, ya que para algunas de las normas que contiene ha surgido el problema de la admisibilidad de la intervención de la Consob en materia contractual regida por el Código civil. Tratándose de una prueba difícil, sobre el terreno de la capacidad normativa, la Consob ha sido reclamada actualmente en referencia a la ley sobre intermediación inmobiliaria: los reglamentos vigentes del título I de la ley, que deben adoptarse en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor de la propia ley, han sido objeto de un amplio y animado debate, en cuyo transcurso los operadores han demostrado que consideran a la autoridad administrativa (y no al legislador) y a los reglamentos que de ella emanan como el verdadero centro o puntal de la disciplina-reglamentación de los mercados.

La alusión a la actividad no institucional, en la praxis de la Consob, considerada

conjuntamente con sus funciones formalmente atribuidas, nos permite formular o proponer algunas conclusiones: los diferentes modos de intervención en la dinámica normativa por parte de la Comisión traducen la objetiva exigencia del hecho de que la función de vigilancia se inscriba en una visión amplia y completa del conjunto normativo sobre los mercados y se apoye en el conocimiento de la realidad de los citados mercados. Además, la función de vigilancia y la autoridad que la representa sólo es una parte de un diseño normativo compuesto por mercados modernos. Desde el punto de vista objetivo, tal diseño corresponde a una función de regulación en cuyos extremos se colocan la posición de los principios deontológicos fundamentales y la formulación de reglas de conducta de un alto grado de concreción, respectivamente. Si esto es verdad, desde el punto de vista subjetivo, legislador y categorías interesadas aparecen entonces como los verdaderos protagonistas, mientras que la autoridad vigilante parece ocupar una posición intermedia o, si se quiere, residual. A dicha autoridad corresponde, sobre el terreno objetivo, una función que es expresión de una capacidad de reconciliación entre programas y finalidades políticas e instancias o manifestaciones provenientes de las categorías.

El enlace con estas últimas es ciertamente uno de los componentes de la autonomía de la autoridad respecto al legislador; al mismo tiempo, el enlace y la legitimación derivados de la ley confieren al papel de la Consob la calificación de imparcialidad y de intermediación respecto a los intereses de las partes privadas.

Una duplicidad de causas, por lo tanto, que, por un lado, dificulta el encontrar definiciones adecuadas y, por otro, parece que refleja con propiedad la razón o inspiración de base de la disciplina del mercado inmobiliario, dirigida a la búsqueda de un (difícil) equilibrio entre Derecho público y Derecho privado, entre desarrollo del mercado y tutela del inversor.

