

*Conhecer não é demonstrar
nem explicar. É aceder
à visão. A. Saint-Exupéry*

2017, ANO V, N.º 7

AB INSTANTIA

REVISTA DO INSTITUTO DO CONHECIMENTO AB

DIRECTOR Ricardo Costa

CONSELHO EDITORIAL

Ana Manuela Barbosa, Miguel Teixeira de Abreu,
Paulo de Tarso Domingues, Paulo Teixeira Pinto

REGULAMENTO GERAL DE PROTECÇÃO DE DADOS

Direitos de personalidade e responsabilidade civil; Direito ao esquecimento; Privacidade; § PRIVADO Dupla descrição predial – STJ, 23.02.2016; Resolução de contrato de agência e interesse contratual positivo – Relação de Lisboa, 20.12.2017; PERSI e pagamento de dívida; § INSOLVÊNCIA Isenção de IMT e transmissão de imóveis – STA, 29.03.2017; Empresas locais; Direito de retenção e consumidor; § PROPRIEDADE INDUSTRIAL Marcas sensoriais; Confusão entre marcas; § ARBITRAGEM Estatuto de partes não signatárias; § CONCORRÊNCIA Corrupção no sector privado; § ESTUDO Mercado de valores mobiliários em Angola; § RECENSÃO Direito penal e o terrorismo.

O EXERCÍCIO DO PODER DE REGULAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO MECANISMO DE PROTECÇÃO DO INVESTIDOR*

LEONILDO JOÃO LOURENÇO MANUEL**

RESUMO

Neste ensaio iremos analisar de que modo a regulação pode funcionar como um mecanismo concreto de protecção do investidor e, para o efeito, trataremos das questões ligadas ao processo regulatório. Antes, mergulhamos na história para daí retirar as premissas da regulação financeira para caracterizar o conceito e os objectivos da regulação.

Após abordagem conceitual, discutimos o papel do Estado na actual constituição angolana e sobre os desafios da regulação no mercado de valores mobiliários em Angola.

PALAVRAS-CHAVE: *regulação; protecção de investidor; mercado de valores mobiliários; regulação financeira; comissão do mercado de capitais.*

Introdução

No mercado de valores mobiliários, para que a regulação, enquanto faceta do *enforcement*, possa constituir como uma variável indispensável para a concreta protecção do investidor, é necessário que observe os três eixos fundamentais da regulação, nomeadamente, criação de normas abertas que correspondam às necessidades reais e apresentem soluções concretas para os problemas existentes; processo regulatório inclusivo e participativo; e a garantia da independência do órgão regulador.

Neste ensaio, iremos analisar de que modo a regulação pode funcionar como um mecanismo concreto de protecção do investidor e, para o efeito, trataremos

* Este texto constitui, com as devidas adaptações, um extracto do IV Capítulo do nosso *Mecanismos de Protecção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários*, Luanda: Casa das Ideias, 2017.

** Mestre em Direito, Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto (FDUAN)
Docente da FDUAN

das questões ligadas ao processo regulatório. Mas antes, mergulhamos na história para daí retirar as premissas da regulação financeira para caracterizar o conceito e os objectivos da regulação.

Após abordagem conceitual, discutimos sobre o papel do Estado na actual constituição angolana e sobre os desafios da regulação no mercado de valores mobiliários em Angola.

1. Premissas históricas sobre a regulação financeira

Os séculos XV e XVI foram palcos de grandes transformações no mundo ocidental, nestes períodos desenvolveram-se as premissas do mercantilismo cujos precursores doutrinários defendiam que o Estado devia intervir na actividade económica, quer enquanto agente regulador quer como agente produtor, porque aumentaria a riqueza das nações¹ e as tornaria mais fortes². Por este facto, explicam-se o grande envolvimento dos poderes públicos nas aventuras para descobrir mundos desconhecidos e “*mares nunca antes navegados*”, como cantou Camões n’*Os Lusíadas*³.

Chegados no século XVIII, desenvolve-se em França e também noutras paragens ocidentais as ideias fisiocráticas, segundo as quais o Estado não podia intervir na actividade económica, porque se entendia ser *contra natura*, pois a *Ordem Natural* tinha mecanismos próprios de reger a ordem económica⁴. Para os fisiocratas – nos quais se destaca o Francês François Quesnay com o seu “*Tableau Économique*” e o seu compatriota Nicolas Beadam com as suas obras intituladas “*Primière Introduction à la Philosophie Économique*” e a “*Analyse des États polices*” – a única fonte de riqueza era a agricultura na medida em que era capaz de gerar excedentes.

No final do século XVIII e princípio do século XIX – período em que se dá o desenvolvimento das ideias racionalistas no mundo ocidental e em que a “*Razão*” se torna o ponto de partida de todo pensamento filosófico, político, jurídico e económico – desenvolveu-se na Europa ocidental, sob liderança de Adam Smith, a primeira escola do pensamento económico, denominada Escola Clássica.

Antes desse período, considerado como o “*século das luzes*”, o poder autocrático do *Príncipe* fazia-se sentir em todos os domínios, “*maxime*”, no domínio económico, pois o Estado apresentava-se como onnipotente, com fortes presenças na

¹ SMITH, Adam. *A riqueza das Nações – Investigação sobre a sua natureza e suas causas*, Vol. I. São Paulo: 1.ª Ed., Editora Nova Cultural, 1996, pp. 415 e seguintes.

² FEIJÓ, Ricardo. *História do pensamento econômico*, São Paulo: 2.ª ed., Editora atlas, 2007, pp. 48 a 66.

³ CAMÕES, Luís Vaz, *Os Lusíadas*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2011, Primeiro canto.

⁴ FEIJÓ, Ricardo. op. cit., pp. 94 a 96.

economia, que concedia um certo proteccionismo aos detentores de riquezas (corporativismo feudal), o que levou a burguesia a reivindicar a garantia dos seus direitos, em especial, a liberdade e a propriedade, por isso, do progresso reivindicativo surgiu a *Revolução Francesa* com o seu “*laisse faire laisser passer le monde va de lui meme*”, lema que se traduz na ausência do Estado na economia.

Contudo, o liberalismo nasce no século XVIII, na época da “*aufklärung*”, “*das luzes*”, embora o Estado liberal, por excelência, se edifique somente no século XIX, época onde a razão tornou-se rainha. Aqui, o próprio Direito e o Estado são percebidos desde uma perspectiva *individualista-liberal*. A liberdade do indivíduo passou a ser o bem mais sagrado, constituindo-se no primeiro de todos os bens sociais, daí que o liberalismo surge como corolário do que se afirmou anteriormente, assumindo-se como um dado filosófico-cultural.

Em suma, o século XVIII trouxe-nos o liberalismo com todas as suas fórmulas filosóficas e jurídicas que teve como pai *John Locke*⁵. Apesar de ter tido precursores a revolução liberal, ao nível económico, teve a sua teorização nas obras dos clássicos ingleses *Adam Smith*, *J. Stuart Miller*, *Malthus*, *David Ricardo* e o francês *Jean Baptista Say*, e apossou-se ao nível filosófico-político da prefiguração do posicionamento “indivíduo e sociedade” *versus* “Estado”, manifestado no pensamento dos enciclopedistas como *Locke*, *Montesquieu* e *Rousseau*⁶.

No domínio económico, o estado liberal fazia assentar as bases da nova ordem económica na liberdade, tida por liberdade de livre iniciativa e de concorrência, aliados a existência de muitas empresas privadas de pequena dimensão que conduziam o Estado a não intervir na economia, ficando esta reservada àqueles⁷.

Em “*A riqueza das nações*”, *Adam Smith* considera que a economia funciona por si própria, de modo equilibrado, como se uma “*invisible hand*” a regulasse⁸ e, assim, o Estado deixou de ser considerado como agente económico, por isso, devia abster-se de intervir na economia, assumindo assim uma posição ou atitude passiva, um “*non facere*”, tornando-se num Estado abstencionista. Enfim, no liberalismo o Estado abstém-se de intervir no domínio económico, permitindo que as iniciativas de mercado se desenvolvam livremente. Assim, o Estado confinou-se

⁵ LOCKE, John. *Dois Tratados do Governo Civil*, 1.ª Ed., Edições 70, Lisboa, 2006.

⁶ LOCKE, John. *Dois Tratados do Governo Civil...*; Cfr. MONTESQUIEU, *Do Espírito das Leis*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2010; Cfr. MONTESQUIEU, *Cartas Persas*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2009; Cfr. ROUSSEAU, Jean-Jacques, *Discursos sobre as Ciências e as Artes*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2010; Cfr. ROUSSEAU, Jean-Jacques, *Do Contrato Social*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2010; Cfr. ROUSSEAU, Jean-Jacques, *As confissões*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2013; FERRER, Juan de la Cruz. *Principios de regulación en la Unión Europea*, Madrid: Instituto de Estudios Económicos, 2002, pp. 38 a 41.

⁷ FEIJÓ, Ricardo. op. cit., pp. 147 a 148.

⁸ SMITH, Adam. *A riqueza das Nações – Investigação sobre a sua natureza e suas causas*, pp. 415 e seguintes.

a gestão administrativa, a segurança e a ordem pública, defesa nacional, justiça e diplomacia.

Chegados ao século XX, o mais rico de todos mas o mais pobre entre todos, o ambiente “jusfilosófico” e político aterou-se devido as disputas económicas e políticas entre as grandes potências estaduais. E foi neste século em que, ao eclodir as grandes guerras mundiais, a humanidade conheceu o seu grande poder de auto-destruição e questionou o fundamento basilar do racionalismo e da fé na ciência portadora de felicidade⁹. A primeira grande guerra mundial quebra a tradição do liberalismo económico, conduz-lhe ao fracasso e obriga os Estados a determinarem medidas intervencionistas no sentido de satisfazerem as exigências e os efeitos da guerra.

No mesmo período, um outro acontecimento também contribuiu decisivamente para a mudança dos ventos e a confirmou o fim do liberalismo económico – trata-se da Revolução Russa de 1917 que vem retornar o ideário do Estado – polícia. Foi neste ambiente conturbado que surge a constituição dos Estados Unidos do México em 1917, a Declaração dos direitos do povo trabalhador e explorado da República Federal Russa em 1918 e a Constituição de Weimar em 1919 que conferem ao Estado tarefas sociais.

De acordo com Thomas Lee Hazen¹⁰, a crise bolsista de 1929, decorrente das actividades fraudulentas e imprudentes de *Wall Street*¹¹, também confirmou a mudanças da “roda da história”, pois estamos lembrados dos programas *New Deal* de Truman¹² e *New Look* de Eisenhower¹³, ou do processo regulatório desenvolvido por meio do *Banking Act of 1933* e do *Securities Act of 1933* que culminou com a criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹⁴, ao assentar numa visão de maior intervenção do Estado na economia¹⁵.

A SEC foi criada, em 1934, com objectivo de controlar a qualidade da informação para que os investidores pudessem tomar decisões de investimentos esclarecidas, de modo a evitar delitos bolsistas e, conseqüentemente, para diminuir a auto-suficiência das bolsas na fiscalização de valores mobiliários¹⁶.

⁹ TREVISOL, Jorge. *Amor, Mística e Angústia*. São Paulo: 1.ª Ed., Paulinas Editora., 2000, p. 15.

¹⁰ HAZEN, Thomas Lee, *Principles of Securities Regulation*, 30.ª Ed., WEST, 2009, p. 6.

¹¹ CATARINO, Luís Guilherme, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros*. Coimbra: 1.ª Ed., Almedina, 2010, p. 88.

¹² CATARINO, Luís Guilherme. op. cit., pp. 87 a 89.

¹³ NUNES, Elisa Rangel. *Lições de Finanças Públicas e de Direito Financeiro*. Luanda: 1.ª Ed., Anistia Edições, 2007, p. 66.

¹⁴ HAZEN, Thomas Lee, op. cit., pp. 6 a 8.

¹⁵ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: 2.ª Ed., Almedina, 2011, p. 245.

¹⁶ PALMITER, Alan R., *Securities Regulation*, 6.ª Ed., Wolters Kluwer, 2014, pp. 20 a 21; Cfr. NAGY, Donna M., PAITER, Richard W., SACHS, Margaret V., *Securities Litigation and Enforcement*, pp. 1 a 11;

De acordo com Paulo Câmara, a SEC serviu de modelo inspirador para a criação da *Commission des Opérations de Bourse* em França, em 1967, da *Consob* em Itália, em 1974, da *Securities and Investment Board* britânica, em 1986, da CNMV espanhola, em 1988, e da CMVM de Portugal, em 1991¹⁷.

Na década de 80 do século passado, a economia europeia experimentou um movimento de privatizações das empresas pertencentes ao sector público, mas disso não se verificou um afastamento por completo do Estado na economia, pois este definiu-se como regulador ao intensificar controlo sobre a economia por meio de um conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionadas para determinar ou influenciar o comportamento de agentes económicos a fim de salvaguardar a sã concorrência, a protecção dos direitos dos consumidores e a estabilidade do mercado¹⁸.

2. Conceito de regulação económica e objectivos da regulação do mercado de valores mobiliários

Apesar de não existir um conceito unívoco que possa ser assinalado a regulação económica¹⁹, o seu sentido situa-se na zona de convergência entre o Estado e a Economia, por isso costuma a ser visto como actuação do Estado que interfere com as forças do mercado²⁰.

Do ponto de vista geral, a regulação tem sido vista nas seguintes acepções: *i)* enquanto regulamentação ou produção de normas destinadas a disciplinar um sector determinado; *ii)* como actividade de garantia da conformidade da actuação dos operadores com as regras pré-existentes; e *iii)* uma actividade complexa que implica o exercício de poderes normativos, de controlo administrativo e de sanção de comportamento²¹.

Cfr. PEDROSA, Ana Sofia Maia. *Regulação e Supervisão dos mercados e valores mobiliários...*, Coimbra, 2011, p. 39; Cfr. CÂMARA, Paulo. op. cit., p. 245.

¹⁷ CÂMARA, Paulo. op. cit., p. 245. No mesmo sentido, Cfr. CATARINO, Luís Guilherme. *Regulação e supervisão dos mercados ...*, p. 83.

¹⁸ FERRÃO, Marisa Caetano. “As entidades administrativas independentes com função de regulação e a dualidade de jurisdições. Breves notas”, in *O Direito* n.º 139, 2007, III, Almedina, pp. 603 a 604.

¹⁹ OGUS, Anthony I., *Regulation: Legal form and Economic Theory*, Oxford: Portland Oregon, 2004, pp. 5 a 6; Cfr. VICENTE, Marta de Sousa Nunes. *A quebra da legalidade material da actividade normativa de regulação económica*, Coimbra: 1.ª Ed., Coimbra Editora., 2012, p. 14.

²⁰ OGUS, Anthony I., *Regulation: Legal form and Economic Theory*, Oxford: Portland Oregon, 2004, p. 5; Cfr. FERREIRA, Eduardo Paz. *Direito da Economia*, Lisboa: 1.ª Ed., AAFDL, 2001, p. 394; Cfr. VICENTE, Marta de Sousa Nunes. op. cit., p. 14; Cfr. SODERQUIST, Larry D. & GABALDON, Theresa A. *Securities Law*, 5.ª Ed., Foundation Press, 2014, pp. 13 a 20.

²¹ VICENTE, Marta de Sousa Nunes. op. cit., p. 13.

Para Eduardo Paz Ferreira, a regulação económica pode ser definida como “*a tentativa do Estado para corrigir as falhas do mercado*”²² e esta tarefa implica a definição de objectivos por via legislativa. Para João Confraria, a regulação corresponde à intervenção do Estado na vida económica que se caracteriza pelos poderes de tomar decisões vinculativas, de supervisionar e fiscalizar o seu cumprimento, assim como sancionar o seu incumprimento através de sanções administrativas e penais²³.

De acordo com Juan Ferrer, a regulação é um instrumento prévio de qualquer actividade pública de intervenção nas actividades privadas²⁴. A expressão “*regulação*” apresenta-se como “uma das formas de intervenção pública que restringe, influencia ou condiciona as actuações dos agentes económicos por razões de equidade, para garantir segurança, equilíbrio e protecção dos consumidores de produtos e serviços financeiros”²⁵.

Do ponto de vista económico, a regulação pode ser vista como a intervenção directa do Estado nas decisões de mercado, tais como definição de preços, competição, entrada e saída de novos agentes nos mercados²⁶. Com a regulação, o Estado visa propor e aumentar a eficiência económica por meio da redução de barreiras à competição e à inovação, utilizando a desregulamentação, a privatização e fornecendo uma estrutura para o funcionamento e a supervisão das actividades do mercado.

Relativamente aos objectivos da regulação do mercado de valores mobiliários, José Nunes Pereira entende que com a regulação se pretende atingir os seguintes objectivos: *i*) assegurar uma adequada informação do mercado e dos investidores, na medida em que quem oferece instrumentos financeiros no mercado deve fornecer publicamente toda a informação necessária para que os investidores possam formular um juízo consciente de investimento ou desinvestimento; *ii*) assegurar a integridade do mercado, evitando que nele se realizem práticas ilícitas que prejudiquem os investidores e abalem a sua confiança, tais como abuso de informação, manipulação de mercado e outros ilícitos; *iii*) mercados organizados que funcionem de forma regular e eficiente; *iv*) promover um sistema financeiro seguro e estável, por forma a defender os investidores e evitar riscos sistémicos²⁷.

²² FERREIRA, Eduardo Paz. op. cit., p. 400.

²³ CONFRARIA, João, “Estado regulador, regulação independente e Lei-quadro”, in AAV, *Estudos de Regulação Pública – II*, Coimbra: 1.ª Ed., Coimbra Editora, 2015, p. 355.

²⁴ FERRER, Juan de la Cruz. op. cit., p. 125.

²⁵ FERRER, Juan de la Cruz. op. cit., p. 126; Cfr. SODERQUIST, Larry D. & GABALDON, Theresa A., op. cit., p. 20.

²⁶ OGUS, Anthony I. op. cit., p. 5.

²⁷ PEREIRA, José Nunes, *Regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários e das empresas de investimento: alguns problemas actuais*, Coimbra: Separata do Boletim de Ciências Económicas da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1997, pp. 18 a 21.

3. Teorias sobre a necessidade de regulação do mercado de valores mobiliários

Do ponto de vista do desenvolvimento da regulação financeira, foram apresentadas duas teorias a volta da importância da regulação, trata-se da teoria negativista e da teoria do interesse público²⁸.

A teoria negativista (adoptada pela Escola de Chicago) considera que os agentes económicos, no âmbito do princípio da liberdade negocial, co-criam as regras das suas relações negociais e estas regem o mercado financeiro, por isso a regulação estatal adiciona custos elevados e prejudicial para o funcionamento do mercado financeiro ao intervir na esfera privada dos negócios jurídicos²⁹. Esta teoria entende ainda que o excesso de regulação dos mercados financeiros é susceptível de criar desvantagens para os mercados, na medida em que cria limitações a livre concorrência entre os vários agentes financeiros.

A teoria do interesse público entende que a regulação do mercado financeiro visa criar balizas de actuação dos agentes financeiros para garantir a protecção dos consumidores financeiros (no qual se enquadram os investidores em valores mobiliários) e a sã concorrência, bem como incentivar ou proibir determinadas práticas nocivas ao funcionamento regular e à estabilidade do sistema financeiro.

O mercado de valores mobiliários representa um estágio avançado das economias de mercado onde vigora o princípio da liberdade negocial e este deve reger as operações e negociações no mercado. Por isso, o mercado de valores mobiliários deve reger-se pelas leis do mercado (procura e oferta) e a intervenção reguladora do Estado deve ser mínima, de modo a constituir garantia da sã concorrência, ou seja, para além das leis do mercado, é necessário a intervenção pública regulatória para garantir que o interesse público seja observado e asseverar o valor fundamental da confiança que o mercado, por si só, não consegue garantir³⁰.

Por este facto, entendemos que, entre estas teorias apresentadas, se deve acolher um modelo intermédio ou conciliador que impõem uma regulação moderada, isto é, a entidade reguladora do mercado deve apenas intervir em situações pontuais como, por exemplo, quando esteja em causa a protecção dos investidores e a estabilidade do mercado.

²⁸ VICENTE, Marta de Sousa Nunes. op. cit., p. 16.

²⁹ OGUS, Anthony I. op. cit., pp. 15 a 25.

³⁰ SARAIVA, Rute. op. cit., p. 15.

4. Tipos de regulação do mercado de valores mobiliários

Tradicionalmente, a generalidade da doutrina distingue os seguintes tipos de modelos de regulação: *i*) regulação reactiva vs. regulação proactiva³¹; *ii*) regulação prudencial vs. regulação comportamental; *iii*) regulação consolidada vs. regulação segregada; *iv*) regulação baseada em regras vs. regulação baseada em princípios; e *v*) regulação baseada no mérito vs. regulação baseada na divulgação.

A regulação reactiva é aquela que visa estancar ou minimizar os efeitos de fenómeno do mercado que esteja a acontecer, por exemplo, o processo regulatório desenvolvido por meio do *Banking Act of 1933* e do *Securities Act of 1933* é reactivo na medida em que nasceu para responder ao *crash* da bolsa de *Wall Street* em 1929³². A regulação proactiva é aquela em que os instrumentos legais e regulamentares procuravam antecipar, de alguma forma, as necessidades de mercado.

Em Angola a CMC adoptou um modelo de regulação proactiva na medida que regula por antecipação de modo a melhor salvaguardar a protecção dos investidores.

A regulação prudencial visa estabelecer as matérias de solvência e solidez financeira das instituições que operam no mercado de valores mobiliários e a regulação comportamental visa estabelecer as matérias ligadas à conduta e ao modo como é conduzido o negócio pelas instituições financeiras³³.

A regulação consolidada é aquela em que as actividades dos vários segmentos do mercado financeiro são reguladas por uma única entidade reguladora. Actualmente, este é o modelo acolhido pelo Reino Unido.

A regulação segregada é aquela que se divide em modelo de regulação funcional ou institucional. No primeiro existe uma variedade de entidades reguladoras que regulam em simultâneo cada entidade, que tendo perspectivas e orientações próprias³⁴.

Na regulação institucional também existe uma variedade de entidades reguladora mas estas estão repartidas em cada segmento do mercado financeiros em função da sua especialidade, onde, por exemplo, para a regulação da actividade bancária, cambial e monetária deve ser chamado o Banco Central; para a actividade de regulação de seguros e fundo de pensões deve ser chamada a Entidade de Regulação de Seguros; e para a regulação do mercado de valores mobiliários

³¹ PEDROSA, Ana Sofia Maia. op. cit., p. 42.

³² SCHAUMANN, Niels B., *Securities Regulation*, Gilbert-Law Summaries, 2008, p. 10; Cfr. PALMITER, Alan R., *Securities Regulation*, 6.^a Ed., Wolters Kluwer, 2014, pp. 557 a 590.

³³ RODRIGUES, Jorge. *Gestão Estratégica das Instituições Financeiras*, Lisboa: 1.^a Ed., Escolar Editora, 2012, p. 20.

³⁴ PEDROSA, Ana Sofia Maia. op. cit., p. 43.

e derivados deve ser chamado o Organismo de Regulação do Mercado de Valores Mobiliário.

Por exemplo, em Espanha, a CNMV é o órgão encarregado da regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários, o Banco de Espanha (BdE) está encarregado pela regulação e supervisão das entidades que prestam serviços bancários e a Direção Geral de Seguros e Fundos de Pensões (DGSFP) regula e supervisiona as actividades seguradoras e resseguradoras privadas, mediação de seguros, bem como controla o cumprimento dos requisitos necessários para o acesso à actividade por entidades gestoras de fundos de pensões.

No Brasil existem quatro órgãos reguladores, designadamente, o Banco Central (BCB), CVM, a Superintendência de Seguros Privados, e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

Num sistema de regulação baseado em regras, os reguladores definem detalhadamente as regras de actuação no mercado ao passo que, em sistemas de regulação baseado em princípios, os reguladores avaliam o comportamento das empresas de acordo com princípios gerais.

No sistema de regulação baseado no mérito, o regulador visa proteger o investidor em oferta pública e assegurar que os títulos são oferecidos a um “preço justo” e/ou deve analisar as condições comerciais da oferta, incluindo as perspectivas de negócios do emitente e o preço da oferta antes de aprovar a operação. No sistema de regulação baseado na divulgação, o quadro regulamentar exige que o emitente divulgue toda a informação relevante ao investidor, cabendo ao regulador, embora não intervindo directamente no relacionamento entre as partes, desenvolver a regulação que “garanta” uma negociação justa.

5. O papel regulador do Estado na actual Constituição angolana

Diferentemente da Lei Constitucional de Angola (LCA) de 1992, a Constituição da República de Angola (CRA) consagra um título sobre a organização económica, financeira e fiscal do qual consta a constituição económica e esta, diferente da LCA que assentava na coexistência de sectores, faz a organização económica sustentar-se nas garantias dos direitos e das liberdades individuais de natureza económica dos cidadãos. Por este facto, esbatendo-se a carga socialista, o Estado angolano assume-se como um agente regulador, pois, para além de fazer coexistir o sector público, privado e cooperativo, consagra um sistema de *economia mista liberalizante*, onde harmoniza os princípios de economia de mercado, de economia centralmente planificada e os *princípios conflituantes*.

A propriedade e a iniciativa privada, consagrados nos artigos 37.º e 38.º da CRA, para além de constituírem princípios de organização económica, ascenderam à natureza de direitos e garantias fundamentais dos cidadãos.

Da al. a) do n.º 1 do artigo 89.º da CRA, nota-se que o Estado assume-se predominantemente como um agente regulador por meio de instrumentos que visam proteger o direito dos trabalhadores, dos consumidores e o meio ambiente, a concorrência, bem como adopção de medidas de fomentos para incentivar a criação de riqueza e a estabilidade do sistema financeiro. Face à sua vocação genérica e dada as especificidades dos mercados financeiros que exigem conhecimentos e experiência específica, o Estado criou entidades especializadas para a regulação e supervisão dos mercados financeiros, a fim de garantir a protecção dos consumidores de produtos e serviços financeiros, o funcionamento regular e eficiente dos mercados e a estabilidade do sistema financeiro.

Assim, o mercado financeiro angolano foi construído com base nos seguintes segmentos: monetário, cambial e creditício, regulados e supervisionado pelo BNA; seguro e fundo de pensões, regulado e supervisionado pela Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG); e valores mobiliários e derivados, regulado e supervisionado pela CMC.

6. Caracterização da CMC e a sua natureza jurídica

A Comissão do Mercado de Capitais (CMC) é definida, no seu estatuto orgânico, aprovado por Decreto Presidencial n.º 54/13, de 6 de Junho, como uma Pessoa Colectiva pública a quem cabe a tarefa de regular, supervisionar, fiscalizar e promover o mercado de valores mobiliários e derivados, bem como a actividade de todos os agentes que nele actuam.

A CMC rege-se exclusivamente pelas regras consagradas no seu Estatuto, pelo CódVM e, subsidiariamente, pelo regime jurídico e financeiro do sector empresarial público.

A LBIF estabelece o regime geral das IF, classificando-as em instituições financeiras bancárias e não bancárias. Nesta última categoria, no n.º 3 do artigo 7.º, a LBIF define as instituições que estão sob a regulação e supervisão directa da CMC.

No âmbito da promoção do mercado, compete-lhe: *i*) estimular a formação da poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; *ii*) promover a organização e funcionamento regular e eficiente do mercado de capitais; *iii*) assegurar a transparência do mercado de capitais e das transacções que nele se efectuam; *iv*) assegurar aos investidores e aos agentes do mercado em geral uma informação suficiente, objectiva, clara, acessível e atempada sobre os valores mobiliários, as entidades que os emitem e as transacções que são efectuadas; *v*) cooperar com as

outras autoridades nacionais que exerçam funções de supervisão e de regulação do sistema financeiro; e *vi*) assegurar a cooperação com as autoridades congéneres de todos os países do mundo, bem como com as organizações internacionais de que seja membro.

No âmbito da regulação, cabe-lhe as seguintes tarefas: *i*) produzir regulamentos, instruções, recomendações, pareceres e informações necessárias à aplicação das leis sobre o mercado de valores mobiliários e às actividades que neste se desenvolvem; e *ii*) propor ao Ministro das Finanças ou ao Presidente da República os projectos de diplomas legais que considere indispensáveis para o exercício da regulação.

A sua estrutura orgânica é constituída por: *i*) Presidente da CMC; *ii*) Conselho de Administração; *iii*) Conselho Fiscal; e *iv*) Conselho Consultivo.

De acordo com o seu Estatuto orgânico, o Conselho de Administração da CMC é um órgão colegial nomeado pelo Presidente da República, constituído por 5 (cinco) administradores executivos, com um mandato de 5 (cinco) anos renováveis e tem a seguinte composição: *i*) Presidente do Conselho de Administração; *ii*) Administrador para área de Estudos e Cooperação; *iii*) Administrador para área de Emissões e Investimentos; *iv*) Administrador para área de Supervisão e Contencioso; e *v*) Administrador para área de Administração e Finanças.

A gestão financeira da CMC rege-se segundo as regras relativas às unidades orçamentais e, subsidiariamente, pelo regime jurídico aplicável às entidades que revistam natureza e forma jurídica de empresa pública, enquanto a sua gestão patrimonial rege-se pelos princípios de Direito Privado. A sua contabilidade é elaborada de acordo com o Plano Geral de Contabilidade Empresarial e com o regime da contabilidade pública e as suas receitas são constituídas principalmente pelas taxas (de registo e serviços) devidas pelas entidades que operam no mercado; e pelas transferências do Orçamento Geral do Estado (OGE).

O estatuto laboral do pessoal da CMC é o que resulta da legislação relativa ao regime jurídico do contrato individual de trabalho.

Porém, com a publicação do seu estatuto orgânico, pelo Decreto Presidencial n.º 54/13, de 6 de Junho, tem-se colocado a questão sobre a natureza jurídica da CMC. De ressaltar que esta temática não é nova e não goza apenas de interesse académico, reveste-se também de grande importância prática, na medida em que a sua definição resolve a problemática da sua autonomia e independência, bem como a questão do seu poder regulamentar.

A CMC é definida, no seu estatuto, como uma pessoa colectiva pública, e para aferir o seu substrato e natureza jurídica julgamos necessário enquadrá-la no sistema e organização administrativa angolana.

6.1. Notas sobre o sistema administrativo angolano

Para a generalidade da doutrina, o sistema administrativo é o modo jurídico típico de organização, funcionamento e controlo da administração pública³⁵. O sistema de organização administrativa pode apresentar-se como concentrado ou desconcentrado e centralizado ou descentralizado³⁶.

A problemática da concentração ou desconcentração é inerente à organização administrativa interna de uma pessoa colectiva ou de um serviço público, pois o ponto fundamental situa-se na unicidade de órgão decisório (concentração administrativa) ou na existência de pluralidade de órgãos decisórios na mesma pessoa colectiva (desconcentração administrativa)³⁷.

A desconcentração administrativa materializa-se com o exercício da delegação de poderes entendida como um instrumento de difusão do poder decisório utilizado pelos superiores hierárquicos ou um acto pelo qual um órgão de uma pessoa colectiva permite que outro órgão, em princípio da mesma pessoa colectiva, pratique actos, mas os poderes transferidos continuam a pertencer ao órgão delegante³⁸.

É no âmbito da desconcentração administrativa que se enquadram a administração directa, indirecta e periférica do Estado.

A administração directa é composta pelos órgãos da administração central do Estado, definida como conjunto de órgão e serviços com poderes extensiva a todo território nacional, por exemplo: ministérios e serviços públicos nacionais; e administração local do Estado definidos como órgãos ou serviços, cuja competência se circunscreve a determinadas circunscrição administrativas do território nacional, por exemplo: governos provinciais, administrações municipais e comunais. Em Angola, os órgãos da administração directa do Estado são entes constituintes e *longa manus* da pessoa colectiva pública Estado, são centros de decisão derivados de um acto de delegação de poderes³⁹.

A administração indirecta do Estado é definida como o conjunto de entidades públicas que desenvolvem, com personalidade própria e autonomia administrativa e financeiras, uma actividade administrativa destinada à realização dos fins

³⁵ AMARAL, Diogo Freitas do. *Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, Coimbra: 3.ª Ed., Almedina, 2006, p. 833; Cfr. CAUPERS, João. *Introdução ao Direito Administrativo*. Lisboa: 11.ª Ed., Âncora Editora, p. 34.

³⁶ AMARAL, Diogo Freitas do. *Curso de Direito Administrativo*, pp. 834 a 835.

³⁷ FEIJÓ, Carlos & PACA, Cremildo. *Direito Administrativo*, Vol. I, Luanda: 2.ª Ed., Vislis Editora, 2008, pp. 183 a 185.

³⁸ AMARAL, Diogo Freitas do. op. cit., p. 836 a 871.

³⁹ FEIJÓ, Carlos & PACA, Cremildo. op. cit., pp. 205 e seguintes.

do Estado. Neste tipo de administração enquadram-se os institutos públicos e empresas públicas⁴⁰.

A administração periférica do Estado é definida como o conjunto de órgãos e serviços de pessoas colectivas públicas que dispõem de competência limitada a uma área territorial restrita e funcionam sob a direcção dos correspondentes órgãos centrais. A administração periférica pode apresentar-se como interna (constituída pelos órgãos e serviços locais do Estado, dos institutos públicos) ou externa (constituída pelos órgãos e serviços externos do Estado, dos institutos públicos e associações públicas)⁴¹.

A problemática do sistema da centralização ou da descentralização administrativa situa-se não na repartição de competência, mas na pluralidade de atribuições. Nos sistemas centralizados confere-se apenas ao Estado a prossecução de todos interesses públicos e nos sistemas descentralizados a prossecução dos interesses público é repartida entre o Estado e outras entidades públicas, designadamente, as autarquias locais, associações públicas⁴² e autoridades administrativas independentes.

É no âmbito do sistema descentralizado que nasce a administração autónoma do Estado, integrado por pessoas colectivas públicas que também prosseguem interesses públicos⁴³ e sobre si não recai o poder de superintendência ou a tutela de mérito do Estado⁴⁴.

6.2. A organização administrativa angolana

O sistema de organização administrativa angolana é composto por pessoas colectivas públicas e por serviços públicos⁴⁵. As pessoas colectivas públicas são entes dotados de personalidade jurídica com autonomia administrativa e financeira e prosseguem o interesse público. Os serviços públicos são organizações humanas criadas no seio de cada pessoa colectiva com o fim de desempenhar as atribuições desta, sob a direcção dos respectivos órgãos⁴⁶.

⁴⁰ FEIJÓ, Carlos & PACA, Cremildo. op. cit., pp. 249 e seguintes; SOUSA, Nuno Vasconcelos Albuquerque. *Noções de Direito Administrativo*, 1.ª Ed., Coimbra Editora., Coimbra, 2011, pp. 266 a 273.

⁴¹ FEIJÓ, Carlos & PACA, Cremildo. op. cit., pp. 229 e seguintes.

⁴² AMARAL, Diogo Freitas do. op. cit., pp. 877 a 879.

⁴³ Não são necessariamente interesses do Estado.

⁴⁴ AMARAL, Diogo Freitas do. op. cit., pp. 877 a 879.

⁴⁵ AMARAL, Diogo Freitas do. op. cit., pp. 749 e seguintes; Cfr. FEIJÓ, Carlos & PACA, Cremildo. op. cit., pp. 137 a 141; Cfr. SOUSA, Nuno Vasconcelos Albuquerque. op. cit., pp. 259 a 278.

⁴⁶ CAUPERS, João. op. cit., p. 112.

No sistema de organização administrativa angolana, estas pessoas colectivas de Direito Público são classificadas tendo em conta o seu substrato, designadamente: *substrato territorial*: o Estado e as Autarquias Locais; *substrato institucional*: os Institutos Públicos e Autoridades Administrativas Independentes; *substrato patrimonial*: as Empresas Públicas e as Fundações Públicas; e *substrato associativo*: as Associações públicas⁴⁷.

Apesar do regime jurídico destas pessoas colectivas públicas não ser uniforme, há um conjunto de matérias transversais a todas elas, designadamente: ao modo de criação e extinção; a capacidade de Direito Público e a capacidade de Direito Privado, bem como o património próprio; autonomia administrativa e financeira. Com excepção das empresas públicas, as pessoas colectivas públicas gozam de isenção fiscal e os seus servidores estão sujeitos ao regime da função pública.

As *empresas públicas* têm o seu regime jurídico definido na Lei n.º 11/13, de 3 de Setembro – Lei de Base do Sector Empresarial Público, (doravante LBSEP), que a define como sendo pessoas colectivas dotada de personalidade jurídica e com autonomia administrativa, financeira e patrimonial, criadas pelo Estado, com capitais próprios ou fornecidos por outras entidades públicas, destinadas à produção e distribuição de bens e a prestação de serviços, tendo em vista a prossecução dos interesses públicos e o desenvolvimento da economia nacional.

As empresas públicas são regidas, para além da LBSEP, pelo diploma que aprova o seu Estatuto e, subsidiariamente, pelas normas de Direito Privado desde que não contrariem o interesse público.

No âmbito da organização, orientam-se pelos princípios da autonomia de gestão financeira; rentabilidade económica; liberdade de associação. E quanto à actividade económica e financeira, as empresas públicas caracterizam-se por ter: objecto social próprio; capital estatutário; património social próprio; contabilidade própria; receitas resultantes da sua actividade, da exploração do seu património, das dotações ou dos subsídios concedidos pelo Estado, das doações ou legados que lhe sejam destinados; possibilidade do recurso ao crédito; e obrigações fiscais.

Relativamente à sua constituição e extinção, as empresas públicas são constituídas por iniciativa pública; na sua firma deve-se aditar a expressão “Empresa Pública” ou simplesmente “E.P.” e estão sujeitas ao registo; devem adoptar os regulamentos necessários ao funcionamento dos seus órgãos, aprovados pelo Conselho de Administração; extinguem-se por iniciativa pública, assumindo a forma de cisão ou fusão, privatização. As E.P. não são extintas por falência.

⁴⁷ Cfr. AMARAL, Diogo Freitas do. *Curso de Direito Administrativo*, pp. 756 a 757.

Do ponto de vista da estrutura orgânica, as empresas públicas devem ter obrigatoriamente um Conselho de Administração e um conselho fiscal. Excepto os membros do Conselho de Administração, que são regulados por lei especial, o quadro de pessoal das Empresas Públicas é regido pela legislação laboral.

Relativamente aos *institutos públicos*, estes têm o seu regime jurídico consagrado no Decreto Legislativo Presidencial n.º 2/13, de 25 de Junho (doravante RJIP), que os define como sendo “*peças colectivas pública de fins singulares, criadas para assegurar o desempenho de funções administrativas específicas confiadas à Administração Pública; os institutos públicos são entes dotados de personalidade jurídica, autonomia administrativa, financeira e patrimonial, gozam de isenção fiscal, prestam contas ao Ministério das Finanças e estão sujeitos à fiscalização do Tribunal de Contas*”.

Os institutos públicos podem assumir a forma de serviços personalizados do Estado, de estabelecimento público ou de instituições públicas de investigação científica e de desenvolvimento tecnológico.

Os serviços personalizados são pessoas colectivas de natureza institucional dotadas de personalidade jurídica, criadas pelo poder público para, com independência em relação à pessoa colectiva Estado, prosseguirem determinadas funções próprias deste. É o caso, por exemplo, do Instituto Nacional de Estatística, que tem por missão a promoção e divulgação da informação estatística oficial.

Os estabelecimentos públicos são institutos públicos de carácter cultural ou social, organizados como serviços abertos e destinados a efectuar prestações individuais à generalidade dos cidadãos que deles careçam, são exemplos as universidades, os hospitais, as bibliotecas e os museus. Os institutos públicos de investigação científica e desenvolvimento tecnológico são institutos públicos de carácter científicos e tecnológicos que têm como finalidade a prossecução dos objectivos da política científica e tecnológica adoptada pelo Estado.

Os institutos públicos estão sujeitos à superintendência e a tutela exercidas pelo titular do órgão que tem a seu cargo o sector de actividade dos institutos respectivos e, nos termos do artigo 5.º do RJIP, “*a tutela consiste na faculdade de aprovar o plano e o orçamento anual proposto pelo instituto; acompanhar e avaliar os resultados da actividade do instituto; conhecer e fiscalizar a actividade financeira do instituto; e suspender, revogar e anular os actos dos órgãos próprios de gestão que violem a lei ou sejam considerados inoportunos e inconvenientes para o interesse público*”.

A superintendência exercida sobre o instituto público traduz-se na faculdade que assiste ao Titular do Poder Executivo de definir as linhas fundamentais e os objectivos principais da actividade dos institutos públicos; designar os dirigentes dos institutos públicos; indicar os objectivos, estratégias, metas e critérios de oportunidade político-administrativa, com enquadramento sectorial e global na administração pública e no conjunto das actividades económicas, sociais e

culturais do País; aprovar o estatuto de pessoal e o plano de carreiras do pessoal do quadro, bem como a tabela salarial dos que não estejam sujeitos ao regime da função pública; autorizar a criação de representações locais.

Os institutos públicos apresentam uma estrutura orgânica constituída por um Director Geral, um conselho Directivo e um Conselho Fiscal. O seu pessoal está sujeito ao regime jurídico da função pública.

Ora, tem-se questionado se a CMC, no âmbito da administração indirecta do Estado, é uma empresa pública ou um instituto público⁴⁸.

6.3. Natureza jurídica da CMC

Do ponto de vista legal, a CMC apresenta um conjunto de características que são próprias das empresas públicas e, se verificarmos o seu regime jurídico e financeiro ou a sua estrutura orgânica e o estatuto jurídico do seu pessoal, facilmente concluiríamos que estamos em presença de uma empresa pública. E esta conclusão podia ainda ser confirmada pelo facto do Decreto Presidencial n.º 54/13, de 6 de Junho, que aprova o seu estatuto orgânico, afastar, do seu âmbito de aplicação, o regime jurídico dos institutos públicos.

Mas não é esta a nossa conclusão. Entendemos que não obstante o afastamento do regime jurídico dos institutos públicos, a CMC apresenta características próprias dos institutos públicos como, por exemplo, o facto de ter poder de regulação, de supervisão e sancionatório, aproxima-a mais dos institutos públicos e, definitivamente, afasta o enquadramento de uma possível natureza empresarial.

Acrescenta-se a este argumento o facto de o legislador dispor no n.º 2 do artigo 2.º do RJIP que “*ficam sujeitos ao regime dos institutos públicos os serviços administrativos não integrados na administração directa do Estado, nem no sector empresarial*”. Ora, a CMC não estando integrada na administração directa do Estado e nem fazendo parte, *ipsis verbis*, do sector empresarial público pode-se concluir que é um instituto público.

Para nós, a CMC concilia características institucionais e empresariais, tem natureza mista e, por este facto, deve-se efectuar uma reestruturação na organização administrativa angolana a fim de, ao abrigo do n.º 3 do artigo 199.º da CRA, se criar a Lei-Quadro sobre as Autoridades Administrativas Independentes.

⁴⁸ Semelhante questão é colocada por GUERRA, José Armando Morais. “As Autoridades Administrativas Independentes na Ordem Económica da Constituição Angolana 2010”, in *JURIS – Estudos em Homenagem ao Professor Adérito Correia*, 1.º Volume, Faculdade de Direito da UCAN, UC Editora, 2016, p. 208.

6.4. Nótulas sobre as entidades administrativas independentes

Apesar da previsão constitucional, as entidades administrativas independentes não mereceram por parte do legislador (constituente e constituído) qualquer desenvolvimento legal, o que coloca a problemática da qualificação e integração de entes jurídicos como a CMC, o BNA e a ARSEG no sistema de organização administrativa angolano.

Vale realçar que a entidade administrativa independente é uma figura importada do mundo *anglo-saxónico*, historicamente surgindo nos Estados Unidos da América em 1887, com a criação do ICC (*Interstate Commerce Commission*) com o objectivo de regular o sector ferroviário, sendo que a sua proliferação se deu nos anos 30, incentivada pela política do *New Deal* de Roosevelt e na Europa, com a criação da CNIL (*Commission Nationale de Informatique et des Libertés*), as Agências Reguladoras surgiram em 1978⁴⁹.

No Reino Unido, surgiram com a designação de QUANGOS (*Quasi Autonomous Non Governmental Organizations*) como estruturas administrativas com múltiplas funções executivas descentralizadas do Governo⁵⁰. De acordo com Morais Guerra, os “*Quangos, como forma organizativa normal da administração pública inglesa se opõem ao civil services ou serviços públicos dos departamentos governamentais, exercidos por funcionários não especializados, «generalistas», que integram a reduzida estrutura da administração central e que dominou o modelo administrativo mais praticado nas ex-colónias do Império Britânico*”⁵¹.

As entidades administrativas independentes são definidas pela doutrina como sendo “*toda a instância de natureza pública criada pela Constituição ou pela Lei, tendo em vista o exercício predominante da função administrativa, sem que, para o efeito, o mesmo centro de poder ou os seus membros se encontrem sujeitos a quaisquer órgãos jurídico-públicos, ou a interesses organizados que respeitem ao domínio sobre o qual incide a sua actividade*”.

Para Jorge Miranda⁵², “*as entidades administrativas independentes são órgãos da administração que interferem no exercício da função administrativa sem dependerem de direcção, superintendência ou tutela do Governo*”. Para Gomes Canotilho, estas entidades situam-se fora da órbita governamental e desfrutam de uma independência orgânica, funcional e social⁵³.

Para Marisa Caetano Ferrão (no artigo citado na nota 18), as entidades administrativas independentes “*são entidades reguladoras detentoras de independência em*

⁴⁹ CATARINO, Luís Guilherme. op. cit., pp. 94 a 98.

⁵⁰ GUERRA, José Armando Morais. op. cit., p. 214.

⁵¹ GUERRA, José Armando Morais. op. cit., p. 215.

⁵² MIRANDA, Jorge. *Manual de Direito Constitucional*, tomo IV, Coimbra: 3.ª Ed., Coimbra Editora, 2000, p. 45.

⁵³ CANOTILHO, Gomes. *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, Coimbra: 7.ª Ed., Almedina, 2003, p. 567.

relação ao Governo e, regra geral, não sujeitas a qualquer controlo político, torna-se imperioso acautelar o seu funcionamento de acordo com a lei através do seu controlo jurisdicional”.

Entre nós, Cremildo Paca entende que as entidades administrativas independentes “*são entes públicos administrativos que, no desempenho de uma actividade específica, estão desprovidos dos mecanismos de hierarquia, direcção, comando, orientação, controlo e sujeição do governo*”⁵⁴.

O ponto caracterizador desta figura jurídico-administrativa é a sua independência face ao poder político, o que tem suscitado muitas controversas para a sua integração no sistema de organização administrativa de Angola.

O problema centra-se no facto destas entidades contrariarem o princípio da unidade da administração pública, mas a este quesito se tem apontado o princípio da descentralização administrativa que deve prevalecer sobre aquele princípio, na medida em que *a razão de ser das entidades administrativas independentes circunscrevem-se à ideia central de que as algumas tarefas podem ser prosseguidas com base noutros critérios, designadamente da eficiência técnica e do distanciamento político*⁵⁵ ou como nos diz Cremildo Paca “*é a chamada desgovernamentalização e neutralidade política de algumas tarefas administrativas apetecíveis à influência do poder político*”⁵⁶.

Tem-se discutido se as entidades administrativas independentes exercem apenas funções administrativas ou exercem também funções de outros órgãos do Estado, como jurisdicionais e legislativas. Entendemos que a resposta a esta questão depende muito da actividade específica que desempenha a entidade administrativa independente.

Por exemplo, um organismo de supervisão do mercado de valores mobiliários, em princípio, deve ser dotado de funções (ou poderes) executivas, quase legislativas, quase judiciais e sancionatórios. Os poderes executivos manifestam-se na actividade de fiscalização e controlo do cumprimento dos seus regulamentos; os poderes quase legislativos revelam-se no exercício da acção regulamentar, isto é, em formular e aprovar regulamentos sobre as actividades em valores mobiliários; e, quase *judiciais*, manifestam-se na apreciação e na aplicação de sanções aos incumprimentos das regras do mercado, sendo que, para estas, no âmbito do

⁵⁴ PACA, Cremildo. *As Autoridades Administrativas Independentes e o Provedor de Justiça no Direito Angolano*. Luanda: 1.ª Ed., Edições Maianga, 2011, p. 140.

⁵⁵ Para Morais Guerra, as entidades administrativas independentes protagonizam “*uma quebra ou erosão relativa do poder de direcção ou da clássica relação de direcção subordinada ao Governo para com os serviços públicos personalizados, em razão do maior ou menor grau de «independência» ou «autonomia reforçada» que se opte ou haja que optar por conceder à onda globalizadora*”. GUERRA, José Armando Morais. op. cit., p. 208.

⁵⁶ Para melhores desenvolvimentos sobre as autoridades administrativas independentes no Direito Angolano cfr. PACA, Cremildo. *As Autoridades Administrativas Independentes e o Provedor de Justiça no Direito Angolano*, pp. 129 a 216.

princípio da tutela jurisdicional efectiva consagrado no artigo 29.º da CRA, as decisões da CMC são sempre passíveis de impugnação judicial.

6.5. A CMC enquanto entidade administrativa independente

Concluimos anteriormente que existe a necessidade da CMC ser consagrada com a natureza de uma entidade administrativa independente, e isto funda-se no facto de, no modelo de governo das autoridades de supervisão, a independência constituir a sua pedra angular.

Para além da organização e da capacidade financeira, a sua independência é também aferida perante o poder político, a sua capacidade técnica, os seus supervisionados, o poder normativo, o poder funcional e os órgãos de aplicação do Direito.

No âmbito da sua organização, a independência das entidades administrativas independentes é aferida pela existência de autonomia orgânica e esta materializa-se no facto destas entidades serem criadas pela Constituição ou por um acto legislativo parlamentar, ou seja, o seu acto de criação deve revestir a forma constitucional ou legal e os seus órgãos directivos gozam de um estatuto que serve de blindagem à instrumentalização dos programas políticos eleitorais, ou seja, os seus órgãos directivos devem ser designados pelo Parlamento ou por este e pelo Presidente da República num mesmo acto e deve-se observar os princípios do cumprimento do mandato e do mandato único⁵⁷.

Dito de outro modo, os membros dos seus órgãos directivos não podem ser removidos do exercício de suas funções sem que terminem o mandato para o qual haviam sido designados, apenas podendo sê-los nos casos excepcionais fundados previamente na lei e o mandato dos órgãos directivos não podem ser renovados para que não se comprometam politicamente com as entidades que os designou.

A independência normativa manifesta-se pela existência do poder de emitir normas reguladoras das actividades abrangidas pela intervenção meramente reguladoras⁵⁸, ou seja, deve ter poderes regulatórios claros e definidos de forma objectiva na Lei e deve exercê-lo de modo autónomo sem interferência do poder executivo, deve ter capacidade de tomar medidas de regulação e *enforcement* sem interferência externa (política ou comercial)⁵⁹.

⁵⁷ MORAIS GUERRA fala-nos em independência política que se manifesta na sua criação sob a forma de Lei em sentido formal e na relação independente do poder Executivo que apesar de nomear os administradores está impedido de os destituir durante a vigência dos respectivos mandatos. Cfr. GUERRA, José Armando Morais. *op. cit.*, p. 220.

⁵⁸ GUERRA, José Armando Morais. *op. cit.*, p. 220.

⁵⁹ IOSCO, *Metodologia de Avaliação dos princípios da IOSCO*, 2013, p. 27.

A independência financeira materializa-se no facto do organismo de supervisão ter fonte de financiamento suficientemente estável para exercer os seus poderes e responsabilidades, por isso as receitas devem estar previamente inscritas, cabimentadas e consignadas no OGE e não deve recebê-las via departamento governamental (Ministério das Finanças), pois ao contrário ficaria refém do voluntarismo do poder executivo.

A independência técnica manifesta-se pelo princípio da discricionariedade técnica, segundo o qual as suas decisões são insusceptíveis de recursos hierárquicos com fundamento na típica complexidade técnica das actividades económicas e sociais que devem ser orientadas e reguladas pelas agências⁶⁰.

A independência perante os supervisionados é intrínseca a si mesma, está na sua génese, isto é, é *conditio sine qua non* para a sua criação e existência. A entidade reguladora deve ser operacionalmente independente, não pode receber interferências comerciais, políticas ou de outros interesses sectoriais durante o exercício da sua actividade de supervisão, deve gozar de autonomia administrativa para emissão ou não de licenças, registos ou para actividade de inspecção e prática de actos sancionatórios.

Uma das principais preocupações incide na sua independência perante o poder político e nisso se traduz a independência funcional que se materializa na livre tomada de decisões e actuação, isto é, sem serem objecto de orientação, instrução ou influência do poder executivo. Os seus actos devem apenas estar sujeitos a fiscalização dos tribunais no âmbito do controlo da legalidade da administração.

Do ponto de vista do Direito comparado, igual questão coloca-se em Espanha, onde apesar de aos membros do seu conselho de administração se aplicar os princípios do cumprimento do mandato e do mandato único, a CNMV é definida pelo n.º 6 do artigo 16.º do Real Decreto Legislativo n.º 4/2015, de 23 de Outubro (*Ley del Mercado de Valores*) como tutelada pelos Ministérios das Finanças e da Economia. Segundo Eduardo Barrachina, a CNMV é uma entidade híbrida pois o governo pode exercer as suas faculdades e afectar a sua organização, funcionamento ou recursos económicos⁶¹.

Em Cabo Verde e em Portugal, o organismo de supervisão tem a natureza de uma autoridade administrativa independente que tem sido apresentada como pessoa colectiva pública de carácter institucional que asseguram a prossecução de tarefas administrativas de incumbência do Estado sem estar sujeito aos poderes de superintendência e de tutela dos órgãos de direcção política. E a sua actividade

⁶⁰ GUERRA, José Armando Morais. op. cit., p. 220.

⁶¹ BARRACHINA, Eduardo. *Derecho del mercado de valores*, Madrid: 1.ª Ed., Difusión Jurídica, 2011, pp. 182 a 183.

é exercida com vista à prossecução dos fins do Estado, no respeito pela ordem jurídica mas sem subordinação à política.

Este organismo escapa formalmente ao controlo e direcção do Poder Executivo, daí que é designado, na tradição jurídica americana, como quarto poder, pois concentra em si os poderes tradicionais do Estado, na medida em que legisla, executa políticas, julga conflitos e sanciona os desvios aos seus comandos gerais sob controlo formal dos tribunais, que somente fazem um controlo de legalidade da sua actuação⁶². A sua independência afigura-se como pedra filosofal, pois, em princípio, garante a transparência, a segurança e o funcionamento eficiente do mercado.

No mesmo sentido, Pedro de Albuquerque e Maria de Lurdes Pereira, dizem-nos que “*a actividade de regulação do mercado financeiro reclama de heteronomia e imparcialidade, o que só pode ser perfeitamente logrado com a criação de entes independentes (...); a criação de autoridades reguladoras nem sempre tem sido fiel a um modelo ideal de autonomia em relação ao governo e aos operadores regulados. Para que seja real, ela reclama um conjunto apertado de mecanismos. Tenham-se em mente, designadamente, a não sujeição à superintendência e à tutela do Governo, o estabelecimento de autonomia financeira, a cominação de restrições à nomeação dos seus membros, a garantia da sua inamovibilidade, a identificação de incompatibilidade, inelegibilidade e impedimentos e a previsão de participação institucional dos consumidores nas actividades de regulação*”⁶³.

De lembrar que a IOSCO orienta que os reguladores do mercado de valores mobiliários devem ser operacionalmente independentes e responsáveis no exercício das suas funções e poderes. Para a IOSCO, a independência implica que os reguladores operem de forma independente na prossecução de interesses sectoriais e tenha capacidade de tomar medidas de *enforcement* sem interferências externas, designadamente políticas ou comerciais.

Embora delicada, a IOSCO procura fazer dialogar a “independência” e as “responsabilidades” como bússolas orientadoras da actividade regulatória. Desta tentativa, a IOSCO entende que a independência ou responsabilização funcional do regulador não está necessariamente comprometida apenas porque este faz parte do governo ou os seus altos funcionários resultam de nomeações políticas. Por exemplo, no processo regulatório pode haver a necessidade de consulta ou aprovação pelo Ministro de um Governo das normas em elaboração⁶⁴, isto não afecta a independência se consistir na verificação de conformidade com

⁶² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3.ª Ed., Renovar, Rio de Janeiro, 2011, p. 267.

⁶³ ALBUQUERQUE, Pedro; PEREIRA, Maria de Lurdes. “A Responsabilidade das Autoridades Reguladoras e de Supervisão”, in *O Direito*, Ano 136.º, n.º I, Coimbra, Almedina, 2004, p. 94.

⁶⁴ Como ocorre com o processo regulatória levado a cabo pela CMC. Adiante vide o item relativo ao processo regulatório.

a legislação aplicável. Nestes casos, a IOSCO adverte que as circunstâncias em que essa consulta ou aprovação é permitida devem ser claras e o processo deve ser suficientemente transparente ou ser sujeito a análise para que a sua integridade seja salvaguardada⁶⁵.

Nos Estados Unidos da América, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), criada pelo Congresso Americano em 1934, é uma agência reguladora independente com amplos poderes de *enforcement* e poder *quasi-judicial* independente e tem as seguintes tarefas: *i*) regular o mercado e as operações com valores mobiliários, bem como os seus intervenientes; *ii*) licenciar as bolsas de valores, as sociedades comerciais cujos valores mobiliários são negociados em mercado e as corretoras e concessionárias que conduzem a negociação; e *iii*) prevenir abusos corporativos relacionados com a oferta e a venda de títulos e de relatórios corporativos⁶⁶.

À SEC cabe realizar os actos de *enforcement* para a aplicação e o cumprimento dos instrumentos jurídicos do mercado de valores mobiliários, nomeadamente: *Securities Act of 1933*, *Securities Exchange Act of 1934*, *Trust Indenture Act of 1939*, *Investment Company Act of 1940*, *Investment Advisers Act of 1940*, *Sarbanes-Oxley Act of 2002* e *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*⁶⁷.

No âmbito do *enforcement*, o Congresso revestiu a SEC de poderes para conduzir ações de execução civil contra indivíduos ou empresas quando haja suspeita de fraudes contabilísticos, de crimes contra o mercado⁶⁸, por exemplo: manipulação de mercado por meio de divulgação de falsas informações, *insider trading* ou outras violações da lei de valores mobiliários. Para matérias de natureza criminal, a SEC trabalha com agências de investigação criminal e com o Ministério Público a fim de apurar os ilícitos e, em caso de confirmação, responsabilizar os seus autores⁶⁹.

Na África do Sul existe uma lista muito ampla de agências reguladoras independentes (designadas por *independent authorities*), para os mercados financeiros cabe dar destaque ao *Financial Service Board* (FSB) que é a autoridade reguladora dos mercados financeiros não bancários⁷⁰, onde está inserido o mercado de valores mobiliários. Esta entidade tem as seguintes atribuições: *i*) a supervisão do cumprimento das leis dos mercados e serviços financeiros não bancários; *ii*) acessória

⁶⁵ IOSCO, *Metodologia de Avaliação dos princípios da IOSCO*, 2013, p. 28.

⁶⁶ SCHAUMANN, Niels B., *Securities Regulation*, p. 10; Cfr. PALMITER, Alan R., *Securities Regulation*, pp. 557 a 590.

⁶⁷ Cfr. PALMITER, Alan R., *Securities Regulation*, pp. 339 a 373; Cfr. SCHAUMANN, Niels B., *Securities Regulation*, pp. 12 a 18.

⁶⁸ Cfr. STEINBERG, Marc I., *Securities Law*, 6.^a Ed., Lexis Nexis, pp. 455, 461 a 462.

⁶⁹ Cfr. PALMITER, Alan R., *Securities Regulation*, pp. 557 a 590; Cfr. SCHAUMANN, Niels B., *Securities Regulation*, p. 11.

⁷⁰ Cfr. [https://en.wikipedia.org/wiki/Financial_Services_Board_\(South_Africa\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Financial_Services_Board_(South_Africa)).

ao Ministro das Finanças sobre matérias de mercados e serviços financeiros; e *iii*) promover programas e iniciativas das instituições e organismos representativos da indústria dos serviços financeiros⁷¹.

No Brasil, com a Lei n.º 10.411/2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁷² deixou de ser uma entidade autárquica vinculada ao Ministro da Fazenda e foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial, ou seja, passou a ostentar o estatuto de agência reguladora independente⁷³. Nos termos do artigo 3.º da Estrutura Regimental da CVM, aprovado pelo Decreto n.º 7.406/2010, o seu órgão directivo é composto por um presidente e quatro Directores cujos mandatos são fixos e únicos⁷⁴.

A CVM é uma pessoa colectiva pública de carácter institucional, com natureza de autoridade administrativa independente⁷⁵, à quem cabe assegurar a prossecução de tarefas administrativas de incumbência do Estado sem estar sujeito aos poderes de hierarquia, de superintendência, nem de tutela dos órgãos de direcção política⁷⁶.

Em Portugal, a Lei n.º 67/2013, de 28 de Agosto, consagrou o regime jurídico das entidades administrativas independentes que estabelece a obrigatoriedade das entidades reguladoras, entre as quais a CMVM conformarem-se com as suas regras e assumirem a natureza de entidades administrativas independentes.

De acordo com o artigo 9.º desta lei, a tutela deixa ser o vínculo que liga a CMVM e o Ministro das Finanças, ou seja, a CMVM no exercício das suas actividades não está sujeita à superintendência ou à tutela governamental. Como consequência, os membros do Governo não podem dirigir recomendações ou emitir directivas aos órgãos dirigentes da CMVM nem sobre as prioridades a adotar na respectiva prossecução. Neste contexto, na ordem jurídica portuguesa, a independência perante o poder político é aferida pela ausência de influência governamental na actividade da CMVM.

⁷¹ Cfr. [https://en.wikipedia.org/wiki/Financial_Services_Board_\(South_Africa\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Financial_Services_Board_(South_Africa)); GUERRA, José Armando Morais. op. cit., p. 217.

⁷² Sobre a sua história vide CVM, *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*, 3.ª Ed., TOP-CVM, 2014, pp. 56 a 68. Vide também PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*, 6.ª Ed., São Paulo: Atlas Editora, 2012, pp. 68 a 70. Cfr. FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*, 19.ª Ed., Rio de Janeiro: Equipe Quality Mark, 2013, pp. 23 a 25.

⁷³ Nelson Eizirik diz-nos as “agências reguladoras independentes são as autarquias (entre nós, Institutos Públicos) dotadas de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um colegiado (entre nós, Conselho de Administração), em que os seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado”, EIZIRIK, Nelson & outros. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, pp. 261, 267 a 270.

⁷⁴ Cfr. O artigo 4.º do Anexo I ao Decreto n.º 6.382/2008.

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson & outros. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, p. 261. Vide também PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*, pp. 68 a 70. Cfr. FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro*, pp. 23 a 25.

⁷⁶ Vide também PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais...*, pp. 68 a 70. Cfr. FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro*, pp. 23 a 25.

Importa referir que, a nível da lusofonia, Cabo Verde foi pioneira na consagração de um regime jurídico para as entidades administrativas independentes. A sua primeira regulação constava da Lei 20/VI/2003, de 21 de Abril e estabelecia na al. h) do n.º 2 do Artigo 3.º, que o mercado de valores mobiliários está sujeito à regulação independente que era feita pela Agência Reguladora, cujo exemplo para o mercado de capitais é o Banco de Cabo Verde.

O actual o regime das entidades reguladoras independentes, consagrado na Lei 14/VIII/2012, designa as Agências de Reguladora por Entidades Reguladoras Independentes e estabelece que o mercado de valores mobiliários está sujeita a regulação independente. A regulação independente, de acordo com esta lei, é feita por entidades reguladoras independentes e estas são definidas como “*autoridades administrativas independentes de base institucional, dotadas de funções reguladoras, incluindo a de regulamentação, supervisão e sancionamentos das infracções*”.

Em suma, nos Estados Unidos, na África do Sul, no Brasil, Cabo Verde e em Portugal, as entidades reguladoras do mercado de valores mobiliários são pessoa colectiva pública com natureza de autoridade administrativa independente na medida em que não estão sujeitas aos poderes de hierarquia, de superintendência, nem de tutela do governo.

Quanto a CMC, entendemos não é uma entidade funcionalmente independente pelo facto de sobre si não se aplicar os princípios da independência política, pois sobre si incide dois poderes de controlo governamentais: trata-se da tutela perante ao Ministro das Finanças e da superintendência perante ao Presidente da República.

Na verdade, a CMC é uma entidade híbrida, por um lado, por acumular características empresariais e institucionais e, por outro lado, por ter vocação para ser uma Entidade Administrativa Independente. E para a concretização deste chamamento é necessário que se reestruture a organização administrativa angolana e se crie a Lei-Quadro das Autoridades Administrativas Independentes e nela se consagre a CMC com esta qualidade⁷⁷.

7. O poder regulatório da CMC

No âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários, cabe à CMC, por delegação de competência, emitir regulamentos, instruções e recomendações; interpretar as regras vigentes do mercado de valores mobiliários, através de pareceres genéricos; e fornecer informação necessária à aplicação das leis sobre o mercado e às actividades que nele se desenvolvem.

⁷⁷ No mesmo sentido parece caminhar GUERRA, José Armando Moraes op. cit., p. 240.

É necessário salientar que de todas as funções exercidas pela CMC, o papel regulamentar é o mais questionado e criticado sob o argumento de interferir no poder legislativo e, desta forma, atentar contra o princípio da separação de poderes.

Quanto à problemática do poder regulatório, duas posições em sentidos opostos podem ser apresentadas.

a) Posição negadora do poder regulador da CMC

A primeira posição, do qual nos revemos, caminha no sentido de que a CMC, enquanto entidade da administração indirecta do Estado, não tem poder de regulamentação próprio, pois, na ordem constitucional vigente, este poder pertence ao Presidente da República, enquanto Titular do Poder Executivo, a quem compete desenvolver, concretizar e executar as leis.

Os defensores desta posição argumentam que, com a extinção do Governo – órgão colegial, apenas o Presidente da República, enquanto Titular do Poder Executivo, e os órgãos da Administração Autónoma do Estado passaram a ter poderes de criação e aprovação de regulamentos e, por isso, a transferência de competência de regulação feita pelo legislador à CMC, no âmbito do CódVM, afigura-se inconstitucional, pois a Assembleia Nacional não deve conferir poderes de regulamentação a um órgão da administração indirecta do Estado, na medida em que no actual figurino constitucional tem um governo singular (Presidente da República, enquanto Titular do Poder Executivo) e não um governo colegial, como na LCA de 1992. E, neste contexto, a transferência do poder para regular o mercado de valores mobiliários devia ser para o (único) Titular do Poder Executivo e este, se achasse conveniente, podia delegar à CMC, enquanto um órgão integrante da sua administração (desconcentração administrativa).

A Assembleia Nacional só podia transferir directamente o poder regulamentar para a CMC se esta tivesse a natureza de Entidade Administrativa Independente, pois assim estaria enquadrada no âmbito da administração autónoma que decorre da descentralização administrativa.

Contudo, os defensores desta posição concluem que a al. b) do artigo 17.º e os artigos 33.º e 34.º do CódVM são inconstitucionais pelo facto da Assembleia Nacional atribuir competência regulamentar a um órgão da administração indirecta do Estado. E estas normas devem ser expurgadas do ordenamento jurídico, mediante um processo de fiscalização sucessiva, ou a CMC deve ser elevada à categoria de Entidade Administrativa Independente para que a transferência de poderes de regulação feita pela Assembleia Nacional esteja em conformidade com a Constituição.

b) Defensores do poder regulamentar da CMC

Para a segunda posição, no quadro da LCA de 1992, a Lei dos Valores Mobiliários (LVM) conferia directamente, no artigo 9.º, poderes regulatórios à CMC para estabelecer as balizas normativas do mercado de valores mobiliários e para protecção dos investidores. No novo quadro constitucional, tal como os entes da administração autónoma, o Presidente da República é, nos termos da al. 1) do artigo 120.º da CRA, titular de poder regulamentar, na medida em que lhe foi conferido o poder de “*elaborar regulamentos necessários à boa execução das leis*”. E, para além desta atribuição, também se permite que a lei lhe atribua outras competências ao nível regulamentar.

Para estes poderes, o Presidente da República pode delegar a outras entidades públicas e foi neste contexto que, mediante o artigo 4.º e 19.º do Decreto Presidencial n.º 54/13, de 6 de Junho, delegou à CMC o poder de regulação do mercado de valores mobiliários, nos seguintes termos: “*Para além das demais funções que lhe sejam atribuídas por lei, constituem atribuições da CMC a regulação*” e “*competem ao Conselho de Administração da CMC: (...) c) aprovar os regulamentos e outros actos administrativos cuja competência tenha sido conferida por lei à CMC*”.

A CMC passou assim a ser titular do poder regulatório, derivado de um acto de delegação do poder presidencial.

O legislador reconhecendo, por um lado, esta delegação expressa, consagrou na al. b) do artigo 17.º e os artigos 33.º e 34.º do CódVM a vontade manifestada pelo Presidente da República, enquanto titular do poder executivo, de a CMC regular o mercado de valores mobiliários, por meio da criação de regulamentos, instruções e outros comandos normativos para garantir a protecção dos investidores e o funcionamento eficiente do mercado. Por outro lado, no artigo 2.º do CódVM procurou salvaguardar todos os actos e efeitos resultantes da CMC e nestes se enquadra o poder regulatório da CMC.

Por isso, esta posição defende que a al. b) do artigo 17.º e os artigos 33.º e 34.º do CódVM não violam o princípio da separação, pois decore do reconhecimento do acto de delegação de poderes feito pelo Presidente da República à CMC, por isso aquelas disposições não estão enfermas de inconstitucionalidade.

8. Modelo do processo regulatório adoptado pela CMC

O actual desafio para a regulação do mercado de valores mobiliários centra-se em quatro pressupostos, nomeadamente, necessidade, transparência, avaliação e *enforcement*.

O primeiro pressuposto constitui uma das bússolas orientadoras do processo regulatório na mediada em que postula que a regulação do mercado de valores mobiliários deve atender ao princípio da intervenção mínima, isto é, só se deve lançar mão da regulação quando os intervenientes do mercado não conseguem encontrar a solução mais eficaz e mais justa no processo negocial. Para o efeito, é necessário diagnosticar o mercado, conhecer as características e os problemas dos seus intervenientes para aferir se a questão colocada carece de uma solução legal ou existe outro mecanismo de mercado capaz de conferir uma solução mais eficaz e justa, proporcionando, assim, maior funcionalidade ao mercado e protecção aos investidores.

As propostas regulatórias devem atender ao grau de desenvolvimento do mercado, criando condições incentivadoras para a inovação financeira, competitividade interna e externa do mercado e dos respectivos agentes.

Tendo em atenção o princípio da necessidade, consegue-se, no processo regulatório, encontrar as soluções mais acertadas e adequadas para o mercado e para todos aqueles que nele actuam. Para o atendimento deste princípio é imperioso lançar mão do princípio da transparência (*full disclosure*) que estabelece a obrigação de realização de consulta pública a fim de colher a opinião dos destinatários das normas em produção e a realização deste acto transforma o processo regulatório num acto democrático e de comprometimento, na medida em que, por um lado, a regulação passa ter uma natureza bilateral, ou seja, uma co-regulação e, por outro, os agentes do mercado são chamados a intervir ou definir, por isso, a comprometer-se nas normas em criação de que serão destinatários.

A co-regulação constitui assim o novo desafio do processo da regulação na medida em que o Estado já não detém o monopólio e a exclusividade do poder regulador, ou seja, já não regula sozinho, pois deve consultar e reflectir os anseios dos destinatários das normas e com estes co-criar as disposições normativas. Por isso, entendemos que o princípio da necessidade está “atrelado” ao princípio da transparência de cuja realização também depende o grau de eficácia ou cumprimento da norma por parte dos seus destinatários.

De acordo com Thomas Lee Hazen, o princípio da transparência está intimamente ligado ao princípio da avaliação prévia que é concretizado por meio do estudo do impacto da regulação, e esta consubstancia-se na colheita e análise de informação com objectivo de aferir os impactos económicos e sociais a curto e longo prazo de uma lei em preparação ou em vigor, de modos a melhorar a sua eficácia e, assim, ajudar a construir decisões regulatórias mais adequadas⁷⁸.

Este estudo é realizado em duas etapas, nomeadamente, avaliação interna e a avaliação externa. A primeira etapa constitui um instrumento que permi-

⁷⁸ HAZEN, Thomas Lee. *Principles of Securities Regulation*, pp. 15 a 20.

te analisar as vantagens e as desvantagens do diploma proposto, bem como, as alternativas de/à regulação e, por isso, permite criar a infra-estrutura necessária para a concepção do diploma, descrevendo o *status quo*, definindo os objectivos e as alternativas, com o teste da sua eficácia e eficiência. A avaliação externa serve para criar alinhamento de expectativas com o público-externo interessado, por meio da consulta pública⁷⁹.

⁷⁹ Para que o processo regulatório funcione como um verdadeiro mecanismo de protecção do investidor e instrumento de garantia do funcionamento regular e eficiente do mercado é necessário que se proceda a uma análise sobre os efeitos das medidas regulatórias no comportamento do mercado e, sobretudo, na protecção dos investidores. Face a esta necessidade, muitos reguladores têm optado por criar metodologias de análise do impacto da regulação sobre a protecção dos investidores e sobre o comportamento das diversas variáveis do mercado. Na Europa, o Reino Unido, de modo a melhorar os efeitos da sua regulação financeira, em 2006, criou uma Comissão para a melhoria da regulação (organização externa criada para aconselhar o Governo), que desenvolveu uma metodologia de Análises de Impacto Regulatório (doravante AIR) definida como um processo de colheita e análise de informação, que tem por objectivo melhorar a eficácia das normas legais, analisando os impactos económicos e sociais a curto e longo prazo das leis em preparação ou em vigor, no sentido de ajudar a construir decisões regulatórias mais adequadas. A AIR funciona como uma ferramenta de avaliação dos prováveis benefícios, custos e efeitos de uma determinada regulação, por isso inclui a identificação e análise de possíveis problemas e alternativas de soluções. Se o processo regulatório não incluir uma AIR, é susceptível de desproteger os investidores ou criar entraves para o desenvolvimento do mercado – esta realidade é designada por riscos da regulação. Para superar esta realidade, o AIR deve funcionar como um mecanismo de gestão de risco da regulação que se materializa no mapeamento dos riscos e na consulta pública antes ou depois da entrada em vigor de um determinado diploma. O mapeamento dos riscos auxilia na formulação de alternativas e no planeamento adequado das políticas de *enforcement*, por isso objectivo do mapeamento dos riscos consiste em coordenar os instrumentos de intervenção para a mitigação do risco em questão. Na verdade, a fórmula básica para o mapeamento dos riscos traduz-se na ponderação da probabilidade de ocorrência contra a gravidade dos danos. O mapeamento dos riscos também serve como base para o planeamento dos mecanismos de fiscalização e de execução, preservando o equilíbrio entre o fornecimento de uma solução eficaz para o risco e a responsabilidade da intervenção regulamentar. O mapeamento dos riscos é também feito para identificar o espaço em que o regulador está disposto a assumir um risco. Muitas vezes, a tendência natural é tentar evitar qualquer brecha, ou, em outras palavras, resolver totalmente o problema. No entanto, em muitos casos, uma resolução completa implica incorrer a custos bastante elevados, impor uma sobrecarga às empresas e à economia, não compensados pelo que se pretende prevenir, dada a probabilidade de ocorrência do evento negativo. Para a realização de um efectivo processo de mapeamento de riscos é necessário realizar-se um processo eficaz de mapeamento dos riscos. Este mapeamento é a chave para a concepção do regulamento, de forma a proporcionar uma óptima resolução dos riscos significativos. Para uma estratégia efectiva de mapeamento de risco, é necessário diferenciar as componentes de risco para permitir a criação da combinação regulatória mais adequada. Nos estudos da CMC sobre a questão do risco, identificou-se como um dos principais riscos causados pela autoridade de regulação e supervisão do mercado de capitais, com capacidade de afectar directamente os participantes, o Risco de Regulação, ou seja, o risco que pode surgir por efeito da própria regulação. Como já se fez referência, o processo de AIR ocorre em duas etapas, nomeadamente, avaliação interna e a avaliação externa. A primeira permite criar a infra-estrutura necessária para a concepção do regulamento, descrevendo o *status quo*, definindo os objectivos e as alternativas, com o teste da sua eficácia e eficiência, na verdade funciona como um instrumento que permite analisar as vantagens e as desvantagens do regulamento proposto, bem como as alternativas de regulação. A avaliação externa é utilizado como um instrumento para alinhamento de expectativas com o público-externo interessado, pois permite aferir a sensibilidade do público sobre a recepção do regulamento é recebido, bem como preparar as condições

No processo regulatório deve-se também atender as boas práticas internacionais, pois o mercado de valores mobiliários tem vocação internacional, muitas das entidades que nele operam têm ligações com grupos empresariais e operam em diversos mercados financeiro e, por isso, as intervenções normativas devem estar alinhadas pelas boas práticas das organizações internacionais, em particular aos princípios e recomendações da IOSCO.

Todos estes desafios colocados à regulação foram abraçados pela CMC ao consagrá-los na sua carta de princípios sobre a regulação⁸⁰ e ao praticá-los nos seus processos regulatórios.

Por de meio de experiências colhidas na participação do Fórum anual de 2014 da *Australian Securities and Investment Commission* (ASIC) dedicado a “*Regulating for real people market and globalisation*” e nas relações institucionais com a CVM do Brasil, a CMC elaborou e publicou a sua carta de regulação que consagra os 14 princípios que regem o processo regulatórios. Trata-se dos princípios da necessidade; proporcionalidade; independência; desenvolvimento do mercado; alinhamento das boas práticas internacionais; adaptabilidade; desburocratização; pluralismo regulatório; clareza e correcção legística; transparência; coerência; avaliação posterior; e, finalmente, cooperação nacional.

Com base nestes princípios, o processo de elaboração ou alteração de regulamentos ou leis sobre o mercado de valores mobiliários passou a depender da iniciativa dos proponentes e estes podem ser interno ou externo. O proponente é interno quando a solicitação de criação ou alteração da norma for do Conselho de Administração ou da área técnica, e o proponente é externo quando a iniciativa advém do poder executivo ou dos operadores do mercado.

A primeira fase de elaboração ou alteração da norma que, após identificação da necessidade de regulação e das matérias a regular, efectua estudos e pesquisas nos padrões normativos internos; *benchmark* regional e países próximos; avaliação das características do mercado; discussão com a área técnica que será responsável pela implementação da norma e nas orientações do Conselho de administração.

para que o mesmo seja recebido sem grande resistência. A avaliação interna e a externa complementam-se, na medida em que a primeira auxilia a focar os processos de avaliação externa (consulta pública), enquanto, por outro lado, os mecanismos de consulta devem ser acompanhados de uma análise das alternativas e respectivos impactos. A AIR é feita, principalmente, em referência a projetos de regulação *ex ante*. No entanto, também pode ser aplicada a uma avaliação *ex post*, devido à necessidade de adequar a regulação a uma realidade em mudança e como parte de uma matriz de desenvolvimento de normas regulamentares adicionais. A base para AIR implica que se descreva o *status quo*, incluindo a identificação da necessidade de uma intervenção regulamentar e mapear os possíveis impactos e o ambiente regulatório existente.

⁸⁰ Cfr. <http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/217/Carta%20de%20Principios%20sobre%20Regulacao.pdf>.

Feito o estudo, na segunda fase, constrói-se as bases técnicas e submete-se a discussão das áreas técnicas relacionadas que, em conjunto, elaboram o *draft* para ser apresentado e discutido em *workshop* interno.

Neste evento são colhidos importantes contributos das diversas áreas técnicas para a elaboração do *draft* do diploma que com o documento de consulta pública deverão ser submetidos em consulta pública durante 45 ou 60 dias.

Do documento de consulta pública, para além da apresentação e do relatórios de fundamentação da necessidade de criar ou alterar a norma, constam as questões pelas quais a entidade reguladora esta particularmente interessada a receber respostas dos vários intervenientes no mercados e outros interessados como os escritórios de advocacia; centros académicos; associações profissionais públicas e privadas, bem como do público em geral.

O *draft* do diploma e o documento de consulta pública são publicados no site da entidade reguladora e são produzidas notícias juntos dos *mass media* e enviadas cartas a determinadas entidades para dar conta deste facto. As opiniões e contribuições dos participantes são enviados para o correio electrónico da entidade reguladora e/ou entregues em suporte de papel na sua sede.

Após o fim da consulta pública, procede-se, na quarta fase, à análise dos comentários e sugestões recebidas; elabora-se o relatório de consulta pública constando os fundamentos do acolhimento e do não acatamento das contribuições recebidas, bem como os seus participantes; e reformula-se o texto do diploma e submete-se para a área técnica para acertos. Feita a análise, submete-se a proposta final ao Conselho de Administração para discussão e aprovação.

Em Angola, o processo regulatório observa exactamente este modelo, sendo que o ponto diferenciado ocorre no seguinte: aprovado o diploma e tratando-se de regulamento, a CMC envia o projecto de diploma para o Ministério das Finanças que, no âmbito do seu poder de tutela, aprecia em conselho técnico e é remetido para a CMC que, na quinta fase, efectua um trabalho de revisão com a finalidade de se identificar falhas ou anomalias, procede-se a correcção e a limpeza de arretos do regulamento e envia-se para a Imprensa Nacional para efeito de publicação na I.ª Série do Diário da República.

Tratando-se de Decreto-Presidencial, após revisão e limpeza do texto, o projecto diploma é remetido juntamente com o projecto de lei de habilitação para o Ministério das Finança que envia a Grupo Técnico Apoio a Equipa Económica (GTAEE) e, após análise, remete para a Comissão Económica do Conselho de Ministro. Feito este processo e tendo autorização legislativa, o presidente da República promulga o Decreto Presidencial que, em seguida, é enviado para imprensa para efeito de publicação na I.ª Série do Diário da República.

Tratando-se de lei, após análise do diploma da Comissão Económica do Conselho de Ministro, é remetido para a Assembleia Nacional que, após a sua aprovação e promulgação do Presidente da República, é enviado para a Imprensa Nacional para publicação na I.^a Série do Diário da República.

9. Quadro regulatório do mercado de valores mobiliários

Para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em Angola, a CMC estruturou a política regulatória com base na necessidade de construção de um mercado funcional, transparente e seguro. Esta política adoptou uma estratégia pró-activa que consiste em procurar antecipar as necessidades de mercado e ter por objectivo principal a melhor protecção dos investidores e a salvaguarda da integridade do mercado de capitais e dos seus participantes.

A política regulatória definida pela CMC foi publicada em um Manual, denominado por “*Estratégia de Actuação 2012-2017*”, e nele consagram-se, como objectivos, a criação das regras que permitam o desenvolvimento do mercado de dívida pública e corporativa; segmento dos fundos de investimento; mercado de acções; e mercado de futuros. A materialização destes objectivos dependia da adequação do quadro normativo do sistema financeiro às necessidades do mercado de capitais e estas adequações implicava a alteração da Lei n.º 12/05, de 23 de Setembro (LVM), e da Lei n.º 13/05, de 30 de Setembro (LIF).

Enquanto principal instrumento para a regulação do mercado de valores mobiliários, a LVM apresentava fragilidades a nível da estrutura organizativa do mercado, regras sobre prestação de informação, mecanismos de protecção dos investidores, regras sobre intermediação em valores mobiliários, segurança jurídica dos contratos firmados em mercado e lacunas matérias sobre negociação no segmento da dívida pública titulada.

Por outro lado, a necessidade de construir um mercado funcional e transparente determinou que fossem aperfeiçoados os mecanismos de supervisão do sistema financeiro constante da LIF. No seguimento desta necessidade, por Despacho do Ministro da Finanças n.º 2153/12, de 5 de Outubro, foi criada Comissão encarregue de conduzir o processo de revisão LIF. O trabalho desta comissão consistiu, numa primeira fase, em identificar as insuficiências e as novas soluções para a construção de um sistema financeiro mais robusto e sofisticado com as técnicas mais avançadas de regulação e supervisão.

Foi neste contexto que foi aprovado o CódVM e LBIF com o objectivo de conferir mais eficiência ao mercado de valores mobiliários de instrumentos e dotar a CMC dos instrumentos mais avançados de *enforcement*. A regulação do mercado de valores mobiliários e instrumentos derivados, enquanto mecanismo

de *enforcement*, passou a estar alinhada com as melhores práticas internacionais e assumiu como objectivos centrais, a protecção dos investidores, o assegurar da eficiência, do funcionamento regular e da transparência do mercado, a prevenção do risco sistémico e a promoção do desenvolvimento do mercado, cumprindo, desta forma, com os “*Objectivos e Princípios para a Regulação de Valores Mobiliários*” estabelecidos pela IOSCO.

O CódVM, assim, representa uma revolução no sistema financeiro nacional na medida em que veio redefinir a figura central dos valores mobiliários, permitindo maior espaço à intervenção regulatória; consagrar a matéria do registo da oferta pública, abandonando o velho conceito de registo do emitente; fixar os mecanismos de negociação, com particular destaque para os mercados regulamentados; estabelecer as regras sobre as sociedades abertas e sobre os serviços de investimento em valores mobiliários, bem como sobre o regime sancionatório, com destaque ao surgimento de dois novos tipos de ilícitos criminais e o tratamento exaustivo das transgressões administrativas no mercado de valores mobiliários e instrumentos derivados.

A LBF redefiniu os tipos de instituições financeiras; ajustou as competências regulatórias, com particular destaque para a eliminação dos vazios legais e conflitos positivos de competências entre a CMC e o BNA; implementou as normas prudenciais de recuperação e saneamento de instituições financeiras; consagrou a instituição de um órgão de concertação e acompanhamento integrado de todo o sistema financeiro, integrando as três instituições reguladoras, CMC, BNA e ARSEG, coordenado pelo Ministro das Finanças; aperfeiçoou os mecanismos de aplicação das multas e do processo transgeracional; e atribuiu competências claras de regulação à CMC sobre as entidades sujeitas à sua jurisdição, bem como, sobre os produtos e o exercício de serviços e actividades de investimento em valores mobiliários e instrumentos derivados por quaisquer outras instituições financeiras.

O quadro regulatório do mercado de capitais é segmentado em três níveis. No primeiro nível encontramos os instrumentos regulatórios aprovados sob a forma de Leis⁸¹ e os Decretos Legislativos Presidenciais; os instrumentos normativos aprovados sob a forma de regulamentos; e os actos normativos aprovados sob a forma de instruções.

⁸¹ Em sentido formal, aprovados pela Assembleia Nacional, na qual destaco o CódVM e a LBIF.

Conclusão

Aqui chegados podemos concluir que o poder de regulação, no âmbito do *enforcement*, incide sobre a produção e publicação de legislação apropriada à realidade e desafios do mercado e dos investidores. Neste contexto, a protecção do investidor concretiza-se mediante a criação de regras claras e equitativas de actuação que permitam aos participantes do mercado conhecer previamente as regras do jogo por meio de normas de funcionamento, operações e prudências para os intervenientes.

Em Angola, a CMC tem vindo adoptar um processo regulatório dominado pelo princípio da transparência que estabelece a obrigação de realização de consulta pública a fim de colher a opinião e sensibilidade dos destinatários das normas em produção, e a realização deste acto transforma o processo regulatório num acto democrático e de comprometimento, na medida em que, por um lado, a regulação passa ter uma natureza bilateral, ou seja, uma co-regulação e, por outro, os agentes do mercado são chamados a intervir ou definir, e, por isso, a comprometer-se a observar as regras do mercado em criação de que serão destinatários.

Bibliografia

- ALBUQUERQUE, Pedro; PEREIRA, Maria de Lurdes. “A Responsabilidade das Autoridades Reguladoras e de Supervisão”, in *O Direito*, Ano 136.^o, n.^o I, Coimbra: Almedina, 2004.
- ÁLVAREZ-MANZANEDA, Carmen Rojo. “Responsabilidad de la Entidade Directora por las Falseadades u Omisiones Contendidas en el Folleto Informativo de una Emisión u Oferta Pública de Venta de Valores”, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año XXVI, Lex Nova, Valladolid, Enero-Marzo 2007.
- AMARAL, Diogo Freitas do. *Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, 3.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2006.
- ASSMANN, HeinzDieter. “Civil Liability For the Prospectus”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006.
- AZEVEDO, Maria Luísa. “Contributo para o Debate Sobre o(s) Regime(s) Jurídico(s) Aplicável(eis) aquando e após a medida de Resolução aplicada ao BES”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, CMVM, Lisboa, 2015.
- BARBOSA, Malfada Miranda, “A Propósito do Caso BES: Algumas notas acerca da medida de resolução”, in *Boletim de Ciências Económicas da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. LVIII, Coimbra, 2015.
- BARRA, Tiago Viana. “A Responsabilidade Administrativa do Estado”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 71, Lisboa, 2011.
- BARRACHINA, Eduardo. *Derecho del mercado de valores*, Madrid: 1.^a Ed., Difusión Jurídica, 2011.
- BELFORT, Jordan. *O Lobo de Wall Street*, 2.^a Ed., Editorial Presença, Lisboa, 2014.
- CÂMARA, Paulo. “Crise Financeira e Regulação”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 69, Lisboa, 2009.
- CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a Ed., Lisboa: Almedina, 2011.
- CANOTILHO, Gomes; MOREIRA, Vital. *Constituição da República Portuguesa Anotada*, 3.^a Ed., Coimbra: Coimbra Editora, 1993.
- CANOTILHO, J.J. Gomes. *Direito constitucional e teoria da constituição*, 7.^a Ed., Lisboa: Almedina, 1997.
- CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros*. Coimbra: 1.^a Ed., Almedina, 2001.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. *Mercado de Capitais*, 6.^a Ed., Rio de Janeiro: Editorial Campus, CNB, 2003.
- CHAPMAN, Peter. *Lehman Brother – como grandes impérios podem virar pó*, Saraiva Editora. São Paulo, pp. 22.
- CONFRARIA, João, “Estado regulador, regulação independente e Lei-quadro” in *AAV, Estudos de Regulação Pública – II*, Coimbra: 1.^a Ed., Coimbra Editora, 2015.

- COOPER, George. *A origem das crises Financeiras*, 1.^a Ed., Lisboa: Lua de Papel, 2009.
- CORDEIRO, António Menezes. “A Tutela do Consumidor de Produtos Financeiros e a Crise Mundial de 2007/2008”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 69, Lisboa, 2009.
- CRUZ, Katia Cruz; et al. “Educação do Investidor”, in *A protecção do investidor nos países Ibero-Americanos*, 1.^a Ed., IIMV – Instituto Ibero-Americano de Valores Mobiliários.
- DUQUE, João. “A Regulação do Sistema de Valores Mobiliários: uma abordagem pela teoria da confiança”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 6, Lisboa, 1999.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3.^a Ed., Renovar, Rio de Janeiro, 2011.
- ERNST & YOUNG. *The European Prospectus: the European Directive and Regulation on the Prospectus*, June 2005.
- FEIJÓ, Carlos; PACA, Cremildo. *Direito Administrativo*, Vol. I. Luanda: 2.^a Ed., Vislis Editora, 2008
- FERNANDES, Ricardo Sá. “O Direito dos Mercado em Geral e o Mercado dos Valores Mobiliários em Especial”, in AAVV. *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, 1997.
- FERNÁNDEZ, Sara Sánchez. *Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto*, Madrid: Catedrático de Derecho Internacional Privado Universidad Autónoma de Madrid, 2013.
- FERRÃO, Marisa Caetano. “As entidades administrativas independentes com função de regulação e a dualidade de jurisdições. Breves notas” in *O Direito*, n.º 139, 2007, III, Almedina.
- FERRARINI, Guido. *La Responsabilità da Prospetto: Informazione Societaria e Tutela Degli Investitori*, Milão: Casa Editrice Giuffrè, 1986.
- FERREIRA, Amadeu José. *Direito dos Valores Mobiliários*, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, Lisboa, 1997.
- FERREIRA, Eduardo Paz. *Direito da Economia*, 1.^a Ed., Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 2001.
- FERREIRA, Helena Prata Garrido. *Lições de Direito Económico*, 2.^a Ed., Luanda: Casa da Ideias Editora, 2010.
- FERRER, Juan de la Cruz. *Principios de regulación en la Unión Europea*, Madrid: Instituto de Estudios Económicos, 2002.
- FONSECA, Guilherme da. “A Responsabilidade Civil Extracontratual dos Poderes Públicos e a Indemnização pelo Sacrifício”, in *Scientia Iuridica – Revista de Direito Comparado Português e Brasileiro*, Tomo LXIII, n.º 334, 2014.
- FRADA, Manuel A. Carneiro. “Crise Mundial e Alteração das Circunstâncias”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 69, Lisboa, 2009.
- GALBRAITH, Jonh Kenneth. *Crash 1929*, Lisboa: Gestão Plus Edições, 2009.
- GARCÍA, Maria Isabel Grimaldos. *Responsabilidade Civil derivada Del Folleto de Emisión de valores negociables*, Cuatrecasas, Valencia, 2001.

- GUERRA, José Armando Morais. “As Autoridades Administrativas Independentes na Ordem Económica da Constituição Angolana 2010”, in *JURIS – Estudos em Homenagem ao Professor Adérito Correia*, 1.º Volume, Faculdade de Direito da UCAN, UC Editora, 2016.
- GUERRA, José Armando Morais. *Direito da Economia Angolana*, 1.ª Ed., Lisboa: Escher Editora, 1994.
- HOPT, Klaus & VOIGHT, Hans-Christoph. “Responsabilidad civil de los folletos de misión y de la información del mercado de capitales: Derecho y reforma en la unión europea, suiza y Estados Unidos”, in *Estudios de Derecho de sociedades y del mercado de valores*, 1.ª Ed., Marcial Pons, Madrid, 2010.
- JOÃO, Domingos Francisco. “Os Fundamentos da Constituição Económica Angolana”, in *Temas Essenciais do Direito da Economia Angolana*, Lobito: Escolar Editora, 2014.
- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. “A Responsabilidade Civil das Entidades Reguladoras”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia*, Vol. III, Lisboa: Coimbra Editora, 2010.
- LOCKE, John. *Dois Tratados do Governo Civil*, 1.ª Ed., Edições 70, Lisboa, 2006.
- MAÇÃS, Fernanda. “Responsabilidade civil das entidades reguladoras”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, Vol. I, Coimbra: Coimbra Editora, 2012.
- MESQUITA, Maria José Rangel de. *O Regime da Responsabilidade Extra-contratual do Estado e demais Entidades Públicas e o Direito da União Europeia*, 1.ª Ed., Coimbra: Almedina, 2009.
- Metodologia Para Avaliar a Implementação dos Objectivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da IOSCO. Disponível no *website* da Organização Internacional das Comissões de Valores em www.iosco.org, acesso em 33/02/2016.
- MIRANDA, Jorge. *Manual de Direito Constitucional*, Tomo IV, *Direitos fundamentais*, 3.ª Ed., Lisboa: Coimbra Editora, 2000.
- MONCADA, Luís Cabral de. *Manual Elementar de Direito Público da Economia e da Regulação*, Coimbra: Almedina, 2012.
- MONIZ, Ana Raquel Gonçalves. “A Titularidade do Poder Regulamentar no Direito Administrativo Português: Algumas questões”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. LXXX, Coimbra, 2004.
- MONTESQUIEU. *Cartas Persas*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2009.
- MONTESQUIEU. *Do Espírito das Leis*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2010.
- NAGY, Donna M.; PAITER, Richard W.; SACHS, Margaret V. *Securities Litigation and Enforcement: Cases and Materials*, 3.ª Ed., WEST, 2012.
- NUNES, Elisa Rangel. *A crise Financeira e Económica Mundial e a Crise Económica e Social Angolana*, Luanda: Aguerra – Viseu, 2013.
- NUNES, Elisa Rangel. *Lições de Finanças Públicas e de Direito Financeiro*. Luanda: 1.ª Ed., Anistia Edições, 2007.
- OGUS, Anthony I. *Regulation: Legal form and Economic Theory*, Oxford: Portland Oregon, 2004.

- OTERO, Paulo. “A Competência da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para Controlar a Legalidade de Actos Jurídicos Provenientes de Entidades Privadas”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 60, Lisboa, 2000.
- PALÁ LAGUNA, Reyes. “La obligación de información del consejo a los mercados: folletos y hechos relevantes”, in *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Tomo II. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006.
- PALMITER, Alan R., *Securities Regulation*, 6.ª Ed., Wolters Kluwer, 2014.
- PARALUPI, Alessandro. “Responsabilità Civile da Prospetto Informazione e Danno Ingiusto”, in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni*, n.ºs 9-10/11-12, Anno XCIX (2001), Casa Editrice Dr. Francesco Vallardi.
- PAREDES, Sandra; BERTANI, Carlos; GIÃO, João. “Obligaciones de Información de los Emisores (no periódicas)”, in AAVV. *Estudio sobre la Transparencia de los Emisores en Iberoamericana*, IIMV – Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, Madrid, 2010.
- PEDROSA, Ana Sofia Maia. *Regulação e Supervisão dos mercados e valores mobiliários: a propósito do short selling e dos hedge funds*. Coimbra, 2011, Acessível na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
- PELLITERO, Javier Rodriguez. “La Comisión Nacional Del Mercado de Valores”, in AAVV. *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley, Madrid, 2007.
- PELLITERO, Javier Rodriguez. *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley, Madrid, 2007.
- PEREIRA, José Nunes. *Regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários e das empresas de investimento: alguns problemas actuais*, Coimbra: Separata do Boletim de Ciências Económicas da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1997.
- PERONE, Andrea. “Regole di comportamento e tutele degli investitori”, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito – Rivista Bimestrale di Dottrina e Giurisprudenza*, Vol. LXIII, Giuffrè Editore, Nueva série, Settember-Ottobre 2010, n.º 5.
- PINA, Carlos Costa. *Dever de Informação e Responsabilidade Pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliário*, 1.ª Ed., Lisboa: Coimbra Editora, 1999.
- PINA, Carlos Costa. *Instituições e Mercados Financeiros*, Lisboa: Almedina, 2005.
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*, 6.ª Ed., São Paulo: Atlas Editora, 2012.
- PINTO, Carlos Alberto Mota. “A Responsabilidade Pré-Negocial pela Não Conclusão dos Contratos”, in *Suplemento XIV do Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra, 1966.
- PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. “A Supervisão no Novo Código de Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Lisboa, 2000.
- PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. “Crimes e Contra-ordenações no Novo Código de Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Lisboa, 2000.
- PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O Novo Regime dos Crimes e Contra-ordenações no Novo Código de Valores Mobiliários*, 1.ª Ed., Coimbra: Almedina, 2000.

- PIRES, Cesaltina. *Mercado de Investimento Financeiros*, Lisboa: Escolar Editora, 2011.
- QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos. *Sobre a Evolução do Sistema Financeiro: novos produtos financeiros*, Coimbra: Coimbra Editora, 1996.
- QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos. *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*, Lisboa: Almedina, 2012.
- RANDLE, Tony & HAFEMAN, Michael. “On and offsite Inspections”, in *Primer Series on insurance Issue 13*, December, 2009, Washington DC.
- RIBEIRO, João Sérgio. “Entidades Reguladoras Independentes, uma forma de regulação ou de tributação?”, in *Scientia Iuridica – Revista de Direito Comparado Português e Brasileiro*, Tomo LX, n.º 326, 2011.
- ROCHE, Marc. *O Banco – como o Goldman Sachs dirige o mundo*, 3.ª Ed., Lisboa: Esfera Editora, 2012.
- ROCQUE, Elaine Moreira Martins de La; SILVA, Paulo Ferreira Dias da; ORTEGA, Óscar Casado y Marta. “Informaciones Financieras del Emisor”, in AAVV. *Estudio sobre la Transparencia de los Emisores en Iberoamericana*, IIMV – Instituto Ibero-Americano de Mercados de Valores, Madrid, 2010.
- RODRIGUES, Jorge. *Gestão Estratégica das Instituições Financeiras*, Lisboa: 1.ª Ed., Escolar Editora, 2012.
- ROUSSEAU, Jean-Jacques. *As confissões*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2013.
- ROUSSEAU, Jean-Jacques. *Discursos sobre as Ciências e as Artes*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2010.
- ROUSSEAU, Jean-Jacques. *Do Contrato Social*, 1.ª Ed., Martin Claret, São Paulo, 2010.
- RUIZ, Mayte de Miguel; VASCO, José Alexandre Cavalcanti Vasco. “Aspectos gerais do enforcement em matéria de proteção do investidor”, in AAVV. *Estudio sobre a proteção do investidor nos países Ibero-Americanos*, IIMV – Instituto Ibero-americano de Mercados de Valores, Madrid, 2010.
- SANCHES, José Luís Saldanha. “A Regulação: História Breve de um Conceito”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 60, Lisboa, 2000.
- SANDER, Petter. *Madoff – a história da maior fraude financeira de sempre*, Lisboa: 1.ª Ed., Centro Atlântico, 2009.
- SCHAUMANN, Niels B. *Securities Regulation*, Gilbert-Law Summaries, 2008.
- SCOTT, Hal S. *Connectedness and contagion – Protecting the financial system from panics*, The MIT Press, Cambridge, MA, 2016
- SMITH, Adam. *A riqueza das Nações – Investigação sobre a sua natureza e suas causas*, Vol. I. São Paulo: 1.ª Ed., Editora Nova Cultural, 1996.
- SOARES, António. “Mercado Regulamentado e Mercado não Regulamentado”, in *Cadernos de Valores Mobiliários*, n.º 7, Lisboa, 2000.
- SODERQUIST, Larry D.; GABALDON, Theresa A. *Securities Law*, 5.ª Ed., Foundation Press, 2014.
- SOUSA, Nuno Vasconcelos Albuquerque, *Noções de Direito Administrativo*, 1.ª Ed., Coimbra Editora., Coimbra, 2011.

- STEINBERG, Marc I. *Securities Law*, 6.^a Ed., Lexis Nexis, 2014.
- TRINDADE, Marcelo. “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”, in *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e económicos*, SADDI, Jairo (org.), São Paulo, 2002.
- VICENTE, Marta de Sousa Nunes. *A quebra da legalidade material da actividade normativa de regulação económica*, Coimbra: 1.^a Ed., Coimbra Editora, 2012.
- WOOD, Tomás; COSTA, Ana Paula Paulina da, “Ações substantiva e simbólica na criação e condução de uma fraude corporativa: o caso Boi Gordo”, in *Cadernos EBAPE.BR*, Vol. 10, n.º 4, artigo 2, Rio de Janeiro, Dez. 2012.
- ZINGALES, Luigi. *The Future of Securities Regulation* (January 29, 2009). Chicago Booth School of Business Research Paper No. 08-27; FEEM Working Paper No. 7.2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1319648> (acesso 12/11/2016).