



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

Economia comportamental e prestação de informação nos mercados bancários de retalho

Mariana Júdice, aluna n.º 29591

Mestrado em Direito e Prática Jurídica, especialidade “*Economia e Políticas Públicas*”

Orientadora: Rute Saraiva

julho de 2018

*Ao Vicente, minha grande fonte de inspiração,
Ao Fernando, meu companheiro de todos os dias e de todas as horas,
Aos meus pais, meus eternos alicerces.*

Resumo

Durante a última década, tem vindo a assistir-se a um intenso esforço, comunitário e nacional, da regulação de deveres de informação nos mercados financeiros, incluindo o mercado de produtos e serviços bancários de retalho. Como racional subjacente, procurou-se dar a conhecer ao consumidor todos os elementos relevantes para a tomada de uma decisão informada e esclarecida sobre a contratação destes produtos.

A economia comportamental e, em especial, as finanças comportamentais têm vindo a ocupar-se do estudo sobre os comportamentos desviantes dos agentes económicos nos mercados financeiros, questionando o postuladobase da prestação de informação como mecanismo de eficiência de mercado em que assenta a teoria económica clássica. Neste contexto, os contributos dos economistas comportamentais vieram demonstrar que a prestação de informação pode não ser, por si só, suficiente para assegurar a tomada de decisões racionais ou eficientes por parte dos consumidores na contratação de produtos e serviços bancários de retalho.

Esta dissertação visa efetuar uma análise económico-comportamental da prestação de informação sobre produtos e serviços bancários de retalho, dando a conhecer os principais problemas daí resultantes, em particular os comportamentos desviantes (heurísticas e enviesamentos) dos consumidores, quando confrontados com os elementos de informação que lhes são prestados. Na posição aqui sustentada, a informação pode funcionar, ou não, como um “*nudge*”, dependendo sobretudo da forma segundo a qual a mesma é prestada.

Apresentam-se ainda algumas soluções económico-comportamentais destinadas à resolução destas questões, em particular as soluções plasmadas no novo regime do crédito hipotecário, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de 23 de junho. As soluções nesta sede propostas focar-se-ão, por um lado, na forma da prestação de informação propriamente dita e, por outro, noutros aspetos determinantes na respetiva interpretação pelos consumidores, como é o caso da influência social na sua ação decisória.

Palavras-Chave: Dever de informação; Mercados bancários de retalho; Economia comportamental; Finanças comportamentais Excesso de informação; Crédito Hipotecário

Abstract

During the last decade, there has been an intense effort, both at community and national level, to regulate information duties in financial markets, including the retail banking products and services market. As underlying rationale, it was sought to make known to the consumers all the relevant elements to take a clear and informed decision with respect to the contracting of these products.

Behavioural economics and, in particular, behavioural finance have been studying the deviant behaviour of economic agents in financial markets, questioning the basic premise of provision of information as a mechanism of market efficiency in which the classic economic theory is founded. In this context, the contributions of behavioural economists have demonstrated that the provision of information may not be sufficient to ensure rational or efficient consumer decision-making in the subscription of retail banking products and services.

This thesis aims to carry out an economic-behavioural analysis of the provision of information on retail banking products and services, highlighting the main problems resulting therefrom, in particular the deviant behaviour (heuristics and biases) of consumers when confronted with the information elements that are provided to them. In our perspective, information may or may not work as a nudge, depending on how it is disclosed to the consumers.

In this thesis, some economic-behavioural solutions aimed at resolving these issues are also presented and, in particular, the solutions embodied in the new mortgage credit regime, approved by Decree-Law no. 74-A/2017, of June 23. Our proposed solutions will focus on the form of information provision itself and on other aspects that are decisive in its interpretation by consumers, as the social influence in consumer decision-making.

Keywords: Information duty; Retail banking markets; Behavioural economics; Behavioural finance; Excessive information; Mortgage Credit

Índice

ÍNDICE DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....	8
I. INTRODUÇÃO	9
II. ECONOMIA COMPORTAMENTAL E FINANÇAS COMPORTAMENTAIS.....	12
A. Breve síntese dos propósitos da economia comportamental	12
B. A aplicação da economia comportamental ao setor financeiro: as finanças comportamentais.....	16
1. O paradigma das finanças tradicionais	17
2. Das “ineficiências” das finanças tradicionais às finanças comportamentais	21
3. Da “ineficiência” da informação como mecanismo de ajustamento dos preços dos ativos financeiros	25
4. Finanças comportamentais e mercados bancários de retalho	28
III. A (IN)SUFICIÊNCIA DA PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÃO	31
A. Enquadramento.....	32
1. Breve súmula dos principais traços característicos dos mercados bancários de retalho 32	
2. A informação sobre produtos e serviços bancários de retalho	34
B. Os propósitos da prestação de informação	36
C. Os problemas levantados pela prestação de informação: complexidade, racionalidade limitada e excesso de informação.....	40
D. A reação dos consumidores	45
1. Reação ao excesso de informação: saliência, enquadramento e ancoragem	46
2. Influência social nas decisões financeiras: aconselhamento e comportamento de manada.....	50
IV. SOLUÇÕES ECONÓMICO-COMPORTAMENTAIS PARA OS PROBLEMAS RELACIONADOS COM A PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÃO	58
A. Soluções de transparência de informação	59
1. Simplificação da informação: descomplexificação, redução e uniformização da informação	59
2. Captar a atenção do cliente: saliência e personalização da informação	69
3. Notas finais sobre as soluções de transparência de informação	75
B. Súmula de outras soluções económico-comportamentais.....	76
1. Soluções focadas no aconselhamento	76
2. Outras soluções económico-comportamentais	82
V. ANÁLISE ECONÓMICO-COMPORTAMENTAL DO NOVO REGIME DO CRÉDITO HIPOTECÁRIO 84	
A. Enquadramento.....	85

B.	Soluções de transparência de informação: o exemplo da Ficha de Informação Normalizada Europeia (“FINE”).....	88
C.	Outras soluções económico-comportamentais	93
1.	Soluções de aconselhamento: políticas de remuneração e dever de assistência ao consumidor.....	93
2.	Direito de reflexão.....	99
VI.	CONCLUSÕES.....	103
	BIBLIOGRAFIA.....	110

ÍNDICE DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AFM - The Dutch Authority for the Financial Market

CGAP - Consultative Group to Assist the Poor

Cfr. – Confrontar

EUA – Estados Unidos da América

FCA - Financial Conduct Authority

FINCONET - International Financial Consumer Protection Organisation

FAQs – Frequently asked questions

FINE - Ficha de Informação Normalizada Europeia

NBER - National Bureau of Economic Research

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PRIIPS - Packaged retail investment and insurance products

RJSPME – Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento e Moeda Eletrónica, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 317/2009, de 30 de outubro, na redação em vigor

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei 298/92, de 31 de dezembro, na redação em vigor

TAEG – Taxa Anual de Encargos Efetiva Global

I. INTRODUÇÃO

“Errare humanum est.” Erramos todos os dias, em todos os lugares; cometemos erros básicos em decisões de rotina, assim como cometemos erros nas decisões mais difíceis e mais complexas. Muitas vezes, o impacto do erro não assume relevância, mas circunstâncias há em que as consequências de um erro podem dispor de um impacto significativo. Se formos muitos a tomar decisões erradas em conjunto, então o efeito multiplicador do erro é suscetível de assumir contornos assinaláveis.

As decisões sobre produtos financeiros são, por norma, decisões assumidamente difíceis, em que a possibilidade de errarmos é bastante real, podendo conduzir a perdas com resultados significativos para o sujeito afetado, mas também para o sistema financeiro num todo, lição que aprendemos com a recente crise económico- financeira à escala global.

Como tentativa de ajudar o agente económico na tomada de decisões em geral e, em particular, nas decisões financeiras, a teoria económica clássica respondeu, como veremos, com base na disponibilização de informação, partindo do pressuposto que este seria um mecanismo suficiente para a maximização das escolhas dos agentes económicos e, em consequência, para alcançar a eficiência dos mercados financeiros. É com base neste pressuposto que temos vindo a assistir à regulação, comunitária e nacional, de deveres de informação ao consumidor nos mais diversos setores do direito dos mercados financeiros¹, e, em concreto, nos mercados bancários de retalho.

A economia comportamental e a sua aplicação à área das finanças (corrente intitulada de *“finanças comportamentais”*) têm vindo a dedicar-se à reflexão sobre os desvios comportamentais dos agentes económicos nos mercados financeiros, assumindo particular relevância após a ocorrência da recente crise económico- financeira, despoletando um aceso debate sobre a sua justificação com base em fatores comportamentais. Neste contexto, tem vindo a discutir-se em particular a questão relativa à (in)suficiência da prestação de informação como mecanismo para assegurar a tomada de decisões acertadas ou racionais dos consumidores.

¹ Não cabe contudo no objeto desta dissertação o estudo sobre a autonomia científica do Direito Financeiro.

É aqui que chegamos ao tema central desta dissertação: a análise económico-comportamental da prestação de informação sobre produtos e serviços bancários de retalho. No fundo, procuraremos dar resposta a uma questão: até que ponto a transmissão de informação consubstancia efetivamente um mecanismo suficiente para assegurar a tomada de decisões financeiramente racionais, ou, pelo menos, de decisões informadas e esclarecidas por parte dos consumidores?

Com o intuito de responder a esta questão, começaremos por dar a conhecer os propósitos da economia comportamental e da sua aplicação aos mercados financeiros, ocupando-nos posteriormente dos problemas relacionados com a prestação de informação sobre produtos e serviços bancários e da reação aos mesmos por parte dos consumidores. Num terceiro momento, iremos debruçar-nos sobre as soluções económico-comportamentais que, na nossa ótica, podem auxiliar na resolução destas questões, terminando com um exemplo prático de um regime jurídico que recentemente entrou em vigor no nosso ordenamento jurídico (o novo regime do crédito hipotecário) e que entendemos dispor de algumas soluções económico-comportamentais relevantes para a resolução dos problemas relacionados com a informação aos consumidores.

Relativamente ao objeto desta dissertação, apresentamos contudo duas notas fundamentais: iremos debruçar-nos sobre a informação nos mercados bancários de retalho, e não em outros mercados financeiros. A comumente chamada “*banca de retalho*” inclui especificamente os depósitos, o crédito (à habitação e aos consumidores) e os serviços de pagamento², excluindo-se do seu campo os produtos cuja componente de risco é mais vincada (como os produtos do mercado de valores mobiliários) e também os seguros. Em segundo lugar e em linha com a tipologia de produtos envolvidos, esta é uma dissertação que tem por objeto os comportamentos dos consumidores³, não abrangendo clientes não consumidores (empresas), nem tão-pouco com os comportamentos das instituições financeiras, a

² Cfr., nesta matéria, Banco de Portugal (2017). Sobre a supervisão da conduta das instituições financeiras no âmbito da contratação de produtos bancários de retalho, *vide* MONTEIRO, Joana Pinto (2012).

³ Na aceção propugnada no regime do crédito aos consumidores e no novo regime do crédito hipotecário, isto é, a pessoa singular que atua com objetivos alheios à sua atividade profissional. Cfr. alínea a) do n.º 1 do artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2 de junho, na redação em vigor e alínea d) do n.º 1 do artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de 23 de junho.

menos que sejam suscetíveis de ter influência nos comportamentos dos consumidores⁴.

⁴ Qualquer opinião expressa nesta dissertação pertence unicamente à autora, não representando a opinião do Banco de Portugal.

II. ECONOMIA COMPORTAMENTAL E FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Como vimos em sede introdutória, o objeto da presente dissertação prende-se com o estudo da forma como a economia comportamental pode influenciar a prestação de informação no âmbito da comercialização de produtos bancários de retalho. Importa, pois, responder, antes de mais, a duas principais questões: o que é a economia comportamental? De que forma esta corrente tem vindo a influenciar o setor bancário?

Com o intuito de responder a estas questões, este capítulo pretende precisamente efetuar, em linhas gerais, uma súmula dos propósitos da economia comportamental e da sua aplicação ao setor financeiro, corrente mais conhecida por “*finanças comportamentais*”.

Num primeiro momento, será feita uma enunciação dos principais aspetos caracterizadores da economia comportamental, enquanto corrente de pensamento que questiona o postulado da racionalidade do *homo oeconomicus* em que se baseia a economia tradicional.

No ponto que se ocupará das finanças comportamentais, e, tendo presente que uma das suas características fundamentais reside precisamente em questionar o postulado da racionalidade (*in casu* na sua vertente de eficiência de mercado) em que assentam as finanças tradicionais, começaremos por efetuar uma súmula das principais ideias defendidas pelas finanças tradicionais, para depois nos ocuparmos do conteúdo e principais propósitos das finanças comportamentais.

Anota-se, todavia, que, não sendo a caracterização do conteúdo e propósitos da economia comportamental em geral e das finanças comportamentais em particular, o cerne da presente investigação, este capítulo reveste caráter necessariamente introdutório, visando, mais que proceder a uma escarpelização dos vários contributos produzidos nesta matéria, apresentar, em traços gerais, as principais ideias defendidas por estas correntes de pensamento.

A. Breve síntese dos propósitos da economia comportamental

Relativamente à primeira das questões acima elencadas, impõe-se referir, desde logo, que a economia comportamental tem como característica fundamental o facto

de questionar o postulado da racionalidade em que a assenta a teoria económica, isto é, o pressuposto de que o ser humano toma decisões baseadas na razão, sem qualquer influência de outros fatores que o possam desviar do caminho da racionalidade.

No dizer de Richard Thaler⁵, *“A premissa essencial da teoria económica é que as pessoas escolhem para otimizar. De todos os bens e serviços que uma família poderia comprar, a família escolhe as melhores que se pode permitir. Além disso, supõe-se que as crenças na base das quais os econs fazem escolhas não são enviesadas. Isto é, escolhemos na base do que os economistas chamam «expectativas racionais» (...)”*.

O *homo oeconomicus* (ou *econ*, de acordo com Thaler) é visto, assim, segundo a economia tradicional, como *“um ser abstrato, sem paixões nem sentimentos, à procura do máximo de prazer, preocupado apenas em ver transformados uns nos outros os bens económicos”*⁶, ou um *“cyborg omnisciente, controlado e frio, aparentemente imune à sua envolvência e dirigido para a maximização do seu bem-estar (utilidade individual)”*⁷. O *homo oeconomicus* pauta a sua atuação sob a égide de três princípios fundamentais: uma racionalidade perfeita, um auto-interesse perfeito e o acesso à informação perfeita⁸. Estar-se-á, por isso, perante um modelo de agente económico que reúne toda a informação relevante para a tomada de decisão, procurando maximizar o seu bem-estar e decidindo de forma isolada, sem qualquer impacto das emoções ou da influência social de outros indivíduos⁹.

Por seu turno, a economia comportamental tem por base o *“homem de carne e osso”*. Como refere Thaler, *“O leitor sabe, e eu sei, que não vivemos num mundo de econs. Vivemos num mundo de seres humanos. Visto que a maior parte dos economistas também são humanos, também eles sabem que não vivem num mundo de econs. (...)”* Este homem de carne e osso encara limitações no seu processo decisório, tendo em conta que, contrariamente ao modelo de *homo oeconomicus* postulado pelas finanças tradicionais, dispõe de racionalidade limitada (dado que as suas capacidades cognitivas não são infinitas, não lhe sendo possível analisar toda a informação relevante para tomar uma decisão), de vontade limitada (o que

⁵ THALER, Richard H. (2016), p. 20.

⁶ Cfr. CABRAL, Nazaré da Costa (2008), p. 239.

⁷ SARAIVA, Rute (2011), p. 1088.

⁸ Neste sentido, POMPIAN, Michael M. (2006), p. 15 e LOBÃO, Júlio (2015), pp. 11-16.

⁹ Cfr. PI, Daniel, Francesco Parisi & Barbara Luppi (2013), p. 2.

o leva, por exemplo, a adiar a tomada de decisões racionais) e de um auto-interesse limitado (tendo presente que vive em sociedade, interagindo com outras pessoas que exercem sobre si influência, mas também sentido de altruísmo)¹⁰.

Neste sentido, a perspetiva económico-comportamental vem trazer à *“análise económica do Direito”* os *inputs* das ciências sociais (designadamente da sociologia e da psicologia), visando estudar, em particular, quais os erros que os agentes económicos tomam, de forma sistemática e previsível, nas suas decisões diárias. Neste contexto, a economia comportamental propugna, em resposta à *“análise económica do Direito”* defendida pela economia tradicional, a chamada *“análise económico-comportamental do Direito”*: sobre esta última, salienta Christine Jolls¹¹ que *“a análise económico-comportamental do Direito envolve tanto o desenvolvimento como a incorporação, na análise económica do Direito, dos contributos comportamentais, extraídos de vários campos da psicologia. Como foi amplamente reconhecido desde os primeiros trabalhos de Allais (1952) e Ellsberg (1961), alguns dos pressupostos fundamentais da análise económica tradicional podem refletir um quadro irreal do comportamento humano. Não surpreendentemente, modelos com base nessas premissas podem, por vezes, produzir previsões erróneas. A análise económico-comportamental do Direito visa melhorar o poder preditivo da análise económica do Direito, ao construir relatos mais realistas sobre o comportamento dos agentes.”*¹²

A ideia de que o ser humano nem sempre atua de forma racional tem por base, desde logo, o facto de dispormos de dois sistemas cognitivos, isto é, um sistema intuitivo ou automático, de onde vêm as nossas reações por impulso e, por outro lado, o sistema racional, que nos leva a agir de forma ponderada. O sistema automático dispõe da vantagem de ser rápido, mas implica que possam também ser cometidos mais erros; por seu turno, o sistema racional leva-nos a formular juízos ponderados, mas mais demorados e baseados em memórias (não

¹⁰ Sobre estas características do *“homem de carne e osso”*, cfr., a título meramente exemplificativo, JOLLS, Christine, Cass R. Sunstein & Richard Thaler (1998), pp. 1476-1480 e JOLLS, Christine (2007), pp. 10-18.

¹¹ JOLLS, Christine (2007), p. 4. Tradução livre.

¹² Sobre a passagem da *“Law and economics”* para a *“Behavioural Law and Economics”*, cfr. SARAIVA, Rute (2011), p. 1088: *“a Behavioural Law and Economics tem como objectivo explicar porque o Direito é como é (...) ao trazer e desenvolver na análise económica do Direito reflexos comportamentais identificados e trabalhados pela Psicologia (...)”*

necessariamente as mais corretas), motivo pelo qual nem todas as nossas ações têm (ou devem ter) por base a razão. Desta forma, um e outro sistemas são complementares, afigurando-se ambos necessários e com inegáveis valências no âmbito do processo decisório; no entanto e porque o sistema intuitivo não pode ser “desligado” quando se quer¹³, a sua intervenção no pensamento humano pode conduzir à ocorrência de erros nas decisões. Como destacou Daniel Kahneman¹⁴ “*O melhor que podemos fazer é chegar a um compromisso: aprender a reconhecer situações em que os erros são prováveis e tentar ainda mais evitar erros significativos quando as apostas em jogo são elevadas.*”

Tendo em vista precisamente reconhecer essas situações de erros sistemáticos e previsíveis e de, em algumas circunstâncias¹⁵, tentar evitá-los, a economia comportamental tem por intuito, para além da necessária reflexão sobre esses erros (e que resulta dos vários contributos doutrinários sobre heurísticas e enviesamentos), a apresentação de novos modelos e soluções que possam influenciar as escolhas dos agentes económicos, desviando-os do caminho do erro ou *inclusive* fomentando a ação de um enviesamento, quando o mesmo assume carácter benéfico (por exemplo, o altruísmo). Essas soluções assentam tipicamente em estímulos ou “*nudges*”, “*esse aspeto da arquitetura da escolha que altera o comportamento de uma pessoa de forma previsível, sem proibir essa escolha e sem alterar significativamente os seus incentivos económicos*”¹⁶. Esta componente não vinculativa das soluções apresentadas pela economia comportamental assume-se como um dos seus principais vetores, correspondendo os “*nudges*” à manifestação do chamado “*paternalismo libertário*”, assente numa terceira via de intervenção¹⁷ que pretende influenciar certas escolhas dos agentes económicos, sem contudo as

¹³ Neste sentido, KAHNEMAN, Daniel (2013), pp 40 e 41. Sobre os dois sistemas, *vide* também MERKLE, Christoph (2007), pp. 16-17.

¹⁴ KAHNEMAN, Daniel (2013), p. 41.

¹⁵ Dizemos em certas circunstâncias dado que existem erros que nem sempre devem ser evitados, designadamente quando os benefícios da intervenção da economia comportamental não compensam os custos ou quando o erro, enquanto afastamento da racionalidade postulada pela economia tradicional, não é um “*mau*” erro (como é o caso de situações em que o agente económico atua com altruísmo ou sob uma influência social que o beneficia).

¹⁶ Neste sentido, THALER, Richard H. & Cass Sunstein (2008), p. 19.

¹⁷ Em termos muito sintéticos, trata-se de uma terceira via, dado que não defende um modelo paternalista (assente em comandos), nem um modelo que privilegie, de forma total, a liberdade do indivíduo, uma vez que o seu intuito é precisamente influenciar comportamentos. Sobre o paternalismo libertário, *vide* designadamente THALER, Richard H. & Cass Sunstein (2008), SUNSTEIN, Cass R. & Richard H Thaler (2003) e THALER, Richard H., Cass R. Sunstein & John P. Balz (2010).

impor, respeitando, dessa forma, a liberdade de escolha do indivíduo. No fundo, o agente económico, em face de um “*nudge*” que o estimula a seguir um determinado caminho tido como racional ou eficiente, poderá escolher entre esse mesmo caminho, ou, ao invés, optar por decidir em sentido divergente a esse estímulo, ainda que decidindo atuar de forma irracional.

A aplicação desta nova perspetiva económica tem vindo a dar origem a inúmeros contributos nos mais variados setores da nossa vida em sociedade, que passam pela análise de problemas (e soluções) em domínios tão variados como o tabaco, a poluição, o álcool, o direito da concorrência e o setor financeiro.

B. A aplicação da economia comportamental ao setor financeiro: as finanças comportamentais

Na senda do referido *supra* e no que respeita ao setor financeiro em particular, muito se tem debatido acerca da aplicação da economia comportamental aos mercados financeiros, corrente essa intitulada de “*finanças comportamentais*.” Esta corrente tem vindo a revestir-se de um cada vez maior protagonismo, impulsionado, de uma forma mais evidente, pela recente crise económico-financeira à escala global iniciada em 2008.

Neste contexto, muitos têm sido os autores que se ocuparam do estudo das “*ineficiências*” dos mercados financeiros, conferindo particular atenção às crises financeiras, no sentido de obter justificações de cariz comportamental para a sua ocorrência. São os casos, por exemplo, de, para além do já citado Richard Thaler, Robert Shiller, Charlie Kindleberger e George Akerlof¹⁸.

Com efeito, a ocorrência de crises financeiras estimula, desde logo, o aparecimento de questões que se podem vir a traduzir em mudanças de paradigma, revisitando e questionando os postulados da economia clássica. A este respeito, referiu Paul Krugman em 2009¹⁹ que “*Poucos economistas viram a nossa crise atual chegar, mas essa falha foi o menor dos problemas neste campo. Mais importante que isso foi a*

¹⁸ Vide, a título meramente exemplificativo, BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), THALER, Richard H. (2016), SHILLER, Robert J. (1998), SHILLER, Robert J. (2001), SHILLER, Robert J. (2003), SHILLER, Robert J. (2005), KINDLEBERGER, Charles P. & Robert Z. Aliber (2013) e AKERLOF George A. & Robert J. Schiller (2009).

¹⁹ KRUGMAN, Paul (2009). Ponto I. Tradução livre.

cegueira da profissão para a própria possibilidade de falhas catastróficas numa economia de mercado. Durante os anos dourados, os economistas chegaram a acreditar que os mercados eram inerentemente estáveis (...). Não havia nada nos modelos predominantes sugerindo a possibilidade do tipo de colapso que aconteceu.”

De acordo com Richard Thaler²⁰, a investigação da influência dos fenómenos comportamentais nos mercados financeiros assumiu-se como um dos principais desafios para a economia comportamental, atento o facto de se colocarem em crise os mais basilares postulados do pensamento clássico, mais propriamente, a racionalidade dos agentes económicos (neste caso, de forma especialmente evidente dado que estariam em causa agente peritos ou profissionais) e a consequente eficiência do mercado. A este respeito, refere o mencionado autor que *“Nada ajudaria mais à causa da economia comportamental que mostrar que os vieses comportamentais têm importância nos mercados financeiros (...). Teoricamente, nenhum não-econ (os amadores) ou comportamento não-econ (mesmo de especialistas) devia ter qualquer possibilidade de sobreviver. O consenso entre os economistas, e especialmente entre os especializados em economia financeira, era que os mercados financeiros eram onde menos provável seria encontrar exemplos de mau comportamento.”*

No entanto, certo é que, não obstante a estranheza que a aplicação da economia comportamental aos mercados financeiros pudesse, numa primeira abordagem, suscitar, a verdade é que, não só tal desafio acabou por ser superado, como as finanças comportamentais passaram a constituir uma das principais áreas onde a economia comportamental se desenvolveu.

1. O paradigma das finanças tradicionais

A razão pela qual Thaler apontou tamanha dificuldade na aplicação da economia comportamental aos mercados financeiros prende-se com o pressuposto da eficiência dos mercados financeiros defendido pelas finanças tradicionais. Na verdade, a eficiência do mercado assumiu-se como o pressuposto-base do modelo de finanças tradicionais, encabeçado por autores como Muth (autor da teoria das

²⁰ THALER, Richard H. (2016), p. 235.

expectativas racionais²¹) e Eugene Fama (autor da teoria ou hipótese dos mercados eficientes), entre as décadas de 60 e 70 do século XX²².

De acordo com Eugene Fama, os preços dos ativos financeiros refletem toda a informação disponível²³, processando o mercado a informação de forma racional (ou seja, de forma rápida e correta). Neste sentido, *“O papel primário do mercado de capitais corresponde à alocação da propriedade do capital social. Em termos gerais, o ideal é um mercado no qual os preços disponibilizam informação adequada para efeitos de alocação de recursos: neste mercado as empresas podem tomar decisões de investimento e os investidores podem escolher (...), baseados no pressuposto de que os preços dos ativos a cada momento respeitam integralmente a informação disponível. Um mercado em que os preços respeitam sempre a informação disponível é um mercado eficiente.”*²⁴

A eficiência dos mercados financeiros parte, em primeiro lugar, do pressuposto da racionalidade dos agentes económicos: de acordo com a hipótese dos mercados eficientes, os agentes fazem escolhas que são normativamente aceitáveis, isto é, consistentes com a noção de utilidade subjetiva esperada²⁵. Por outro lado, na necessária ponderação que efetuam no âmbito dessas escolhas, os agentes económicos competem entre si pela obtenção de informação relevante sobre os ativos financeiros, atualizando os seus comportamentos em função das informações obtidas (comprando ativos se as mesmas lhes são favoráveis e vendendo se lhes são desfavoráveis)²⁶.

²¹ Sobre a teoria das expectativas racionais de Muth, vide CABRAL, Nazaré da Costa (2010), p. 13. Nessa sede, é referido que tal teoria assenta, em termos sintéticos, na ideia de que *“a antecipação do valor futuro de uma variável será racional se for igual à esperança matemática desta última, calculada com base em todas as informações pertinentes e disponíveis.”*

²² CABRAL, Nazaré da Costa (2010), p. 14: *“Pela mesma altura em que Muth dava início à revolução das expectativas racionais, Eugene Fama, sozinho ou em co-autoria (...), dava um contributo decisivo para o desenvolvimento da moderna teoria da finança (quantitativa) com a sua hipótese dos mercados eficientes.”* Ainda sobre o aparecimento da teoria ou hipótese dos mercados eficientes e de alguns autores que se debruçaram sobre a mesma (como Robert Merton, Douglas Breeden e Burton Markiel), vide SHILLER (2003), pp. 83-84.

²³ Sobre a informação como premissa de eficiência dos mercados financeiros de acordo com a análise económica do Direito, vide CÂMARA, Paulo (2011), pp. 686-688.

²⁴ FAMA, Eugene (1970), p. 383. Tradução livre.

²⁵ Neste sentido, vide FAMA, Eugene (1965), p. 4, BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), p. 1053 e SHILLER, Robert J. (1998), p. 1.

²⁶ Neste sentido, vide BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), p. 1053 e LOBÃO, Júlio (2015), p. 17.

Da racionalidade dos agentes económicos passa-se, pois, à racionalidade ou eficiência dos preços dos ativos financeiros: com efeito e assumindo-se que os agentes económicos atuam de forma racional, incorporando, nas suas transações, toda a informação relevante (isto é, informação passada, informação pública do presente e informação privada do presente²⁷), tal significa que toda a informação está repercutida no preço e que, por essa via, os ativos são vendidos pelo seu valor intrínseco ou fundamental. A influência da informação no preço dos ativos financeiros é denominada de “*regra de Bayes*”²⁸.

Encontrando-se toda a informação refletida nos preços dos ativos financeiros, então esses preços estão, sempre e em todas as circunstâncias, corretos, podendo ser considerados estimativas ideais do valor do investimento real em qualquer momento²⁹: a este respeito, George Cooper, numa obra sobre a origem das crises financeiras, teve a oportunidade de salientar que, de acordo com a teoria dos mercados eficientes, “*os preços de mercado de hoje (...) refletem corretamente os valores reais dos ativos, com base nas condições económicas atuais e na melhor estimativa de como essas condições evoluirão no futuro. De acordo com essa teoria financeira, qualquer movimento de preço de ativos deve ser gerado por “choques” externos. Para a escola do mercado eficiente, as mudanças de preços constantes observadas nos mercados financeiros são o resultado desses mercados que respondem a um fluxo constante de novas informações*”³⁰. Neste contexto, a hipótese dos mercados eficientes não parece deixar espaço para a criação de bolhas especulativas ou de descidas exageradas dos preços dos ativos com base em erros dos agentes económicos, justificando tais flutuações com base na resposta dos

²⁷ O acesso a estes níveis de informação implica, segundo a hipótese dos mercados eficientes, que se alcancem diferentes níveis de eficiência: com efeito, o mercado é eficiente na sua versão fraca quando os preços incorporam a informação passada, eficiente na versão semi-forte quando os preços incorporam quer informação passada, quer informação pública do presente, sendo que o nível máximo de eficiência (eficiência na versão forte) é atingido sempre que os preços refletem informação passada, presente e pública e presente privada. Sobre esta matéria, *vide* FAMA, Eugene (1970), pp. 387 e seguintes e LOBÃO, Júlio (2015), pp 39-45.

²⁸ Sobre a regra de Bayes, refere Nazaré Costa Cabral: “*uma nova fonte de informação – tal como a quotação de um título – modificará os juízos prévios quanto à incerteza da situação. Perante um determinado contexto, as probabilidades a priori constituem os juízos da incerteza relativa das várias hipóteses, construídos com base em toda a informação passada; as probabilidades a posteriori serão juízos construídos com a ajuda de nova informação.*” Cfr. CABRAL, Nazaré da Costa (2008), pp. 246 e 247.

²⁹ Neste sentido, FAMA, Eugene (1965), p. 4 e SHILLER, Robert J. (1998), p. 1.

³⁰ COOPER, George (2008), pp. 9-10. Tradução livre.

mercados financeiros às alterações dos seus valores fundamentais, em função do aparecimento de novas informações³¹.

Tendo em conta que as alterações dos preços dos ativos financeiros têm apenas por base informação relevante, chegamos então a uma outra componente do mercado, que se prende concretamente com a aleatoriedade dos preços dos valores dos ativos financeiros (a chamada caminhada aleatória ou “*random walk*” dos preços): à luz desta perspetiva, as sucessivas variações dos preços dos ativos financeiros não servem, por si só, como sinais ou estimativas do que vai suceder no futuro, não sendo possível ao investidor, com base no histórico do valor de uma ação, prever a rendibilidade que esse ativo lhe pode, ou não, oferecer³².

A “*random walk*”, a par da racionalidade dos agentes económicos e da racionalidade dos preços, acarreta, assim, a eficiência dos mercados em si mesmos. Neste sentido e sendo os mercados eficientes, não parece, por isso, haver grande espaço para a intervenção do Estado (ou de outra autoridade de controlo) na regulação e fiscalização dos mercados financeiros, assumindo a referida teoria cariz eminentemente liberal³³. De facto, à luz da teoria dos mercados eficientes, inexisteriam razões plausíveis para esse tipo de intervenção, tendo presente que está em causa, por um lado, um mercado onde os agentes atuam de forma racional transacionando segundo o “*preço verdadeiro*” (ou “*true price*”) e no seio do qual toda a informação relevante lhes é disponibilizada e, por outro, um mercado habilitado para conseguir, por si só, resolver todos os problemas nele gerados.

Assim, em jeito de síntese, chamamos à colação a súmula efetuada por Richard Thaler³⁴ nesta matéria: a teoria dos mercados eficientes assenta em duas componentes fundamentais, a primeira das quais denominada de “*preço certo*”, que postula que qualquer ativo é vendido pelo seu valor intrínseco. Por seu turno, a outra componente (que Thaler designa por “*Não há almoços grátis*”) reconduz-se

³¹ Cfr. SHILLER, Robert J. (2003), p. 84.

³² Sobre a “*random walk*” nos preços dos ativos financeiros, vide FAMA, Eugene (1965), p. 6 e FAMA, Eugene (1965A), p. 34, artigos em que o referido autor salienta que “*O caminho futuro do nível de preço de uma ação não é mais previsível do que o caminho de uma série de números aleatórios acumulados*”. Tradução livre.

³³ Na prática a segunda via de que se falou *supra* (assente na componente “*libertária*”) quando nos referimos ao paternalismo libertário. No limite, a haver uma regulação no sentido de ultrapassar falhas de mercado, sempre a mesma seria baseada em princípios, e não em regras jurídicas.

³⁴ THALER, Richard H. (2016), pp. 238-239. Como síntese dos postulados da economia tradicional, vide SPINDLER, Gerald (2011).

ao facto de não ser possível bater o mercado no sentido de conseguir obter rendibilidades superiores àquelas que são esperadas pelo risco assumido, uma vez que, encontrando-se a informação refletida nos preços das ações, será impossível prever, com segurança, os seus valores futuros e, dessa forma, ganhar dinheiro.

O paradigma das finanças racionais não nega contudo a existência de comportamentos desviantes nos mercados financeiros; antes propugna que os mesmos não exercem uma influência suficientemente expressiva que faça desviar tais mercados do caminho da eficiência³⁵. Tal sucede, em primeiro lugar, pela própria natureza aleatória (e não sistemática) dos eventuais enviesamentos cometidos pelos agentes com racionalidade limitada. Por outro lado, os agentes com racionalidade limitada interagem com os chamados “*arbitragistas*”, isto é, os agentes que seguem os pressupostos da racionalidade completa e que, como tal, corrigem os comportamentos desviantes dos agentes com racionalidade limitada (comprando ou vendendo ações dos agentes com racionalidade limitada, de forma a alcançar um equilíbrio semelhante ao que seria esperado caso todos os agentes negociassem de forma racional). Entende-se ainda que, ao longo do tempo, os agentes com racionalidade limitada acabam por obter um nível de aprendizagem que os leve ou a “*sobreviver*” nos mercados financeiros, ou, se assim não suceder, a verem-se forçados a retirar-se.

Como conclui Thaler³⁶, “*Uma coisa era sustentar que os consumidores faziam coisas estranhas, mas os mercados financeiros eram considerados um lugar onde um comportamento disparatado não faria os preços mexerem-se um milímetro que fosse.*”

2. Das “ineficiências” das finanças tradicionais às finanças comportamentais

Em sintonia com o postulado-base da economia comportamental, as finanças comportamentais ocupam-se do estudo sobre a forma como, em certas

³⁵ Sobre a resposta das finanças tradicionais aos comportamentos dos agentes com racionalidade limitada, *vide* LOBÃO, Júlio (2015), pp. 18-20. Nesta matéria, *vide* também SHLEIFER, Andrei (2000), pp. 3-5. Sobre a não representatividade dos comportamentos desviantes em relação ao comportamento médio da população, *vide* PI, Daniel, Francesco Parisi & Barbara Luppi (2013). p. 2.

³⁶ THALER, Richard H. (2016), p. 237.

circunstâncias, as decisões dos agentes se afastam do caminho da racionalidade previsto pelas finanças tradicionais, questionando o pressuposto da eficiência do mercado em que as mesmas assentam.

Com efeito e não obstante considerar-se altamente desejável, atenta a sua simplicidade, que a hipótese dos mercados eficientes resultasse efetivamente comprovada em todas as circunstâncias³⁷, a verdade é que se constatou que a factualidade demonstra que os mercados financeiros são, por vezes³⁸, dominados por “*anomalias*”³⁹, nem sempre subsumíveis nas justificações apresentadas pela mencionada teoria. As finanças comportamentais constituem, assim, uma nova abordagem, traduzindo-se numa resposta às dificuldades enfrentadas pelo paradigma tradicional, baseando-se em modelos nos quais alguns agentes não são totalmente racionais⁴⁰ (isto é, à luz dos quais, são encarados, não como pessoas racionais, mas como “*pessoas normais*”⁴¹).

No dizer de Schleifer⁴², “*as principais forças com base nas quais os mercados supostamente alcançariam a eficiência, designadamente a arbitragem, são, afinal, bastante mais limitadas do que os defensores da teoria dos mercados eficientes supuseram. (...) Com uma nova teoria e evidências empíricas, as finanças comportamentais proporcionam uma nova visão dos mercados financeiros. De acordo com esta nova visão, a teoria económica não nos leva a esperar que os mercados sejam eficientes. Ao invés, é expectável a manutenção de desvios sistemáticos e significativos por um longo período.*”

³⁷ Neste sentido, vide BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), p. 1053, SHILLER, Robert J. (1998), p. 3 e SHILLER, Robert J. (2003), p. 102. Neste último artigo, o referido autor salienta: “*Não obstante os modelos teóricos de mercados eficientes tenham o seu lugar como ilustrações ou caracterizações de um mundo ideal, não podemos interpretá-los de uma forma pura como descritores precisos dos mercados reais. Na verdade, temos que distanciar-nos da presunção de que os mercados financeiros funcionam sempre bem e de que as mudanças nos preços refletem sempre informações genuínas.*” Tradução livre.

³⁸ Dizemos “*por vezes*” dado que as finanças comportamentais não negam, de forma contundente, os comportamentos eficientes ou racionais dos agentes económicos, propugnando, ao invés, que nem sempre tal situação se verifica, coexistindo entre si comportamentos racionais e comportamentos “*quase racionais*” protagonizados por pessoas que tentam fazer boas escolhas, mas que cometem erros sistemáticos e previsíveis. Neste sentido, CHUVAKHIN, Nikolai (2002), p. 12 e SHILLER, Robert J. (1998), p. 27.

³⁹ Sobre as anomalias dos mercados financeiros e a sua volatilidade, vide SHILLER (2003), pp. 84-90.

⁴⁰ Neste sentido, vide BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), p. 1053.

⁴¹ CHUVAKHIN, Nikolai (2002), p. 16.

⁴² SHLEIFER, Andrei (2000), p. 2. Tradução livre.

Um dos primeiros passos dados nesse sentido teve por base a chamada “Teoria da Perspetiva” ou da “Prospecção” (“Prospect Theory”) de Kahneman e Tversky em 1979, em que foi questionado o postulado da maximização da utilidade esperada pelos agentes económicos, propugnado pelas finanças tradicionais (de onde resulta uma mesma reação dos indivíduos em cenários de risco⁴³). Através desta nova teoria, foi possível demonstrar que a reação ao risco por parte dos agentes económicos poderá variar em certas circunstâncias, designadamente em virtude da ação de enviesamentos como a aversão à perda e a ancoragem/existência de pontos de referência. De acordo com esta teoria, foi possível verificar que os agentes económicos são avessos ao risco no caso de ganhos com probabilidades elevadas e perdas com probabilidades reduzidas, ou propensos ao risco nos casos em que assim não suceda e a probabilidade de ganhos seja reduzida⁴⁴. Neste sentido, um cenário que seria unívoco de acordo com os postulados das finanças tradicionais, revela-se afinal possível de gerar comportamentos distintos dos agentes económicos, motivados pela ação de enviesamentos cognitivos.

A evidência empírica das falhas dos agentes económicos nos mercados financeiros resulta, desde logo, da formação de bolhas especulativas que fazem os investidores adquirir ativos financeiros por valores superiores aos tidos como “racionais”, caso, por exemplo, da bolha especulativa que se deu no setor imobiliário americano em 2008 e que fez despoletar uma crise financeira à escala global, levando, como é consabido, à queda de verdadeiros impérios financeiros, até aí tidos como “demasiado grandes para falhar”. Sobre este aspeto, refere Thaler⁴⁵: “É fácil ignorar uma história sobre a pontuação de um exame. É mais difícil ignorar estudos que documentam más escolhas em domínios em que estão em causa coisas importantes como poupar para a reforma, escolher uma hipoteca ou investir no mercado de

⁴³ Sobre a teoria da utilidade esperada, vide KAHNEMAN, Daniel (2013), pp. 368: “Na teoria da utilidade, a utilidade de um ganho é avaliada através da comparação das utilidades de dois estados de riqueza. Por exemplo, a utilidade de obter mais 500 dólares quando a vossa riqueza é de um milhão é a diferença entre a utilidade de 1.000.500 dólares e de 1 milhão. Se possuírem a quantia mais elevada, a desutilidade de perderem 500 dólares é de novo a diferença entre as utilidades dos dois estados de riqueza. Nesta teoria, as utilidades dos ganhos e perdas só poderão diferir no seu sinal (+ ou -). (...) Tal como se poderia esperar numa situação de cegueira induzida pela teoria, as diferenças possíveis entre ganhos e perdas não eram esperadas, nem estudadas. Assumia-se que a distinção entre ganhos e perdas não era importante.”

⁴⁴ Sobre a teoria da perspetiva, vide KAHNEMAN, Daniel & Amos Tversky (1979), KAHNEMAN, Daniel (2013), pp. 367-380, SHILLER, Robert J. (1998), pp. 3-7 e LOBÃO, Júlio (2015), pp. 100-114.

⁴⁵ THALER, Richard H. (2016), pp. 21-22.

ações. E é impossível ignorar a série de booms, bolhas e crashes que temos observado nos mercados financeiros desde 19 de outubro de 1987, o dia em que os preços das ações caíram mais de 20 por cento no mundo inteiro na ausência de quaisquer más notícias substanciais. Isto foi seguido por uma bolha e um crash nas ações tecnológicas que depressa se transformou numa bolha dos preços das casas que, por sua vez, ao rebentar causou uma crise financeira global.”

A formação de bolhas especulativas com base em comportamentos não racionais foi alvo de estudo por parte de vários autores de renome, entre os quais se destaca Robert Shiller, autor da obra *“Exuberância irracional”*, em que defendeu a explicação das mesmas com base na influência, nos mercados financeiros, de alguns fatores psicológicos ou comportamentais, tais como a ancoragem, o excesso de confiança e, de forma enfática, o chamado *“herd behavior”* (ou *“comportamento de manada”*). Sobre a ação destes enviesamentos, tal autor descreve o estado de euforia que leva os agentes económicos a, com base no excesso de confiança, fazerem investimentos avultados em fase de *“boom”* e a entrar em pânico em fase de *“crash”*, vendendo os seus ativos a preços altamente desvalorizados. Estas reações dos agentes económicos demonstram a influência do chamado *“feedback”* no respetivo comportamento, levando a aumentos sucessivos dos preços dos ativos financeiros pela atenção pública que cada aumento suscita, o que motiva novos aumentos sucessivos⁴⁶.

Segundo este autor, numa e noutra fase (de *“boom”* e de *“crash”*), *“os investidores comportam-se de forma cega, seguindo o rebanho como os restantes, sem pensarem por si próprios.”*⁴⁷ Esta perspetiva vem colocar em causa precisamente a aleatoriedade dos comportamentos desviantes dos agentes económicos propugnada pelo paradigma das finanças tradicionais⁴⁸, daqui resultando que, caso os agentes pensassem individualmente, sem a influência dos comportamentos dos restantes, um comportamento erróneo ou desviante não teria, por si só, poder para alterar os preços dos ativos financeiros; ao invés, estando a ação dos agentes económicos fortemente influenciada pelos comportamentos dos seus pares, o

⁴⁶ É a chamada *“price-to-price feedback theory”*. Cfr. SHILLER (2001), pp. 3-6. e SHILLER (2003), pp. 91 e seguintes.

⁴⁷ SHILLER, Robert J. (2005), p. 147. Tradução livre.

⁴⁸ Neste sentido, vide PÉON, David & Anxo Calvo (2010), pp. 4-5.

“*comportamento de manada*” pode ser, de facto, suscetível de justificar os “*booms*” e “*busts*” dos mercados de ações⁴⁹.

A euforia ou excesso de confiança nas fases de formação de bolhas especulativas e o efeito do pânico na fase de “*crash*” é também explicada por Kindleberger, na sua obra “*Manias, Panics, and Crashes*” que, não obstante ser anterior à crise financeira de 2008⁵⁰, mantém inegável atualidade. Nessa sede, são descritas as várias fases de cada ciclo económico, desde a fase de expansão vigorosa da liquidez, seguida de uma fase de euforia que contribui para a assunção imprudente de riscos e a formação de bolhas especulativas, o que culmina com o estouro da bolha que produz o efeito de pânico nos investidores.

Os vários contributos nesta matéria demonstram, assim, a falibilidade dos pressupostos que apresentámos *supra* como sendo caracterizadores da hipótese dos mercados eficientes (racionalidade dos agentes, racionalidade dos preços e aleatoriedade das suas flutuações): à luz das finanças comportamentais, nem sempre os agentes económicos atuam de forma racional nos mercados financeiros (dado o facto, entre outros aspetos, de serem influenciados pelo comportamento dos seus pares), podendo estes comportamentos (e não apenas o surgimento de novas informações) ter impacto ao nível dos preços dos ativos financeiros, impactos esses que nem sempre se assumem como aleatórios (dado o seu carácter sistemático e previsível).

3. Da “*ineficiência*” da informação como mecanismo de ajustamento dos preços dos ativos financeiros

Um outro ponto bastante focado pelas finanças comportamentais e que pretendemos nesta sede escarpelizar com maior grau de detalhe, atento o objeto desta investigação, prende-se com a crítica ao postulado da suficiência de informação como mecanismo de ajustamento dos preços dos ativos financeiros. Como vimos melhor *supra*, a eficiência dos mercados financeiros tem por base o

⁴⁹ Neste sentido, cfr. SHILLER, Robert J. (2005), p. 157. Também sobre a reação dos agentes económicos a fenómenos culturais e sociais e sobre o chamado “*contágio social*”, vide SHILLER, Robert J. (1998), pp. 24-25.

⁵⁰ KINDLEBERGER, Charles P. & Robert Z. Aliber (2013). A edição de que dispomos é de 2013, mas a obra é de 1996.

facto do valor do ativo incorporar toda a informação relevante, sendo o mesmo atualizado quando haja informação relevante nesse sentido.

No entanto, impõe-se referir que o postulado da prestação de informação como mecanismo de ajustamento dos preços dos ativos financeiros, poderá assumir-se como falível⁵¹.

Em primeiro lugar, por força da propagação acelerada de informação a que se vem assistindo, designadamente em virtude da crescente tendência de digitalização dos mercados financeiros: com efeito, tendo presente a quantidade de informação disponível e a sua crescente sofisticação, não é exequível, face à racionalidade limitada dos agentes económicos, verificar se toda a informação relevante está repercutida no preço, dados os custos que a sua análise implica⁵². Ao invés, o agente económico vê-se forçado a selecionar certas informações em detrimento de outras, podendo deixar de fora do seu foco decisório informação relevante para a tomada dessa decisão. Neste particular, salienta-se o seguinte contributo de Werner de Bondt, Rosa M. Mayoral e Eleuterio Vallelado⁵³: *“O ponto essencial é que a intuição é um fator determinante nas decisões financeiras. Os investidores não dispõem de informação perfeita sobre o valor fundamental do ativo. Eles precisam de adivinhar o que as outras pessoas sabem, nem sempre lhes sendo possível obter, em tempo útil, informação relevante sobre o estado da economia ou o estado do mercado (...) A quantidade de informação disponível é muitas vezes tão vasta que os indivíduos são obrigados a concentrar-se em alguns dos principais fatores. Nos últimos anos, a comercialização por via digital e a inovação financeira aumentaram dramaticamente a sobrecarga de dados.”*

Por outro lado, a mesma informação pode dar lugar a diferentes interpretações, tendo presente que existem diferentes modelos de avaliação dos ativos financeiros e também tendo em conta a multiplicidade de agentes económicos a efetuarem transações nos mercados financeiros, o que forçosamente levará a que haja lugar a diferentes opiniões em relação a uma mesma informação. Acresce que a forma

⁵¹ Sobre a falibilidade da informação/regra de Bayes, leia-se LOBÃO, Júlio (2015), pp. 62-65 e pp. 186-189. Também nesta matéria, *vide*, a título exemplificativo, GROSSMAN, Sanford J. & Joseph Stiglitz (1980) e ANTONIOU, Constantinos, Harrison Glenn, Morten I. Lau & Daniel Read (2014).

⁵² CHUVAKHIN, Nikolai (2002), p. 9.

⁵³ Cfr. DEBONDT, Werner F.M., Rosa M. Mayoral & Eleuterio Vallelado (2012), p. 101. Tradução livre.

como a informação é apresentada também pode conduzir a interpretações distintas por parte dos seus destinatários⁵⁴.

Um outro argumento decisivo nesta sede, e que pretendemos ver com um maior grau de detalhe mais adiante, prende-se com o papel das emoções na tomada de decisão nos mercados financeiros. Destacámos *supra*, que a economia comportamental tem como base o “*homem de carne e osso*”; do mesmo modo, tivemos a oportunidade de explicar como o “*comportamento de manada*” pode configurar um fenómeno propulsor de bolhas especulativas e crises financeiras, e de salientar como a aversão à perda e a criação de pontos de referência podem influenciar as decisões dos investidores em matéria de risco. As decisões financeiras são, também e necessariamente, decisões emocionais, por força da ação de limitações e enviesamentos cognitivos.

A reação à própria variação dos preços é, de resto, um exemplo paradigmático de uma decisão emocional⁵⁵, dado o poder dos preços para despoletar emoções positivas ou negativas nos agentes económicos, influenciando conseqüentemente os seus comportamentos. O preço é visto, assim, como um estímulo por excelência⁵⁶.

Nesta sequência e a respeito dos efeitos da vulnerabilidade dos investidores face às emoções, referem Brad M. Barbera e Terrance Odean⁵⁷: *“Os investidores que habitam o mundo real e aqueles que povoam modelos académicos são primos afastados. Em teoria, os investidores detêm carteiras bem diversificadas e transacionam com pouca frequência, de modo a minimizar impostos e outros custos de investimento. Na prática, os investidores comportam-se de forma diferente, comercializando com frequência e (...) incorrendo em custos de investimento desnecessários. Os investidores tendem a vender os seus melhores ativos, mantendo consigo os que dispõem de piores performances, gerando, com isso, passivos desnecessários. Muitos possuem carteiras mal diversificadas, resultando em níveis*

⁵⁴ Nesse sentido, *vide* BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), p. 1079.

⁵⁵ Cfr. RICCIARDI, Victor (2008) e CHOU, Robin K., Chu Bin Lin & George H. K. Wang (2015).

⁵⁶ Neste sentido, *vide* MERKLE, Cristoph (2007), p. 46.

⁵⁷ BARBERA, Brad M. & Terrance Odean (2011), pp. 36-37. Tradução livre.

desnecessariamente elevados de risco, e muitos são indevidamente influenciados pelos media⁵⁸ e por eventos passados.”

A acrescentar a estes fatores, impõe-se esclarecer que a própria qualidade da informação prestada pode também ser influenciada, designadamente pela existência de incentivos financeiros às pessoas ou entidades (tais como os analistas de mercado) que prestam a informação. Sobre a influência dos analistas de mercado nos arbitragistas (pessoas que, como vimos, pautam a sua conduta nos mercados financeiros sob critérios de estrita racionalidade, assumindo o papel de corrigir as falhas dos agentes económicos com racionalidade limitada), Júlio Lobão⁵⁹ fez notar que, não obstante o facto de, em tese, tais analistas disporem de um importante papel para efeitos de verificação de ineficiências nos preços, a verdade é que a sua ação pode estar condicionada (quer por fatores internos, como por exemplo, se detiverem interesse nas empresas sobre as quais elaboram recomendações de investimento, quer por fatores externos, designadamente nos casos em que a entidade na qual o analista exerce a sua profissão detém ações dessas empresas). Nesse contexto, o mencionado autor destacou ainda um aspeto bastante relevante (de que nos ocuparemos *infra*), e que corresponde à introdução de sistemas de remuneração dos gestores indexados ao preço das ações, o que “*cria incentivos para que estes agentes tentem fazer aumentar os preços das ações, divulgando informação distorcida.*”

4. Finanças comportamentais e mercados bancários de retalho

Feita esta breve sùmula do conceito e propósitos das finanças comportamentais, impõe-se clarificar, antes de mais, que esta corrente se encontra fortemente vocacionada para o estudo dos fenómenos do mercado de instrumentos financeiros⁶⁰, em que o agente económico atua numa ótica de risco face à imprevisibilidade da *performance* dos seus ativos. Neste mercado, o agente

⁵⁸ Sobre o papel dos *media* e sobre a disseminação de informação como explicação para a formação de bolhas especulativas, *vide* SHILLER, Robert J. (2001), pp. 9-10 e SHILLER, Robert J. (2005), pp. 85-105.

⁵⁹ LOBÃO, Júlio (2015), pp. 187 a 189.

⁶⁰ No sentido de uma forte predominância de estudos de finanças comportamentais vocacionados para os mercados de instrumentos financeiros em detrimento dos dedicados aos mercados bancários de retalho, *vide* PÉON, David & Anxo Calvo (2010).

económico transaciona valores mobiliários, numa lógica semelhante ao mercado de apostas, sendo os resultados futuros marcados pela incerteza, por uma vasta e dispersa informação e por agentes económicos com diversos níveis de conhecimento⁶¹.

A componente de risco nos mercados bancários de retalho resulta, de certa forma, bastante mais mitigada quando comparada com o mercado de instrumentos financeiros: por exemplo, o mercado dos depósitos assenta, sempre e necessariamente, na garantia do capital investido, e nos casos da contratação de crédito, o cliente assume um compromisso financeiro para adquirir determinado bem ou serviço, estando a par, por norma, do valor que esse compromisso implica mensalmente no seu orçamento, através do pagamento das prestações. Em todo o caso, existe nestas situações uma componente de imprevisibilidade que não pode deixar de ser tida em consideração, quer no âmbito do produto contratado em si (designadamente nos casos de depósitos e créditos indexados a taxas variáveis), quer por força de certas circunstâncias que podem vir a ocorrer com o cliente, como é o caso de sobreendividamento.

Por outro lado, e como um outro fator de diferenciação, assinalamos ainda um maior grau de sofisticação do investidor face ao cliente bancário de retalho: não obstante termos salientado a existência de desvios comportamentais nos mercados financeiros de ações, tivemos também a oportunidade de referir que esse mercado é mais dominado por profissionais e peritos, sendo que o cliente de retalho, em geral, dispõe de um menor grau de literacia financeira. Por outro lado, o cliente bancário de retalho, quando comparado com o investidor, também sentirá menos estímulos para a mudança de produto ou de intuição, dados os custos que a apreensão da informação correspondente pressuporia e também por força da aversão ao risco e a perdas que predomina neste tipo de mercado (o que leva, por, um cliente de retalho a optar por um depósito com baixa rentabilidade e não por ações, precisamente pela segurança que o primeiro daqueles produtos implica em relação ao risco que o investimento em ativos financeiros pode acarretar). Sendo assim, se é verdade que a componente de risco não é tão vincada nesta sede,

⁶¹ Sobre as semelhanças entre os mercados acionistas e os mercados de apostas, *vide* SHILLER, Robert J. (1998), pp. 18-19, LOBÃO, Júlio & Nuno Marques Rola (2013), HETHERINGTON, R. Alexander (2006) e STATMAN, Meir (2001).

também não podemos deixar de reconhecer que, nos mercados de retalho, a proteção do consumidor, enquanto parte mais débil, assume especial acuidade.

É, por isso, necessário salvaguardar as diferenças de um e de outro setores⁶², sem deixar de reconhecer alguns pontos de contacto e, como tal, alguns ensinamentos das finanças comportamentais. Não podemos deixar de mencionar, aliás, que a crise financeira de 2008 teve por base uma bolha especulativa no setor imobiliário, acompanhada de um recurso excessivo ao crédito por parte dos clientes e, posteriormente, do sobreendividamento das famílias norte-americanas⁶³. A euforia e entusiasmo que motivam o investimento em fase “*boom*” e o sentimento de pânico na fase de “*crash*” não se confinaram, por isso, ao mercado acionista e à estrutura das instituições financeiras, havendo, à escala global, crises de sobreendividamento das famílias que contrataram produtos bancários de retalho.

Assinalamos, assim, como principais ensinamentos que retiramos da investigação que fizemos sobre finanças comportamentais para o tema de que nos ocupamos nesta dissertação, os que se seguem:

- Os mercados financeiros em geral (e o mercado bancário de retalho em particular) não são totalmente eficientes;
- Os agentes económicos que atuam nestes mercados estão sujeitos à ação de enviesamentos cognitivos e limitações que os desviam do caminho da racionalidade;
- A formação de bolhas especulativas e de “*crashes*” e, em consequência, de crises financeiras tem também como base justificações de índole comportamental;
- Contrariamente ao que postulam as finanças tradicionais (*in casu* com base na regra de *Bayes*), inexistente informação perfeita nos mercados financeiros, não sendo a mesma suficiente para evitar os erros sistemáticos protagonizados pelos agentes económicos.

⁶² Por exemplo, entre outros aspetos, no que dissemos relativamente ao equilíbrio dos preços através dos arbitragistas, bem como nas reações dos investidores face ao risco de acordo com a Teoria da Perspetiva.

⁶³ *Vide*, nesta matéria, PÉON, David & Anxo Calvo (2010).

III. A (IN)SUFICIÊNCIA DA PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÃO

No capítulo anterior, apresentámos, em linhas gerais, uma sùmula dos propósitos da economia comportamental e da sua aplicação ao setor financeiro, corrente mais conhecida por “*finanças comportamentais*”.

Vimos, nesse contexto, como as finanças comportamentais questionam a hipótese dos mercados eficientes em que se baseia o paradigma das finanças tradicionais e, em particular, a premissa segundo a qual toda a informação está refletida nos preços. Constatámos, como ensinamento transmitido pelas finanças comportamentais, que o agente económico não dispõe de racionalidade perfeita nem tão-pouco a informação é, por si só, perfeita.

Aqui chegados, estamos então em condições de passar à dissecação do objeto central desta investigação: a perspetiva económico-comportamental da prestação de informação nos mercados bancários de retalho. Como foi destacado em sede introdutória, focar-nos-emos na resposta à presente questão: a prestação de informação financeira é, por si só, um mecanismo suficiente para assegurar uma tomada de decisão eficiente por parte dos consumidores nos mercados bancários de retalho?

Para responder esta questão, este capítulo pretende, assim, debruçar-se precisamente sobre a (in)suficiência da prestação de informação no âmbito das decisões sobre produtos e serviços bancários de retalho. Assim, em primeiro lugar, faremos um breve enquadramento, em que será feita uma sùmula dos principais traços característicos do mercado bancário de retalho e das tendências seguidas no âmbito da regulação dos deveres de informação nessa sede. Aí chegados, passaremos ao conteúdo e finalidades da informação como mecanismo de correção de falhas de mercado, e bem assim, ao debate sobre os problemas associados à prestação de informação. Ocupar-nos-emos, por fim, da forma como os consumidores reagem às dificuldades suscitadas pela prestação de informação, focando-nos especificamente nos aspetos relacionados com a seleção de informação e com a influência social na ação decisória dos consumidores⁶⁴.

⁶⁴ Importa referir, antes de mais, que existem vários contributos sobre a ação de vieses cognitivos nas decisões dos consumidores nos mercados bancários de retalho. No entanto e uma vez que o objeto desta dissertação se prende especificamente com a prestação de informação, os vieses que enunciaremos serão apenas aqueles que entendemos estar relacionados precisamente com esse

A. Enquadramento

1. Breve s mula dos principais traços característicos dos mercados bancários de retalho

Não obstante a nossa investigação ter como objeto os problemas suscitados pela prestação de informação na banca de retalho, entendemos ser necessário, antes de mais, clarificar algumas das características e problemas fundamentais destes mercados: com efeito, entendemos que essas características estão, por um lado, na g nese da tendência que se tem vindo a observar no sentido da regulação de deveres de informação (a que faremos alusão no ponto 2. desta alínea e cujas razões serão sistematizadas na alínea B), encontrando-se, por outro lado, intimamente ligadas com os problemas suscitados pela prestação de informação, objeto central desta investigação.

Neste âmbito, partimos, em especial, de um relatório elaborado pela Comissão Europeia sobre a decisão dos consumidores no âmbito do mercado de produtos e serviços financeiros de retalho⁶⁵ e de um estudo sobre a aplicação da economia comportamental levado a cabo pela autoridade responsável pela supervisão da conduta das instituições que comercializam produtos e serviços financeiros no Reino Unido (a FCA)⁶⁶, segundo os quais existem alguns aspetos que distinguem este mercado dos demais mercados de consumo, que passaremos desde já a enunciar.

Em primeiro lugar, trata-se de um mercado com produtos e serviços complexos, o que, como veremos com mais detalhe *infra*, coloca ao cliente grandes desafios do ponto de vista da sua correta compreens o⁶⁷. No dizer da Comissão Europeia, *“muitas das decisões financeiras seriam difíceis até para uma equipa de economistas e a escolha efetuada estaria inevitavelmente dependente de conclusões financeiras*

aspeto. Sobre os vieses aplicáveis em geral nos mercados bancários de retalho, cfr., a título exemplificativo, Financial Conduct Authority (2013), pp. 17-20 e 53-60, OCDE (2017), pp. 12-15, CGAP (2014), p. 20 e AFM (2015), 17-23.

⁶⁵ Comissão Europeia (2010), em especial pp. 252-254. Este contributo deve ser analisado com algumas adaptações, tendo em conta que o seu âmbito também inclui outros produtos financeiros que não são aqui tratados (por exemplo, seguros e planos-poupança-reforma).

⁶⁶ Financial Conduct Authority (2013).

⁶⁷ Neste sentido, *vide* Financial Conduct Authority (2013), p. 16.

controversas“, não sendo surpreendente reconhecer que “*os consumidores não se sentem confiantes nem competentes para efetuar essas escolhas.*”⁶⁸

Uma outra característica assenta na sua incerteza⁶⁹: por um lado e tendo em conta que existe uma vasta oferta de produtos e serviços bancários de retalho cuja *performance* se encontra indexada a taxas de juro variáveis (por exemplo, nos depósitos e, com especial representatividade, no mercado do crédito hipotecário, que, em Portugal, se encontra massivamente assente em taxas de juro indexadas à *Euribor*), a eventual avaliação que um cliente faça, por exemplo, de um crédito no momento da sua contratação pode sofrer alterações substanciais num cenário de aumento da taxa de juro. Por outro lado e tratando-se de produtos a médio/longo prazo, essa avaliação pode também sofrer alterações motivadas por outros fenómenos associados a circunstâncias que sucedam com o próprio cliente (por exemplo, num cenário de problemas relacionados com desemprego e saúde).

Este aspeto demonstra também a importância do “*fator tempo*” na tomada de decisão sobre produtos e serviços bancários⁷⁰, situação patente, por exemplo, nas decisões tomadas pelos clientes no âmbito da contratação de crédito, em que é conferida particular importância à satisfação de necessidades presentes, sem ter em devida conta os encargos futuros que a aquisição desse produto implica.

Em terceiro lugar, assinala-se a escassez de avaliação ou *feedback* acerca de produtos e serviços bancários de retalho, dado que, contrariamente a outros setores de mercado, os clientes não procedem, com frequência, à sua aquisição: na expressão utilizada pela Comissão Europeia, as decisões financeiras “*são tipicamente, um tiro*”⁷¹, uma vez que os consumidores efetuam, por norma, muito poucas decisões financeiras ao longo da sua vida. Neste sentido, a escassez de decisões financeiras determina, respetivamente, a escassez da avaliação ou a avaliação tardia dessas decisões, tornando-se mais difícil escrutinar objetivamente o mérito ou demérito de um determinado produto ou serviço bancário e/ou da atuação da instituição que procede à sua comercialização, desde logo porquanto

⁶⁸ Cfr. Comissão Europeia (2010), p. 252. Tradução livre.

⁶⁹ Neste sentido, Financial Conduct Authority (2013), p. 16.

⁷⁰ Neste sentido, Financial Conduct Authority (2013), p. 16.

⁷¹ Comissão Europeia (2010), em especial p. 253.

uma avaliação negativa de um cliente pode ser confundida com fatores exógenos como flutuações do mercado.

Por outro lado, está em causa um mercado em que os produtos “*são vendidos e não comprados*”⁷² e, como tal, fortemente dominado pela influência do aconselhamento, tornando o processo de pesquisa subjacente à escolha de produtos e serviços bancários por parte de um consumidor (o chamado “*shop around*”) pouco independente, o que determina, muitas vezes, que os clientes raramente comparem produtos e serviços bancários⁷³. Neste contexto e se se assiste, por um lado, a uma descrença nas instituições que vendem produtos e serviços bancários em geral, também é verdade que a respetiva comercialização surge, muitas das vezes, no contexto de uma relação interpessoal do cliente com o funcionário da instituição, dada a sua vulnerabilidade às emoções⁷⁴. Conforme veremos com mais detalhe *infra*, a questão relativa à confiança do consumidor no aconselhamento tornou-se, de resto, um dos aspetos mais críticos e cruciais no âmbito dos estudos levados a cabo sobre mercados bancários de retalho⁷⁵.

2. A informação sobre produtos e serviços bancários de retalho

A prestação de informação encontra-se, hoje, profundamente enraizada nos mais diversos contextos, sendo considerada uma importante ferramenta para a tomada de decisão dos consumidores nos mercados bancários de retalho.

Com efeito, no âmbito da comercialização e contratação de produtos bancários, deparamo-nos, à luz do atual quadro normativo, com um vasto elenco de deveres de informação aplicáveis nos mais variados setores (desde o crédito à habitação, ao crédito aos consumidores, passando pela prestação de serviços de pagamento e

⁷² Neste sentido, Comissão Europeia (2010), p. 253.

⁷³ Neste sentido, Comissão Europeia (2010), p. 384.

⁷⁴ Neste sentido, Financial Conduct Authority (2013), p. 16.

⁷⁵ Por exemplo, o relatório da Comissão Europeia a que nos referimos neste ponto dá a conhecer o resultado de três estudos experimentais, dois deles tendo por objeto o relacionamento entre cliente e o agente ou entidade que lhe presta aconselhamento, com o intuito de verificar a reação dos consumidores à informação sobre conflitos de interesses, *maxime* à informação sobre os incentivos concedidos a esses agentes no âmbito da venda de produtos e serviços financeiros de retalho. Sobre os estudos experimentais que se relacionam com o aconselhamento, *vide* capítulos VII e VIII do mencionado relatório *in* Comissão Europeia (2010), pp. 300-381.

de moeda eletrónica⁷⁶), e que acompanha todos os “*momentos da vida*” desses produtos (deveres sobre publicidade e sobre preçários, de informação pré-contratual e contratual, assim como deveres de informação periódica⁷⁷).

No contexto da regulação da prestação de informação sobre produtos e serviços bancários de retalho, considerou-se relevante, não apenas disponibilizar ao consumidor vários elementos sobre as características dos referidos produtos e serviços, mas também assegurar a sua uniformização, promovendo-se assim a comparabilidade das várias ofertas apresentadas ao consumidor.

Essa situação resulta particularmente evidente no setor do crédito, em que foram concebidas medidas de custo do crédito destinadas a promover a comparação das diferentes ofertas apresentadas ao consumidor (como é o caso da TAEG no crédito aos consumidores e, mais recentemente, no crédito relativo a imóveis⁷⁸), bem como na previsão de modelos e requisitos específicos de informação, com particular relevância na fase pré-contratual (o que resulta da necessária disponibilização ao cliente de Fichas de Informação Normalizada), em linha com as preocupações manifestadas pela União Europeia nesse sentido⁷⁹.

Salienta-se, aliás, que a prestação de informação tem consubstanciado um dos mecanismos privilegiados pela União Europeia⁸⁰ na regulação do direito do consumo em geral, e, em especial, na regulação da comercialização de produtos e

⁷⁶ Constantes, designadamente, do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de 23 de junho (diploma que estabelece o regime aplicável aos contratos de crédito relativos a imóveis), do Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2 de junho (regime jurídico do crédito aos consumidores) e do Decreto-Lei n.º 317/2009, de 30 de outubro (RJSPME), todos decorrentes da transposição de Diretivas Comunitárias nesta matéria (entre as quais salientamos, respetivamente, as Diretivas do Parlamento Europeu e Conselho 2014/17/UE, 2008/48/CE e 2007/64/CE).

⁷⁷ Resultantes, respetivamente, dos Avisos do Banco de Portugal n.º 10/2008 (respeitante à publicidade sobre produtos e serviços bancários), n.º 8/2009 (que enuncia os deveres de informação em matéria de preçários), n.º 10/2014 (deveres de informação periódica na vigência dos contratos de crédito aos consumidores) e n.º 5/2017 (que estabelece, entre outros aspetos, os requisitos dos contratos de crédito hipotecário e os deveres de informação, periódica e complementar, a observar na vigência desses contratos).

⁷⁸ Cfr. artigo 24.º do Decreto-Lei n.º 133/2009 e artigo 15.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

⁷⁹ As medidas acima referidas decorrem, no caso do crédito aos consumidores, da Diretiva n.º 2008/48/CE e, no caso de contratos de crédito para imóveis de habitação, da Diretiva 2014/17/UE. Sobre a preocupação com a uniformização da prestação de informação, *vide* Comissão Europeia (2010), p. 10. Mais recentemente e em matéria de transparência de informação, assinalam-se também a Diretiva das Contas de Pagamento (Diretiva 2014/92/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014) e o Regulamento dos PRIIPS (Regulamento n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de fevereiro de 2014).

⁸⁰ E também à escala global. Sobre as valências da regulação no sentido da prestação de informação, *vide* LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 393.

serviços bancários de retalho. Também no contexto da “*Task force for the financial consumer protection*” da OCDE⁸¹, foi reconhecida a importância da prestação de informação como princípio estruturante para a proteção do consumidor de serviços financeiros⁸².

Por seu turno, também a nível nacional, tem vindo a reconhecer-se a premência e pertinência da necessidade de intervenção pública na regulação de deveres de informação com vista à resolução de falhas de mercado provocadas por assimetrias informativas entre instituições e clientes⁸³.

B. Os propósitos da prestação de informação

Em linha com o que foi referido na alínea anterior, salienta-se, em primeiro lugar, que um dos principais propósitos da prestação de informação consiste na resolução de falhas de mercado⁸⁴, causadas por assimetrias informativas entre consumidores e as entidades que comercializam produtos e serviços bancários.

Neste contexto, tem vindo a ser entendido que o consumidor e a entidade prestadora de serviços (*in casu*, as instituições financeiras) não estão, à partida, em pé de igualdade em relação à informação de que dispõem sobre um determinado produto ou serviço, nem tão-pouco os seus interesses, em termos de incentivos, estão alinhados⁸⁵.

Relativamente a esta situação de tendencial desigualdade (ou assimetria) da posição consumidor/instituição, assinala-se, em particular, o conhecido contributo de Akerlof⁸⁶ no âmbito do mercado de carros usados, em que se demonstrou como os consumidores podem ser levados a comprar carros de qualidade inferior (“*lemons*”) por um preço bastante superior ao respetivo valor efetivo (ou

⁸¹ Grupo de trabalho criado no seio da OCDE, incorporando tanto membros da OCDE, como dos G20. Sobre esta matéria *vide* OCDE (2011) e Banco de Portugal (2012), p. 26.

⁸² Sobre os princípios dos G20 para a proteção do consumidor de produtos e serviços financeiros, *vide* OCDE (2011) e Banco de Portugal (2012), p. 26-28.

⁸³ Banco de Portugal (2016), p. 95.

⁸⁴ Sobre a informação como mecanismo de resolução de falhas de mercado, cfr. LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 394, BUSCH, Christoph (2015), HOWELLS, Geraint, André Janssen & R. Schulze (eds) (2016) e SCHMOLKE, Klaus Ulrich (2017).

⁸⁵ Sobre a prestação de informação como forma de resolução de situações de assimetrias informativas/seleção adversa e de desalinhamento de incentivos, cfr. RUHL, Gisela (2011), p. 573 e LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 397.

⁸⁶ *Vide* AKERLOF George A. (1970).

“*fundamental*” como referimos no capítulo anterior), precisamente pela assimetria face aos respetivos vendedores e por não disporem de mecanismos para corretamente avaliar esse mesmo valor. A ideia aqui refletida passa, pois, por demonstrar como os agentes económicos podem ser levados a adquirir bens ou serviços a valores díspares do respetivo valor real por não disporem de informação perfeita, situação que cria conseqüentemente uma falha de mercado.

No específico âmbito dos produtos e serviços bancários de retalho, sustenta-se que o facto de as instituições disporem de informação quantitativa e qualitativamente superior à dos consumidores, é suscetível de afetar a qualidade das decisões sobre tais produtos e serviços, impedindo uma correta avaliação dos mesmos por parte dos consumidores, designadamente no que respeita à ponderação do peso dos respetivos encargos/rendimentos provenientes da contratação. A informação dos clientes é, por isso, em primeira instância, imperfeita e insuficiente, o que justifica a necessidade de regulação no sentido da previsão de deveres específicos de informação ao consumidor, com vista a assegurar que a mesma lhes seja transmitida de forma clara, completa e verdadeira⁸⁷.

A prestação de informação surge, assim, como uma forma de resolver o problema da assimetria informativa, conferindo ao consumidor todos os elementos relevantes no âmbito do seu processo decisório, não limitando a sua liberdade de escolha⁸⁸ e permitindo, desta forma, maximizar a escolha do consumidor, bem como reforçar a sua confiança no produto e, em consequência, no sistema financeiro⁸⁹.

Nesta sequência e tendo em conta a sua função de maximizar a escolha do consumidor, a prestação de informação dispõe ainda de um outro propósito adicional: a responsabilização do indivíduo no processo decisório. Com efeito, partindo do pressuposto de que é disponibilizada toda a informação relevante (quer a relativa a características benéficas para o consumidor, quer a relativa a aspetos mais sensíveis, como é o caso da respeitante aos custos), então poder-se-á concluir que o consumidor dispõe de todos os meios para efetuar a sua escolha,

⁸⁷ Banco de Portugal (2016), p. 95.

⁸⁸ Neste sentido, cfr. AVGOULEAS, Emiliós (2009), p. 7, LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 392 e BUSCH, Christoph (2015), p. 2.

⁸⁹ Sobre a informação como fenómeno propulsor de confiança, *vide* CAMPBELL, John Y. Howell E. Jackson, Brigitte C. Madrian & Peter Tufano (2011).

motivo pelo qual uma decisão menos conseguida, nem por isso significa uma decisão não ponderada⁹⁰. A prestação de informação ao consumidor é concebida, assim, como um mecanismo de fortalecimento (ou “*empowerment*”) da posição do consumidor, responsabilizando-o pelas suas ações decisórias na escolha de produtos e serviços bancários⁹¹.

Em terceiro lugar, também do ponto de vista das instituições financeiras, a prestação de informação parece assumir inegáveis valências. Em primeira linha, por constituir um mecanismo de eficiência: com efeito, atenta a tendência de uniformização da informação sobre produtos e serviços bancários, poder-se-á entender que tal acarreta benefícios do ponto de vista da concorrência e eficiência do mercado, fazendo com que as instituições se movam no sentido de oferecer ao cliente o produto que lhe é mais adequado e com melhor preço, sob pena de ele optar por outro produto junto de outra instituição. Por outro lado, a prestação de informação assume um carácter não intrusivo (designadamente por comparação com medidas de regulação mais severas, como a imposição de requisitos específicos sobre as condições em que devem ser comercializados certos produtos), podendo ser vista como mecanismo mais “*popular*”, por assegurar a liberdade nos mercados⁹².

Em jeito de síntese sobre o papel da prestação de informação no contexto da comercialização de produtos e serviços bancários de retalho, assinala-se o seguinte contributo do CGAP⁹³: *“Em mercados com um quadro regulatório de crescente proteção do consumidor, um dos pontos de partida comuns para os decisores políticos é melhorar a divulgação e a transparência dos produtos bancários de retalho (...). Do ponto de vista teórico, a divulgação universal e abrangente e a transparência dos produtos **devem apoiar a tomada de decisões informadas dos consumidores**, bem como incentivar a **concorrência leal**, pressionando as empresas*

⁹⁰ A respeito da responsabilização do consumidor na tomada de decisão sobre produtos e serviços bancários por força da transmissão de informação e da formação financeira, *vide* Santos, Ana Cordeiro & Vânia Costa (2013).

⁹¹ Sobre o “*empowerment*” das decisões dos consumidores no contexto dos contratos relativos a valores mobiliários, *vide* PAREDES, Troy A. (2003), p. 12.

⁹² Sobre a prestação de informação como mecanismo de eficiência e sobre o seu carácter não intrusivo, *cfr.* LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 392, AVGOULEAS, Emílios (2009), p. 6 e CGAP (2014), p. 3.

⁹³ CGAP (2014), p. 3. Tradução livre. Também em jeito de síntese sobre os propósitos da prestação de informação, *cfr.* LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 392.

*a competir em preço e qualidade (...). A prestação de informação como princípio para um regime de proteção ao consumidor também é **menos controversa** ou complicada de implementar do que outras medidas políticas (...), como requisitos de adequação ou restrições sobre determinados recursos do produto ou estruturas de preços. Isso ocorre porque a divulgação é baseada no princípio subjacente de «caveat emptor» ou «comprador cuidadoso», o que pressupõe que, se a informação for transparente e prontamente acessível, **o ónus da escolha e as consequências subsequentes devem refletir-se predominantemente no cliente.**”⁹⁴*

A título complementar e tendo em conta, por um lado, as características que vimos sobre a regulação de deveres de informação como forma de maximizar a escolha do consumidor e sobre o caráter não intrusivo deste tipo de regulação, poderíamos, numa primeira abordagem, concluir que a prestação de informação corresponde a um “*nudge*” para o consumidor⁹⁵ na aceção propugnada pela perspetiva económico-comportamental, dado que não limita a sua liberdade de escolha nem lhe é oneroso, mas a sua análise parece ser suscetível de influenciar a respetiva decisão.

No entanto e conforme veremos com mais pormenor no presente capítulo, a mera prestação de informação pode não configurar, por si só, um “*nudge*”⁹⁶, precisamente porque, como referido pelo CGAP, a mesma parte do pressuposto do “*comprador cuidadoso*”, *rectius* do agente económico racional. Aliás, em conformidade com o que vimos no capítulo dedicado às finanças comportamentais, a disponibilização de informação assume-se, de resto, como um dos pressupostos-base da eficiência dos mercados em que se baseiam as finanças tradicionais⁹⁷. Por outro lado e conforme será melhor descrito *infra*, a forma da prestação de informação é um fator determinante na passagem da mensagem ao respetivo destinatário, pelo que consideramos que não será tanto a informação que poderá

⁹⁴ Destaques nossos.

⁹⁵ Sempre seria um “*nudge*” para o consumidor e não tanto para as instituições financeiras dado que estas têm custos com a prestação de informação. Sobre “*nudges*”, *vide* alínea A) do capítulo II da presente dissertação e THALER, Richard H. & Cass Sunstein (2008), p. 19.

⁹⁶ Cfr. HALPERN, David (2015), pp. 183 e 184.

⁹⁷ Neste contexto e para além dos contributos já apresentados sobre as finanças tradicionais no ponto 1. da alínea B) do capítulo II desta dissertação (com particular enfoque para Eugene Fama), salienta-se, no que respeita especificamente à informação sobre produtos e serviços bancários de retalho, os contributos de RAMIREZ, Victor Miguel Andrade (2013), BUSCH, Christoph (2015) e SCHMOLKE, Klaus Ulrich (2017).

fazer a diferença do ponto de vista da percepção dessa mensagem pelo consumidor, mas sim a forma como a mesma lhe é apresentada.

Conforme veremos *infra*, a prestação de informação poderá não servir, por si só, para elucidar corretamente os consumidores na tomada de decisão sobre produtos e serviços bancários. Como venceu a OCDE num contributo sobre economia comportamental e proteção do consumidor de produtos financeiros, chegou-se à “conclusão que, por força do tempo e motivação limitados que os consumidores dedicam às decisões financeiras, a prestação de informação não é, por si só, suficientemente efetiva para informar e desenvolver a tomada de decisões dos consumidores”⁹⁸.

C. Os problemas levantados pela prestação de informação: complexidade, racionalidade limitada e excesso de informação

Na linha do que foi referido *supra*, verifica-se que, não obstante a tendência consolidada de regulação da prestação de informação tendo por intuito conferir ao consumidor todos os elementos relevantes na tomada de decisão sobre produtos e serviços bancários, certo é que a sua efetividade tem vindo a ser debatida e, de certa forma, posta em causa.

De facto, diversos contributos da economia comportamental têm vindo a evidenciar as limitações da prestação de informação no âmbito da tomada de decisão sobre produtos e serviços bancários de retalho, sustentando que, contrariamente ao propugnado pela economia tradicional, a informação não constitui o único elemento utilizado pelo consumidor nesse processo decisório⁹⁹.

À luz desta perspetiva, não se afigura suficiente, para garantir a efetividade da prestação de informação, conferir, ao cliente bancário, o respetivo acesso: com efeito, para que a informação se assuma, efetivamente, como uma ferramenta na tomada de decisão dos clientes bancários, a mesma terá de ser compreendida e

⁹⁸ OCDE (2017), p. 10 (tradução livre).

⁹⁹ Cfr., a título exemplificativo, CGAP (2014), p. 3, OCDE (2017), p. 10, Financial Conduct Authority (2016) e Comissão Europeia (2016).

utilizada. A disponibilização de informação não substitui, assim, a sua correta interpretação e utilização por parte do cliente bancário¹⁰⁰.

Esta necessidade de compreensão e utilização suscita, desde logo, problemas no âmbito da informação sobre produtos e serviços bancários, porquanto é consabido, na linha do expusemos *supra* sobre os traços característicos do mercado bancário de retalho, que tais produtos assumem, por norma, carácter complexo para o cliente, não sendo a linguagem utilizada na respetiva comercialização de fácil apreensão¹⁰¹. Este aspeto foi destacado num estudo levado a cabo pela FCA, nos termos do qual se referiu que a maioria dos consumidores considera tais produtos complexos e a tomada de decisões financeiras é tida como “*difícil, desagradável e dispendiosa de tempo*”¹⁰². Neste sentido, os consumidores não dispõem de motivação suficiente para a apreensão de todos os elementos que lhes são disponibilizados¹⁰³.

A complexidade de produtos e serviços bancários é acompanhada, da parte do cliente bancário comum, por um défice de literacia financeira. Com efeito, de acordo com os resultados divulgados na sequência do inquérito à literacia financeira da população portuguesa efetuado em 2015 (que, por sua vez, teve em consideração o inquérito efetuado pela OCDE no âmbito da rede *International Network on Financial Education*), constata-se que, não obstante os conhecimentos financeiros dos clientes portugueses estarem em linha com os dos outros países, existem lacunas de literacia que se verificam de forma transversal em todos esses países (ainda que condicionadas por aspetos específicos relacionados com o contexto económico, o estágio de desenvolvimento do sistema financeiro e os níveis de inclusão financeira)¹⁰⁴. Assim, e tendo em consideração a tendencial dificuldade do cliente na apreensão de conceitos financeiros, o acesso à informação

¹⁰⁰ Neste sentido, PAREDES, Troy A. (2003), p. 15 e BUSCH, Christoph (2015), p. 3.

¹⁰¹ Sobre os problemas relacionados com a complexidade de produtos financeiros e da respetiva informação, cfr. AVGOULEAS, Emílios (2009), p. 14.

¹⁰² Financial Conduct Authority (2013), p. 16. No mesmo sentido, cfr. Comissão Europeia (2010), p. 6. Sobre a complexidade dos produtos financeiros, *vide* também BARR, Michael S. (2008), p. 1 e WEBER, Robert F. (2012).

¹⁰³ Neste sentido, *vide* BAR-GILL, Oren & Omri Ben-Shahar (2013), p. 110.

¹⁰⁴ Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (2016), p. 12. Sobre a iliteracia financeira na realidade norte-americana, *vide* WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 751-754 e BEN-SHAHAR, Omri & Carl F. Schneider (2010), p. 667.

pode não chegar para proteger o consumidor enquanto parte mais débil ou “*naif*” da relação jurídico-bancária¹⁰⁵.

Se é verdade que a informação financeira assume carácter complexo e que a respetiva apreensão por parte dos consumidores, dada a sua tendencial iliteracia, nem sempre se considera garantida, importa contudo evidenciar que, mesmo num contexto em que os consumidores disponham desse tipo de conhecimentos, tal pode não garantir, por si só, a adequada interpretação e perceção dessa informação.

É que, como vimos anteriormente, os agentes económicos dispõem de racionalidade limitada, pelo que a tendência crescente de disponibilização de mais e mais informação pode não conduzir necessariamente à obtenção de decisões mais ponderadas e racionais. Chegamos, assim, aos problemas relacionados com a racionalidade limitada e com o excesso de informação.

Com efeito e na senda do referido no capítulo anterior, o *homo oeconomicus* ou racional é substituído, na perspetiva económico-comportamental, por um homem sujeito à ação de vieses cognitivos e com racionalidade limitada, cunhada por Herbert Simon como a capacidade limitada do agente económico para o processamento de informação, a manutenção da atenção ou a ponderação na tomada de decisões¹⁰⁶. Neste sentido, tal agente não dispõe de racionalidade plena, não lhe sendo exequível analisar todas as alternativas comportamentais possíveis, nem tão-pouco antecipar todas as consequências de cada uma das alternativas,

Contrariamente ao que propugnam as finanças tradicionais, a racionalidade e a atenção dos consumidores são recursos escassos, pelo que se assume como natural (e *inclusive* racional, dados os custos que a análise de todos os elementos prestados pressuporia) que o consumidor não analise toda a informação que lhe é disponibilizada¹⁰⁷. A ideia passa por, numa perspetiva de análise custo-benefício, não ser compensatório para o cliente analisar todos esses elementos, o que o leva a

¹⁰⁵ Neste sentido, *vide* GABAIT, Xavier, Augustin Landier & David Thesmar (2012), pp. 13-18.

¹⁰⁶ Cfr. SIMON, Herbert A. (1947), SIMON, Herbert A. (1955). Também nesta matéria, cfr. CABRAL, Nazaré da Costa (2008), pp. 250-261, BARROS, Gustavo (2007) e AVGOULEAS, Emílios (2009).

¹⁰⁷ Neste sentido, *vide* LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 399. Os referidos autores salientam, por exemplo no âmbito da perceção pelos consumidores das políticas de privacidade na internet, que “ 54% das políticas de privacidade vão para além do alcance de 57% da população da Internet (...) e (...) que o valor agregado do tempo que levaria os consumidores dos EUA a analisar essa informação seria \$ 652 bilhões por ano.” Tradução livre.

aceitar, “*de forma cega*”, os termos e condições que lhe são apresentados pelo prestador de serviços¹⁰⁸.

Sobre os efeitos da racionalidade limitada na análise da informação pelo consumidor, declara Troy Paredes¹⁰⁹, na linha do propugnado por Herbert Simon, “*a racionalidade limitada afeta a forma como as pessoas tomam decisões. As capacidades cognitivas são recursos escassos e devem ser alocados; tendo em conta essa limitação de capacidades cognitivas, as pessoas não podem ter em consideração toda a informação que lhes é disponibilizada, não podendo, assim, avaliar as suas escolhas de forma perfeita. (...) Em consequência, as pessoas tendem a avaliar quanto tempo e esforço devem gastar na realização de uma tarefa, e, racionalmente, excluem certas informações e opções, porquanto a análise de toda a informação tornaria o processo decisório incontrolável e esmagador.*”

Quanto a nós, esta atitude pode também ser explicada pela ação dos dois sistemas cognitivos (o sistema 1, intuitivo e automático e o sistema 2, reflexivo e mais demorado) a que fizemos referência no capítulo anterior: assim e atenta a racionalidade limitada do indivíduo, o mesmo analisa a informação de forma seletiva, quer pela ação do sistema 1 por recurso a heurísticas com vista a processá-la mais rapidamente, quer com base na memória construída e seletiva que o sistema 2 lhe proporciona¹¹⁰.

A racionalidade limitada dos indivíduos assume particular acuidade no contexto do debate que tem vindo a surgir em torno da questão relativa ao excesso de informação: em boa verdade, dada a racionalidade limitada dos indivíduos, levantam-se reservas relativamente à asserção segundo a qual “*quanto mais informação, melhor*”¹¹¹.

Assim e se, por um lado, o objetivo da informação passa por conferir ao consumidor ferramentas que o auxiliem na tomada de decisão, os contributos da economia comportamental nesta matéria vieram demonstrar que, se, num primeiro momento, o agente tem em consideração novas informações, à medida

¹⁰⁸ Sobre as razões para os consumidores aceitarem, de forma cega, as cláusulas contratuais gerais no direito do consumo, a Comissão Europeia, num relatório elaborado nesta matéria, salientou a racionalidade inerente a essa decisão. Cfr. Comissão Europeia (2016), p. 16.

¹⁰⁹ PAREDES, Troy A. (2003), p. 16. Tradução livre.

¹¹⁰ Cfr. KAHNEMAN, Daniel (2013), pp. 40 e 41 e MERKLE, Christoph (2007), pp. 16 e 17.

¹¹¹ Cfr. SCHMOLKE, Klaus Ulrich (2017), p. 17.

que a quantidade de elementos transmitidos vai aumentando e tendo em conta a racionalidade limitada dos indivíduos, o mesmo faz um menor uso dessas informações¹¹². A utilidade marginal da prestação de informação assume, assim, caráter decrescente¹¹³, configurando o excesso de informação o ponto em que as desvantagens da introdução de mais informações no processo decisório são superiores às vantagens dessa mesma introdução¹¹⁴.

Se juntarmos à informação sobre um produto ou serviço uma quantidade significativa de opções, então o problema do excesso de informação assume contornos ainda mais pronunciados: neste particular, a perspetiva económico-comportamental tem vindo a defender que quanto maior é a informação e as várias opções disponíveis, menor é a capacidade de o cliente escolher o produto mais adequado (racional) às suas necessidades. Neste contexto, assinala-se um estudo efetuado no México em conjunto pelo CGAP e o Banco Mundial, em que se demonstrou precisamente que *“a capacidade de o consumidor selecionar o melhor produto numa determinada tabela de produtos de poupança ou de crédito diminuiu quando o número de produtos aumentou de cinco para dez.”*¹¹⁵ Por outro lado, e não obstante a regulação no sentido da definição de requisitos mínimos e uniformes de informação¹¹⁶, a verdade é que, na generalidade das situações, se revela possível, por parte dos prestadores de serviços, acrescentar novos campos, o que é suscetível de gerar problemas acrescidos de interpretação por parte dos clientes.

Por fim, dada a tendencial desigualdade das posições assumidas entre cliente e instituição e estando em causa, as mais das vezes, cláusulas contratuais gerais, os consumidores podem optar por não ler atentamente a informação que lhes é disponibilizada por haver muito pouca, ou praticamente nenhuma margem de negociação na contratação¹¹⁷. Neste contexto é a própria vontade em celebrar o

¹¹² Neste sentido, TUTTLE, Brad & F. Greg Burton (1999), p. 674, PAREDES, Troy A. (2003), p. 21, RUHL, Gisela (2011), p. 580 e WILSON, Andrea (2014), p. 1.

¹¹³ ENGEL, Martin & Johanna Stark (2014), p. 2.

¹¹⁴ PAREDES, Troy A. (2003), p. 22.

¹¹⁵ Cfr. CGAP (2014), p. 5, tradução livre. Também no mesmo sentido, *vide* AFM (2015), p. 21.

¹¹⁶ Caso, por exemplo, dos requisitos do contrato de crédito constantes do artigo 12.º do Decreto-Lei n.º 133/2009.

¹¹⁷ *Vide* nesta matéria, Comissão Europeia (2016), p. 17 e, especificamente sobre a aceitação *“cega”* de informação mediante a aposição de *“ticks”*, ENGEL, Martin & Johanna Stark (2014), pp. 3-5.

contrato que leva o cliente a aceitar, de forma praticamente acrítica ou cega, o teor das condições que lhe são apresentadas¹¹⁸.

Neste sentido e em jeito de conclusão sobre o problema do excesso de informação, salienta Lauren Willis, num contributo sobre os empréstimos *subprime* nos EUA, que “*informação a mais pode ser tão perigosa como pouca informação*” por três ordens de razões: em primeiro lugar, porque a quantidade de informação que é disponibilizada pode ser desencorajadora, levando a que o cliente nem sequer perceba-la; depois, porque a tarefa de analisar tanta informação pode levar a que a mesma se torne menos “*rastreável*”, em consequência da sobrelotação da memória e atenção do cliente; por fim e porquanto, como veremos na alínea que se segue, o excesso de informação pode levar a que o cliente apenas analise alguns elementos (por exemplo, os primeiros ou últimos elementos transmitidos, ou aqueles a que foi conferido particular destaque ou saliência), ainda que não necessariamente os mais relevantes para a tomada de uma boa (racional) decisão, por força da ação de heurísticas e enviesamentos. Como se conclui nessa sede, “*num mundo onde a atenção é um recurso da maior escassez, a informação pode tornar-se um luxo caro, dado que pode retirar a nossa atenção do que é importante e focá-la no que não é importante*”¹¹⁹.

D. A reação dos consumidores

Vimos, nos pontos anteriores, como, não obstante os propósitos de proteção do consumidor subjacentes ao esforço que tem vindo a verificar-se no sentido da previsão crescente de deveres de informação, tais deveres podem suscitar problemas de apreensão, designadamente tendo em conta a racionalidade limitada dos indivíduos.

Este ponto procura escarpelizar, em concreto, as reações dos consumidores aos problemas suscitados pela prestação de informação, mais propriamente sobre

¹¹⁸ Por outro lado, o cliente pode sentir-se confiante relativamente ao respetivo teor, atenta a multiplicidade de destinatários englobados nas cláusulas contratuais gerais, dispensando consequentemente a sua leitura.

¹¹⁹ WILLIS, Lauren E. (2006), p. 767.

como podem tomar decisões sobre produtos e serviços bancários, determinadas pela ação de heurísticas e vieses cognitivos¹²⁰.

1. Reação ao excesso de informação: saliência, enquadramento e ancoragem

Uma tendência relativamente comum no comportamento de um indivíduo a quem seja prestada informação em massa e complexa reside, naturalmente, numa tentativa de sintetização e simplificação¹²¹, por forma a torná-la, aos seus olhos, mais perceptível.

Não resulta, assim, estranho que o consumidor, na reflexão que efetua sobre a informação que lhe é disponibilizada pelos vários prestadores de serviços bancários, foque a sua análise em certos elementos, eliminando do processo decisório, por sua iniciativa ou por influência de outrem, outros elementos. Neste sentido, salienta-se o já mencionado contributo sobre as limitações da informação no âmbito dos empréstimos *subprime* nos EUA¹²², de onde resulta que *“os deveres de informação (...) instituídos têm por propósito auxiliar os mutuários, inundando-os com todos os elementos de informação que os mesmos necessitam para avaliar o preço da operação de crédito. Mas será que os consumidores utilizam toda esta informação na decisão de contratar um empréstimo? O problema cognitivo relativo ao excesso de informação faz com que raros ou nenhuns sejam os casos de consumidores que têm em consideração todos esses fatores.”*

Como vimos na alínea C) deste capítulo, esta tendência de seleção/ simplificação de informação não é, em si mesma, uma reação irracional, dado que, pressupõe uma avaliação custo-benefício de onde resulta não ser exequível (face à racionalidade limitada do agente económico) ou eficiente analisar, de forma exhaustiva, todos os elementos disponibilizados¹²³; no entanto, certo é que essa tendência é também suscetível de traduzir-se na eliminação de informação relevante no processo decisório, situação que resulta patente, desde logo, dos

¹²⁰ Definidos pela FCA como *“formas específicas mediante as quais o pensamento humano se afasta da racionalidade”*. Financial Conduct Authority (2013), p. 4.

¹²¹ Vide, nesta matéria, PAREDES, Troy A. (2003), pp. 17-23.

¹²² WILLIS, Lauren E. (2006), p. 766.

¹²³ Neste sentido, cfr. PAREDES, Troy A. (2003), p. 23.

contributos da psicologia nesta matéria¹²⁴, os quais vieram demonstrar a tendência de o indivíduo não controlar a forma como aloca a sua atenção a tais elementos.

Esta tendencial reação do consumidor no sentido da limitação e simplificação da informação faz com que o mesmo confira, por sua iniciativa ou por influência de terceiro (como veremos), particular relevância (ou saliência) a determinados aspetos da informação. Neste contexto, referem George Loewenstein, Cass Sunstein e Russel Golman que *“tendo em conta a grande variedade de fatores que afeta a importância subjetiva da informação, certos itens captam a atenção do agente, enquanto outros desaparecem no fundo, mesmo que sejam extremamente relevantes e que seja racional focar-se neles”*¹²⁵.

Este efeito de *“saliência”* pode, em primeiro lugar, verificar-se por iniciativa do consumidor, que confere, ele próprio, maior importância a um determinado elemento de informação: é o caso, por exemplo, dos consumidores que baseiam a decisão de contratar um empréstimo exclusivamente no valor da prestação mensal¹²⁶. A este respeito, importa salientar que, à luz do enquadramento jurídico-bancário atual, o valor da prestação pode estar condicionado à manutenção de certos produtos e serviços financeiros (as chamadas *“vendas associadas facultativas”*¹²⁷), ou, nos casos de contratos de crédito com taxa de juro variável, às variações do indexante¹²⁸, motivo pelo qual o valor da prestação tipicamente pode apresentar alterações. Neste sentido, a avaliação do produto apenas com base nesse elemento (desconsiderando, por exemplo, os elementos respeitantes às circunstância de variação da taxa de juro) pode revelar-se insuficiente para uma tomada de decisão ponderada e esclarecida de contratar um empréstimo.

Do mesmo modo, pode suceder que o cliente confira particular enfoque a determinadas informações tendo presente a ordem em que as mesmas são

¹²⁴ Cfr. LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 388-399.

¹²⁵ LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 399, tradução livre.

¹²⁶ Neste sentido, vide WILLIS, Lauren E. (2006), p. 788, de onde resulta que *“uma heurística de simplificação utilizada pelos mutuários (...) no sentido de decidir se pretendem, ou não, contratar o empréstimo, consiste em utilizar apenas a prestação mensal como o único elemento relacionado com o preço no qual a decisão se baseia.”* Tradução livre.

¹²⁷ Cfr., por exemplo, n.º 3 do artigo 11.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de onde resulta a possibilidade de, nos contratos de crédito hipotecário, serem *“propostos ao consumidor outros produtos ou serviços financeiros como forma de reduzir as comissões ou outros custos do contrato de crédito, nomeadamente o spread da taxa de juro.”*

¹²⁸ Cfr. artigo 21.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

apresentadas num determinado documento, por exemplo os elementos que surgem em primeiro ou em último lugar.

Mas o efeito de saliência pode também ser despoletado pelo comportamento de terceiro, designadamente nas situações de aconselhamento levado a cabo por funcionários (aspeto de que nos ocuparemos com mais detalhe no ponto subsequente). Nestas situações e tendo em conta que a racionalidade e a atenção do cliente são, como vimos, recursos escassos, o funcionário poderá apresentar, com maior saliência, certos aspetos da informação, designadamente fazendo valer as suas características mais benéficas ou atrativas para o cliente bancário¹²⁹. Estudos demonstram, nesta matéria, que o facto de serem objeto de saliência certas características mais atrativas (como por exemplo, a apresentação do valor da prestação durante o período de carência nos casos de contratação de empréstimos com carência de capital e/ou juros¹³⁰ ou, no caso da comercialização de depósitos indexados, das *performances* positivas dos ativos a que os mesmos estão indexados) pode ser suscetível de moldar as escolhas dos consumidores¹³¹.

Em estreita relação com a saliência da prestação de certas informações está o enquadramento da informação sobre o produto ou serviço: com efeito, os estudos sobre a economia comportamental vieram demonstrar que a forma como a escolha é enquadrada tem relevância no domínio das decisões dos consumidores, mesmo em circunstâncias de produtos com resultados financeiramente equivalentes¹³². Neste contexto, a apresentação da informação de uma forma especialmente

¹²⁹ Neste sentido, Financial Conduct Authority (2013), p. 18.

¹³⁰ Nessa situação, para além dos vieses relacionados com a prestação de informação, as carências dos empréstimos podem ainda relacionar-se com um outro enviesamento muito referido nos estudos sobre economia comportamental (e também na sua aplicação aos mercados financeiros), em linha aliás com a influência do “*fator tempo*” na tomada de decisão sobre produtos e serviços bancários: trata-se do chamado “*desconto hiperbólico*”, o qual respeita à tendencial sobrevalorização do presente em relação ao futuro e que consubstancia uma conduta muito comum na contratação de créditos (em que os consumidores veem a vantagem financeira de obter um determinado montante, sem avaliarem devidamente os respetivos encargos). No entanto e porque este viés não se relaciona diretamente com a prestação de informação, o mesmo não será dissecado nesta sede. Em todo o caso, sobre o desconto hiperbólico/viés do presente na tomada de decisões sobre produtos bancários de retalho, *vide* Financial Conduct Authority (2013), p. 53, OCDE (2017), p. 12 e CGAP (2014), p. 20.

¹³¹ Neste sentido, Financial Conduct Authority (2013), p. 18. Sobre o papel da saliência na prestação de informação financeira, *vide* HIRSHLEIFER, David A., Sonya Lim & Siew Hong Teoh (2004), WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 766 e seguintes, DEBONDT, Werner F.M., Rosa M. Mayoral & Eleuterio Vallelado (2012), WILSON, Andrea (2014), SHATON, Maya (2016), FRYDMAN, Cary and Wang, Baolian (2017) e OCDE (2017), p. 14.

¹³² Cfr. Financial Conduct Authority (2013), p. 18. Também nesta matéria, PI, Daniel, Francesco Parisi & Barbara Luppi (2013), p. 7.

apelativa para o cliente (por exemplo no âmbito da publicidade), a utilização de certo tipo de linguagem, ou, como vimos, a chamada de atenção para as características positivas de um determinado produto podem, de facto, assumir peso na decisão dos consumidores¹³³.

É, de resto, precisamente o enquadramento que determina o poder das tão conhecidas normas supletivas ou opções por defeito na chamada “*arquitetura da escolha*”, as quais têm vindo a ser assumidas como “*nudges*” pela economia comportamental¹³⁴. Nestes casos, poderá utilizar-se o enquadramento para apresentar, por defeito, aquela que é vista como a solução mais racional, sendo que o agente acaba por escolher essa opção precisamente por entender que a mesma será a melhor, dado que corresponde à opção por defeito¹³⁵ (por exemplo, a apresentação, por defeito, de um limite de crédito inferior ao de € 1.500 (mil e quinhentos euros) que é habitualmente praticado nos cartões de crédito, levando o cliente a solicitar, em consequência, esse limite mais reduzido).

Um outro enviesamento bastante comum no âmbito da interpretação da informação reside na criação de pontos de referência ou “*âncoras*” (a que já aludimos no capítulo anterior, em que se salientou a teoria da perspetiva de Daniel Kahneman e Tversky), definidas como as situações em que “*as pessoas consideram um valor particular para uma quantidade desconhecida, antes de calcularem essa quantidade*”, avaliando determinada opção precisamente em função desse mesmo valor¹³⁶. A ancoragem corresponde, em rigor, à atribuição, por parte do agente, de demasiada importância a uma determinada informação (a “*âncora*”) na tomada de decisões, ajustando-as em função dessa mesma informação¹³⁷.

¹³³ Neste sentido, vide CGAP (2014), p. 20, POMPIAN, Michael M. (2006), pp. 237-247 e SANTOS, Ana Cordeiro & Vânia Costa (2013), p. 765.

¹³⁴ Sobre o papel do enquadramento da informação na escolha do consumidor e da sua relação com normas supletivas, vide AFM (2015), p. 18 e Financial Conduct Authority (2013), p. 42.

¹³⁵ No caso das normas supletivas, pode também ser determinante a inércia do agente, por exemplo nos casos em que a opção por defeito seja aplicável e o agente mesmo apenas se pronuncie se discordar da opção por defeito (“*opt out*”). Sobre as normas supletivas e a sua configuração como “*nudge*”, vide THALER, Richard H. & Cass R. Sunstein (2008), pp. 124-128.

¹³⁶ KAHNEMAN, Daniel (2013), p. 162, onde o referido autor salienta “*Se vos perguntarem se Gandhi tinha mais de 114 anos quando morreu, acabarão com uma estimativa muito mais alta da sua idade à data da morte do que se a pergunta da ancoragem referisse a morte aos 35 anos.*” Sobre a ancoragem na teoria da perspetiva, vide KAHNEMAN, Daniel & Amos Tversky (1979). Nesta matéria, cfr. também POMPIAN, Michael M. (2006), pp. 75 e seguintes.

¹³⁷ Neste sentido, LOBÃO, Júlio (2015), pp. 124-125.

No contexto da avaliação de informação sobre produtos e serviços bancários, a OCDE e a FCA¹³⁸ destacaram a forma como os consumidores avaliam um produto em função de um ponto de referência, fazendo notar como um mesmo resultado pode ser enquadrado como um ganho ou como uma perda, dependendo da escolha desse ponto de referência.

A título exemplificativo, chama-se ainda à atenção para um estudo efetuado pela autoridade holandesa responsável pela supervisão dos mercados financeiros (a AFM) no âmbito da contratação de crédito aos consumidores, em que se revelou que a predisposição de contratação de valores mais reduzidos ou mais elevados de crédito pode variar em função dos pontos de referência/âncoras que são apresentados aos consumidores, tendo-se verificado que os consumidores a quem foram apresentadas “*âncoras*” de valor superior, manifestaram vontade de solicitar o montante de crédito superior¹³⁹.

Da análise que fizemos sobre a tendencial reação dos consumidores de, por sua iniciativa ou por aconselhamento de terceiro, optar por selecionar determinados elementos de informação no âmbito do seu processo decisório, podemos retirar desde logo uma conclusão: a forma como a informação é apresentada ao cliente bancário tem relevo na sua decisão. Vimos, nesta sede, como a mesma pode toldar o raciocínio do consumidor, retirando do seu foco decisório aspetos que podem consubstanciar elementos-chave na avaliação de um produto ou serviço bancário. Veremos, mais tarde, como a forma da prestação de informação poderá consubstanciar o mais básico dos “*nudges*”¹⁴⁰.

2. Influência social nas decisões financeiras: aconselhamento e comportamento de manada

Terminámos o ponto anterior referindo que a forma como a informação é prestada pode exercer uma influência determinante na ação decisória do consumidor; no entanto, entendemos que os problemas suscitados pela prestação de informação podem não se confinar apenas à respetiva forma, dada a existência de outros fatores que também exercem relevância, como é o caso da suscetibilidade do

¹³⁸ Cfr. Financial Conduct Authority (2013), p. 53 e OCDE (2017), p. 13.

¹³⁹ Cfr. AFM (2015), p. 20.

¹⁴⁰ Neste sentido, HALPERN, David (2015), p. 184.

consumidor à influência social. A forma da prestação de informação pode assim não ser a (única) solução quando a interpretação dessa informação e, em consequência, a decisão do consumidor não é feita de forma isolada, o que resulta desde logo patente nas situações de atendimento ao balcão.

É que, como vimos no capítulo anterior, a perspectiva económico-comportamental conferiu ao *homo oeconomicus* um carácter mais humano, substituindo a visão de um “*cyborg omnisciente, controlado e frio, aparentemente imune à sua envolvimento e dirigido para a maximização do seu bem-estar (utilidade individual)*”¹⁴¹ por um ser racionalmente limitado e vulnerável à influência de outros seres humanos. Ocupámo-nos, no presente capítulo, da complexidade dos produtos e serviços bancários e vimos como o cliente bancário, por ser racionalmente limitado, confere relevância a outros aspetos que não a prestação de informação.

Não resulta, por isso, estranho que face à dificuldade que demonstra na perceção e interpretação do sentido e alcance da informação sobre produtos e serviços bancários, o consumidor procure aconselhamento junto de quem domina esses conceitos ou daqueles com quem mais convive, conferindo particular destaque ao sentido desse aconselhamento na respetiva tomada de decisão. Assim, verifica-se, face à tendencial aversão dos consumidores à tomada de decisões sobre questões financeiras, um fenómeno de “*delegação*” da decisão: neste contexto e tendo em conta que os clientes se veem a eles próprios como “*não especialistas*” nesta tomada de decisão, “*ao invés de procederem à recolha e análise de informação sobre produtos alternativos e de fazerem as suas escolhas com base nesta avaliação, eles frequentemente recorrem ao conselho interessado dos funcionários das instituições financeiras, ou ao conselho de amigos e familiares, que pode não ser o mais informado*”¹⁴².

A este respeito e no que especificamente se refere ao aconselhamento profissional, importa, antes de mais, salientar que a prestação de aconselhamento se assume, de resto, como uma ferramenta fundamental na decisão sobre produtos e serviços bancários, sendo reconhecida a sua importância no contexto de auxiliar o cliente na perceção das respetivas componentes (designadamente de fatores como o risco

¹⁴¹ SARAIVA, Rute (2011), p. 1088.

¹⁴² Neste sentido, SANTOS, Ana Cordeiro & Vânia Costa (2013), p. 782.

e a incerteza), bem como na promoção da necessária confiança entre o cliente e o seu prestador de serviços bancários¹⁴³. Há quem veja *inclusive* o aconselhamento como uma forma de “*licenciamento moral*” para o cliente optar por um determinado produto ou serviço, conferindo ao sentido do aconselhamento um maior grau de credibilidade, em face dos conhecimentos financeiros de que o funcionário ou intermediário dispõe¹⁴⁴. Neste sentido, a disponibilização de informação em conjunto com a prestação de aconselhamento desencadeiam no consumidor a chamada “*aparência de legalidade*”, promovendo respetivamente a sua confiança¹⁴⁵.

Curiosamente, a solicitação de aconselhamento profissional não surge, contudo, necessariamente associada a indivíduos com menores índices de literacia financeira¹⁴⁶: de facto, o recurso ao aconselhamento assume carácter transversal, ocorrendo tanto por iniciativa do cliente bancário mais vulnerável e com menor grau de literacia financeira, como também do cliente mais sofisticado.

No entanto, o sentido e carácter benéfico do aconselhamento conferido pelos funcionários no contexto específico da disponibilização de informação e da consequente tomada de decisão pelo cliente bancário tem vindo a ser objeto de debate, constituindo esse aspeto, como veremos, uma das recentes preocupações regulatórias na comercialização de produtos e serviços bancários de retalho. Com efeito, existem crescentes vozes a alertarem para o facto de os funcionários das instituições, ou os seus intermediários¹⁴⁷, poderem moldar as escolhas dos consumidores e explorar os seus vieses cognitivos, dada a influência que sobre eles exercem¹⁴⁸. A fronteira entre o sentido benéfico do aconselhamento na tomada de decisão dos consumidores, a persuasão para a aquisição de um determinado produto ou serviço e, no limite, a manipulação do consumidor pode, assim, revelar-se muito ténue.

¹⁴³ Cfr. Financial Conduct Authority (2013), p. 16 e CGAP (2015), p. 8.

¹⁴⁴ LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 402, WILLIS, Lauren E. (2006), p. 801 e Comissão Europeia (2010), p. 6.

¹⁴⁵ Sobre a disponibilização de informação como “*aparência de legalidade*”, vide WILLIS, Lauren E. (2006), p. 795.

¹⁴⁶ Neste sentido, GENTILE, Monica, Nadia Linciano & Paola Soccorso (2016), p. 11 e HACKETHAL, Andreas, Michael Haliassos & Tullio Jappelli (2011), p. 23.

¹⁴⁷ Cujo regime aplicável resulta do Decreto-Lei n.º 81-C/2007, de 7 de julho e que são pessoas que, sem conceder diretamente crédito, intervêm no processo de concessão, designadamente prestando assistência ou intervindo noutros atos preparatórios desse processo.

¹⁴⁸ Neste sentido, WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 798-806.

Em primeiro lugar, o aconselhamento pode não ser, por si só, totalmente benéfico para o cliente, por força das próprias limitações de quem o presta: a este respeito, um estudo levado a cabo pelo CGAP, no âmbito da realização de ações “*cliente mistério*”¹⁴⁹, permitiu concluir que os funcionários das instituições podem não estar devidamente preparados para prestar o aconselhamento indicado ao cliente, designadamente por falta de preparação ou formação para exercer essa competência¹⁵⁰. Nesse estudo referiu-se que, muitas vezes, os funcionários das instituições não conseguem efetuar, junto do cliente, uma adequada descrição do produto em função do cumprimento do quadro normativo em vigor (seja porque a informação é demasiado complexa, seja porque o funcionário não entende que a mesma é relevante para o processo), nem tão-pouco prestar-lhe um aconselhamento sobre o produto mais ajustado ao seu perfil. Os erros dos funcionários podem advir também do julgamento que fazem relativamente aos clientes, dado que a perceção das suas características pessoais tem também impacto no respetivo atendimento¹⁵¹.

Por outro lado, tem vindo ainda a ser objeto de debate a questão relativa à isenção e independência dos funcionários das instituições¹⁵², face à ação e influência das políticas de remuneração das instituições, mais propriamente dos incentivos financeiros concedidos aos funcionários no âmbito da venda, junto dos clientes, de produtos e serviços bancários, em linha com os argumentos espelhados na teoria da agência de Jensen e Meckling¹⁵³.

Neste particular, considera-se que a pessoa que procede à venda de produtos e serviços bancários pode dispor de incentivos financeiros que o levem a recomendar um produto ao cliente que nem sempre é o mais adequado às suas necessidades; por sua vez e como vimos, o cliente assume que o conselho dado pelo funcionário é válido, adquirindo o produto, ainda que inadequado ao seu perfil. A postura de muitos consumidores passa, pois, por uma confiança quase

¹⁴⁹ Ações de inspeção levadas a cabo junto de instituições financeiras em que as equipas de inspeção não se identificam, fazendo-se passar por clientes bancários.

¹⁵⁰ CGAP (2015), p. 1.

¹⁵¹ Neste sentido, CGAP (2014), p. 5.

¹⁵² Financial Conduct Authority (2013), p. 60, CGAP (2014), p. 13, CGAP (2015), p. 24, AFM (2015), p. 26 e OCDE (2017), p. 13.

¹⁵³ Teoria que espelha o desalinhamento de interesses na estrutura das sociedades, por exemplo, entre credores e acionistas, Cfr. JENSEN, Michael C. & William H. Meckling (1976). Sobre a teoria da agência, *vide* ARAÚJO, Fernando (2012), pp. 425-441.

cega no aconselhamento prestado pelos funcionários das instituições, estando a sua ação decisória fortemente influenciada pelo afeto ou empatia com aqueles e pela deferência para com a sua perícia na avaliação do produto e serviço que mais se adequa às respetivas necessidades^{154,155}.

Existe, assim, a possibilidade de desalinhamento entre, por um lado, aquele que é o interesse do consumidor e, por outro, o interesse de quem lhe vende o produto ou serviço bancário, tais como motivações de lucro a curto prazo que não se alinham com o bem-estar financeiro de longo prazo do consumidor, bem como estruturas de comissionamento que incentivam o pessoal de vendas a “empurrar” o cliente para um particular produto em detrimento de outro, porventura mais adequado ao seu efetivo interesse¹⁵⁶. Por exemplo no estudo sobre os limites da prestação de informação nos empréstimos *subprime* a que já nos referimos *supra*, resulta expressamente mencionado que os intermediários de crédito “*recebem incentivos para vender os empréstimos ao preço mais alto possível, ao invés de ajudarem os consumidores a procurar o empréstimo com menores custos*”¹⁵⁷.

Neste contexto, a Comissão Europeia, no estudo levado a cabo sobre as decisões dos consumidores no âmbito de serviços financeiros de retalho a que já aludimos, salientou que 80 % dos consumidores buscam aconselhamento nesses mercados, sendo que 58 % dessas pessoas admite que as suas escolhas são influenciadas por esse aconselhamento¹⁵⁸. Não obstante, foi possível apurar que nem sempre as decisões dos clientes são as mais acertadas, dado que do leque de pessoas envolvidas, apenas 56 % fizeram boas decisões (e dentro desses 56 %, apenas 25 % fizeram muito boas decisões)¹⁵⁹. Em matéria de aconselhamento, também foi

¹⁵⁴ Neste sentido, WILLIS, Lauren E. (2006), p. 799-801. Neste contexto, tal autora refere, em particular, a ação da “*heurística do afeto*” (isto é, da tendência subconsciente para confundir uma resposta emocional com uma avaliação cognitiva da escolha) e do efeito da reciprocidade, correspondente às situações em que “*o vendedor se torna amigo do cliente, que respetivamente retribui essa «amizade» com a sua confiança e a realização do negócio.*” (tradução livre). Sobre a confiança “*cega*” dos clientes nos conselhos dados pelos funcionários das instituições, vide SANTOS, Ana Cordeiro & Vânia Costa (2013), p. 787.

¹⁵⁵ Situação particularmente evidente em meios mais pequenos e/ou no relacionamento com pessoas idosas, em que o funcionário é tipicamente encarado como um amigo.

¹⁵⁶ Sobre o desalinhamento entre os interesses dos consumidores e o dos “*vendedores*”, CGAP (2014), p. 13, LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 397 e ENGEL, Martin & Johanna Stark (2014), p. 10.

¹⁵⁷ WILLIS, Lauren E. (2006), p. 805.

¹⁵⁸ Comissão Europeia (2010), p. 7.

¹⁵⁹ Comissão Europeia (2010), p. 8.

possível apurar que 37% dos consumidores abrangidos não têm conhecimento da existência de incentivos, sendo que 32% estão convictos da inexistência dos mesmos¹⁶⁰. Este estudo demonstrou, assim, que contrariamente àquele que é o intuito primacial da prestação de aconselhamento, não existe necessariamente umnexo causal entre o aconselhamento e uma tomada de decisão mais acertada sobre produtos e serviços bancários, podendo assim ser possível que um consumidor influenciado pela ação desse aconselhamento adquira um produto não adequado às suas necessidades.

Neste sentido e no que especificamente respeita à influência do aconselhamento profissional dos consumidores no âmbito das suas decisões sobre produtos e serviços bancários, impõe-se emitir, desde já, uma conclusão: não obstante a importância e carácter fundamental que essa influência assume, nem sempre a mesma se demonstra benéfica para o cliente. Daqui se retira que também as condutas das instituições podem encontrar-se enviesadas, tanto pelas suas próprias limitações (dado que são compostas por pessoas, sujeitas, elas próprias, à ação de vieses cognitivos), mas também por força da influência que exercem junto dos clientes, tirando proveito dos respetivos vieses cognitivos¹⁶¹.

No entanto e como tivemos a oportunidade de destacar, o peso da opinião de terceiro pode não confinar-se apenas ao aconselhamento profissional, sendo essa influência exercida pelas restantes pessoas que convivem com o consumidor, quer sejam os seus pares, quer os chamados “líderes de manada”, levando a que o primeiro tente copiar os comportamentos dos segundos.

Assim, os consumidores podem também ser influenciados pelo já por nós referido “comportamento de manada” (ou “herd behavior”), isto é, pelo fenómeno social de, no contexto da decisão, seguir o caminho de terceiros, copiando os respetivos comportamentos¹⁶². Como declara Robert Shiller “*uma observação fundamental sobre a sociedade humana é a de que as pessoas que comunicam regularmente pensam de forma similar. Existe, em qualquer tempo e em qualquer lugar, um*

¹⁶⁰ Comissão Europeia (2010), p. 386.

¹⁶¹ Financial Conduct Authority (2013), pp. 21 e seguintes. Sobre a forma como as instituições podem tirar partido dos vieses cognitivos dos clientes, *vide* Anexo I àquele Relatório. No entanto e como referido em sede introdutória, o foco da nossa investigação prende-se com os vieses dos consumidores e não os das instituições financeiras, a menos que estes últimos estejam na base de comportamentos desviantes dos consumidores.

¹⁶² Cfr. DEBONDT, Werner F. M., Rosa M. Mayoral & Eleuterio Vallelado (2012), p. 105.

«Zeitgeist», um espírito dos tempos”¹⁶³. O comportamento de manada demonstra, assim, o caráter social do agente económico e a sua suscetibilidade ao peso das normas sociais, configurando porventura uma heurística com bastante adesão por representar menos custos do ponto de vista do cliente, dada a facilidade e rapidez da ação de copiar comportamentos alheios.

Este fenómeno pode servir, entre outros aspetos, para justificar práticas tão enraizadas como, por exemplo, o recurso ao crédito à habitação mesmo em situações de preços altamente inflacionados, ou uma corrida massiva aos depósitos numa situação de pânico, provocada pelas notícias de falência de um banco¹⁶⁴. No primeiro caso, a justificação encontrada pelo consumidor para a contratação de um empréstimo poderá passar, por exemplo, pelo pensamento de que “*ter uma casa própria*” é importante para a sua auto-estima ou ego¹⁶⁵ e que, se outros agentes económicos fizeram a mesma opção, então é porque essa é uma opção correta¹⁶⁶; no segundo o caso, o que despoleta o comportamento é o medo de as “*poupanças de uma vida*” serem atingidas, ainda que protegidas pelo Fundo de Garantia de Depósitos¹⁶⁷.

Anota-se, em todo o caso, que o comportamento de manada nos mercados bancários de retalho não nos parece atingir contornos tão pronunciados como os que se verificam no mercado acionista (aspeto mencionado com mais pormenor no capítulo dedicado às finanças comportamentais), precisamente porque, como vimos, a componente de risco (e, como tal, também a exposição ao medo) não é tão

¹⁶³ SHILLER, Robert J. (2005), p. 157, tradução livre. Sobre o comportamento de manada, o referido autor apresenta um exemplo muito simples, baseado na escolha entre dois restaurantes similares, em que, por força da influência da escolha, totalmente aleatória, da primeira pessoa, os restantes agentes acabam por seguir essa mesma opção, deixando o primeiro restaurante cheio e o outro não. SHILLER, Robert J. (2005), p. 160.

¹⁶⁴ Sobre o comportamento de manada entre instituições bancárias (“*bank herding*”), cfr. HAISS, Peter R. (2010).

¹⁶⁵ De acordo com o relatório de acompanhamento dos mercados bancários de retalho relativo ao ano de 2016, verificou-se, entre 2015 e 2016, um crescimento assinalável da contratação de crédito à habitação. Cfr. Banco de Portugal (2017), pp. 71-75. Sobre a importância de ser elegível para efeitos de concessão de crédito hipotecário e sobre a “*ameaça do ego*”, cfr. WILLIS, Lauren E. (2006), p. 772. No que se refere à validação social como fenómeno propulsor de opções nos mercados bancários de retalho, cfr. AFM (2015), p. 22.

¹⁶⁶ Nesse caso, este tipo de comportamento pode ainda estar associado ao chamado “*viés da representatividade*”, o que, muito sinteticamente, corresponde à tendência para avaliar uma determinada probabilidade com base no seu grau de semelhança com os dados disponíveis. Sobre a representatividade nos empréstimos hipotecários, vide WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 794-796.

¹⁶⁷ Em Portugal, os clientes bancários que disponham de depósitos têm a garantia de reembolso dos valores depositados até ao valor de € 100.000,00 (cem mil euros) por instituição e por depositante. Cfr. artigos 154.º e seguintes do RGICSF.

vincada. No entanto, parece-nos que a influência social dos comportamentos de terceiros é, no contexto dos mercados bancários de retalho e face ao carácter porventura mais “*naif*” dos consumidores por comparação com os investidores, uma componente que não podemos deixar de destacar.

Apenas a título complementar, salienta-se que a influência social vem demonstrar, assim, a vulnerabilidade do cliente bancário às emoções na ação decisória sobre produtos e serviços bancários: vincámos *supra*, como, ao analisar a informação, o cliente é influenciado por sentimentos como o afeto, a admiração, a auto-estima, o entusiasmo, o medo e o *stress*. Neste sentido, as decisões financeiras, porque tomadas por seres humanos e não por *econs* (conforme refere Thaler¹⁶⁸), são decisões emocionais, motivadas também pelo sentimento, positivo ou negativo, que uma determinada informação exerce na escolha¹⁶⁹.

¹⁶⁸ THALER, Richard H. (2016), p. 20.

¹⁶⁹ Cfr. DEBONDT, Werner F.M., Rosa M. Mayoral & Eleuterio Vallelado (2012), pp. 104-107, Financial Conduct Authority (2013), p. 5, OCDE (2017), p. 13 e AFM (2015), pp. 26-27.

IV. SOLUÇÕES ECONÓMICO-COMPORTAMENTAIS PARA OS PROBLEMAS RELACIONADOS COM A PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÃO

Vimos, no capítulo anterior, que a prestação de informação pode não ser, por si só, um mecanismo efetivo de maximização das escolhas do consumidor no âmbito da contratação de produtos e serviços bancários de retalho, tendo em conta vários fatores, designadamente a complexidade e o excesso de elementos transmitidos no contexto do processo de contratação. Constatámos que a reação dos consumidores aos problemas suscitados na apreensão da informação maciça e complexa que lhes é disponibilizada passa por analisar apenas alguns elementos da mesma e/ou recorrer ao aconselhamento de terceiros, cujas motivações podem não estar devidamente alinhadas com os interesses dos consumidores.

Tivemos também a oportunidade de destacar que, para que a prestação de informação se assuma, efetivamente, como uma ferramenta essencial no processo decisório, a mesma terá de ser compreendida e utilizada, pelo que se revestirá de pouca (ou nenhuma) utilidade disponibilizar ao consumidor informação sobre determinados produtos e serviços se ele não a lê, ou não compreende o seu sentido.

Nesta sequência, o propósito deste capítulo visa dar a conhecer os resultados da nossa investigação sobre as soluções económico-comportamentais para os problemas acima referidos, as quais visam, em primeira linha, permitir ao consumidor ler e apreender a informação que lhe é disponibilizada, contribuindo assim para a tomada de decisões mais ponderadas e conscientes no processo de contratação de produtos e serviços bancários de retalho.

As soluções sobre as quais nos debruçaremos serão aqui sistematizadas em duas partes fundamentais, obedecendo à lógica subjacente ao capítulo anterior, em que demos a conhecer, num primeiro momento, as reações dos consumidores no âmbito da interpretação da informação propriamente dita (saliência, enquadramento e ancoragem) e, posteriormente, as reações baseadas no recurso a outros mecanismos, como é o caso do aconselhamento prestado pelos funcionários aos consumidores.

Assim, também aqui começaremos por identificar possíveis soluções assentes na forma da informação propriamente dita, isto é, as chamadas soluções de

“transparência de informação”, destinadas especificamente a facilitar a tarefa do consumidor na respetiva apreensão do seu conteúdo. No fundo, veremos nesta sede como a forma da prestação de informação (e não apenas os respetivos elementos propriamente ditos) pode configurar um “nudge” ou estímulo na aceção propugnada pela perspetiva económico-comportamental.

Posteriormente, ocupar-nos-emos de soluções sobre outros aspetos que não os moldes em que a informação é prestada, mas que, como vimos, exercem uma influência determinante na forma como o consumidor a interpreta, como é o caso do aconselhamento.

A. Soluções de transparência de informação

1. Simplificação da informação: descomplexificação, redução e uniformização da informação

Um dos aspetos a que nos referimos como sendo uma das características fundamentais dos produtos e serviços bancários de retalho e, em consequência, da informação que sobre os mesmos é transmitida por parte dos respetivos prestadores de serviços, prende-se com a sua complexidade. Neste sentido e conforme melhor evidenciado no capítulo anterior, para que a prestação de informação se assuma, de facto, como um mecanismo de fortalecimento da escolha do consumidor, é preciso, antes de mais, que a mesma seja compreendida e utilizada, não bastando que a mesma seja transmitida de forma clara, completa e cuidada¹⁷⁰.

Como, de resto, evidencia David Halpern, membro da *Behavioural Insights Team* do Reino Unido, “curiosamente, muitas das intervenções políticas e empresariais falham no passo mais básico: a comunicação. Existe muito pouco interesse na emissão de uma lei, no reconhecimento de um benefício ou no desenvolvimento de uma campanha publicitária se ninguém a entender (...) Similarmente, não espere muito impacto se a informação é tão densa e complexa que não é claro para o seu destinatário o que lhe é solicitado efetuar. Neste sentido, a fundamental aplicação do

¹⁷⁰ Neste sentido, cfr. LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 405.

*princípio «make it easy» é assegurar que a informação, as mensagens ou os pedidos são claros e simples de perceber.”*¹⁷¹

No entanto e se, do ponto de vista teórico, o princípio da **simplificação** é, como vimos, da maior premência, pô-lo em prática não é, de todo, tarefa fácil¹⁷², assumindo-se esta tarefa de “*descomplexificar*” um grande desafio, desde logo porquanto, para além da natureza especialmente técnica e complexa dos produtos e serviços envolvidos, o respetivo público-alvo é, como vimos, tendencialmente iliterado do ponto de vista financeiro¹⁷³.

Por outro lado, o processo de simplificação de conceitos bancários altamente complexos, por forma a torná-los mais coloquiais e acessíveis¹⁷⁴, poderá também envolver riscos relacionados com a perda do significado e do rigor, quer em termos financeiros, quer em termos jurídicos. A título meramente exemplificativo refira-se que a situação vulgarmente designada como “*cancelamento de um cartão de crédito*” pode, juridicamente, ser subsumível em figuras jurídicas diversas, *in casu*, a denúncia ou a resolução do contrato de utilização de cartão de crédito, relativamente às quais o enquadramento jurídico assume caráter distinto, designadamente quanto à forma de efetivação e aos fundamentos para a sua aplicação (sendo a resolução por incumprimento mais exigente do que a denúncia¹⁷⁵). Neste sentido, a adoção de um termo simplificado como “*cancelamento*”, sem a simultânea explicação da dualidade jurídica potencialmente subjacente ao referido conceito, poderia criar dificuldades no consumidor do ponto de vista da perceção das regras aplicáveis ao seu caso concreto.

No entanto, consideramos, por princípio, da maior pertinência e premência a simplificação dos elementos de informação a prestar ao cliente: neste contexto,

¹⁷¹ HALPERN, David (2015), p. 70. Tradução livre.

¹⁷² LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 405.

¹⁷³ Cfr. Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (2016), pp. 11-12.

¹⁷⁴ No sentido da utilização do chamado “*plain english*” no quadro regulatório aplicável aos produtos financeiros, cfr. PAREDES, Troy A. (2003), p. 50.

¹⁷⁵ No caso de denúncia de contratos de utilização de cartão de crédito, a mesma não depende de justa causa e pode ser efetuada, pela instituição ou pelo consumidor, mediante um pré-aviso, conforme resulta do disposto no artigo 56.º do RJSPME. Já no caso de resolução por falta de pagamento, é aplicável o artigo 20.º do Decreto-Lei n.º 133/2009, de acordo com o qual “*o credor só pode invocar (...) a resolução do contrato se, cumulativamente, ocorrerem as circunstâncias seguintes: a) A falta de pagamento de duas prestações sucessivas que exceda 10% do montante total do crédito; b) Ter o credor, sem sucesso, concedido ao consumidor um prazo suplementar mínimo de 15 dias para proceder ao pagamento das prestações em atraso, acrescidas da eventual indemnização devida, com a expressa advertência dos efeitos da perda do benefício do prazo ou da resolução do contrato.*”

entendemos que, mais que adaptar o cliente à complexidade dos produtos e serviços bancários, será porventura necessário adaptar a linguagem utilizada relativamente a esses produtos, assegurando, por essa via, que a informação cumpre a sua função de corretamente elucidar o consumidor sobre as características essenciais do produto a contratar, contribuindo, para que este tome uma decisão livre e esclarecida¹⁷⁶.

A título exemplificativo, tem vindo a sustentar-se a utilização de números ao invés ou em complemento das tão utilizadas percentagens¹⁷⁷, tendo por propósito dar a conhecer ao cliente o custo efetivamente suportado com um determinado produto bancário ou até a *performance* de um produto de poupança. Não obstante do atual enquadramento normativo resultarem já algumas soluções deste tipo, designadamente no setor do crédito aos consumidores e do crédito relativo a imóveis (em que, em paralelo com a indicação da TAEG, deve ser também apresentado ao cliente o montante total imputado ao consumidor, cuja base de cálculo é a mesma, mas o respetivo resultado é disponibilizado em termos numéricos¹⁷⁸), a verdade é que existem outros setores em que esse elemento não é, por norma, disponibilizado, como é o caso dos depósitos, em que a informação sobre a remuneração é exclusivamente prestada em percentagem¹⁷⁹.

Entendemos que a informação numérica poderá representar ainda uma mais-valia para o consumidor no decurso dos contratos propriamente ditos, não se cingindo apenas aos requisitos de informação pré-contratual e contratual: por exemplo, numa experiência levada a cabo nos EUA com vista a desencorajar a contratação de *payday loans* (conhecidos precisamente pelo elevado valor de juros que é cobrados aos clientes que recorrem a tais empréstimos), procedeu-se à comparação entre os encargos suportados com esses empréstimos e os resultantes da utilização de um cartão de crédito com uma taxa anual nominal de 20 %, tendo sido possível constatar que, independentemente do prazo, os valores praticados nos primeiros

¹⁷⁶ Neste sentido, CGAP (2014), p. 6.

¹⁷⁷ Neste sentido, cfr. WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 820 e seguintes, em que a referida autora propõe a apresentação dos elementos de informação em dólares. Sobre a dificuldade das pessoas em entender estatísticas e, em particular, sobre formas de as fazer entender essa informação, cfr. GIGERENZER, Gerd (2015).

¹⁷⁸ Cfr., a título exemplificativo, alínea g) do n.º 3 do artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 133/2009 e alínea g) do n.º 3 do artigo 12.º do Decreto-lei n.º 74-A/2017.

¹⁷⁹ Cfr. Anexo II ao Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2009, nos termos do qual foi aprovado o modelo de Ficha de Informação Normalizada em matéria de depósitos simples.

são muito superiores aos dos cartões de crédito¹⁸⁰. Não obstante inexistir, por ora, este tipo de empréstimos na realidade portuguesa, entendemos que esta abordagem poderá ser aplicada, com as devidas adaptações, noutros setores, permitindo ao cliente fazer a comparação entre diferentes tipos de crédito (por exemplo, a contratação de um crédito pessoal e a utilização de um cartão de crédito¹⁸¹), ou *inclusively* entre produtos distintos (por exemplo, a comparação entre o valor perdido com a mobilização de um depósito a prazo e a contratação de um novo crédito¹⁸²).

Uma outra ferramenta que poderá auxiliar o cliente na tarefa de perceber conceitos financeiros corresponde à elaboração de glossários, permitindo-lhe sindicar o significado dos conceitos fundamentais utilizados no âmbito dos elementos que lhe são disponibilizados. Esta possibilidade apresenta a vantagem de poder ajudar a mitigar os riscos relacionados com a perda do rigor jurídico e financeiro a que aludimos *supra*, mas será mais um elemento a conceder ao consumidor, em paralelo com toda a documentação que já lhe é disponibilizada, o que poderá levantar problemas do ponto de vista do excesso de informação e da respetiva efetividade¹⁸³.

¹⁸⁰ CGAP (2014), p. 4. O estudo efetuado teve por base um empréstimo no valor de 300 dólares, sendo os montantes amortizados pelo cliente a duas semanas, um mês, dois ou três meses.

¹⁸¹ Relativamente aos quais se evidencia uma tendência no sentido da contratação de cartões de crédito a taxas de juro mais elevadas quando comparadas com as aplicáveis a créditos pessoais. Nesta matéria, *vide* histórico dos limites máximos de TAEG aplicáveis aos contratos de crédito aos consumidores, disponível em <https://clientebancario.bportugal.pt/taxas-de-juro-no-credito-aos-consumidores>.

¹⁸² Esta última situação prende-se com o enviesamento conhecido como “*cálculo mental*”, correspondente à alocação de recursos para efeitos do estabelecimento de orçamentos através de um sistema de “*baldes*” ou de “*caixinhas*”. Sobre esta matéria, refere Richard Thaler “(...) *se houver uma conta etiquetada «poupanças» as pessoas mostram-se mais renitentes em levantar esse dinheiro. Isto pode levar ao estranho comportamento de simultaneamente contrair empréstimos a taxas de juro altas e poupar a taxas de juro baixas, guardando dinheiro, por exemplo, numa conta de aforro praticamente sem rendimento ao mesmo tempo que se mantém um saldo negativo num cartão de crédito que cobra juros de mais de 20 % ao ano*” in THALER, Richard H. (2016), p. 95. Não obstante se reconhecer a importância deste viés no contexto das decisões sobre produtos e serviços bancários e retalho, o mesmo não será, nesta sede, objeto de uma análise mais aprofundada por entendermos que não se encontra estreitamente relacionado com a prestação de informação. Sobre o cálculo mental nos produtos bancários de retalho, cfr. Financial Conduct Authority (2013), p. 18 e OCDE (2017), p. 13.

¹⁸³ Cfr. Comissão Europeia (2010), pp. 274-275. Neste relatório, foram dados a conhecer os resultados de vários estudos experimentais efetuados com o intuito de perceber o impacto no consumidor de certas políticas no contexto da prestação de deveres de informação, não correspondendo todavia a utilização de glossários a um dos mecanismos mais efetivos na passagem da mensagem ao cliente (*Ob. Cit.*, p. 390).

Tendo em vista resolver problemas relacionados com o excesso de informação, anota-se que a simplificação de informação pode efetivar-se por recurso a outros mecanismos, designadamente através da respetiva **redução**. Vimos, no capítulo anterior, como, em função da informação maciça e complexa disponibilizada pelo prestador de serviços bancários, o consumidor, dada a sua racionalidade limitada, seleciona apenas alguns elementos para sustentar o seu processo decisório, os quais podem não ser necessariamente os mais relevantes, tendo em conta que o consumidor não controla a forma como aloca a sua atenção¹⁸⁴. A redução da informação visa precisamente retirar do campo de análise do consumidor elementos não fundamentais, evitando, por essa via, que ele confira importância a aspetos desnecessários, preterindo, ainda que inadvertidamente, elementos que, na realidade, devem ser tidos em consideração na sua tomada de decisão¹⁸⁵.

Neste particular, salienta-se que, num estudo experimental levado a cabo pela Comissão Europeia em matéria de cláusulas contratuais gerais, concluiu-se que a redução e simplificação da informação prestada (através da utilização de linguagem mais simples, espelhada numa menor quantidade de cláusulas contratuais) determinaram um incremento de cerca de 15% na respetiva leitura e análise pelos consumidores¹⁸⁶. Por outro lado, os clientes demonstraram maior confiança na versão mais reduzida das condições gerais, sentindo que o seu tempo foi bem gasto na leitura atenta da nova versão e demonstrando não ter sentido a ausência da informação retirada neste formato mais simples e reduzido¹⁸⁷.

Uma outra via preconizada no sentido de combater a questão relativa ao excesso de informação prende-se com a limitação dos caracteres ou número de páginas dos documentos concedidos ao cliente, situação que ocorreu, por exemplo, no âmbito da aprovação do Regulamento dos PRIIPS¹⁸⁸, que aprovou o modelo de documento de informação fundamental ("*Key information document*") para pacotes de

¹⁸⁴ A título exemplificativo, *vide* nesta matéria, WILLIS, Lauren E. (2006), p. 767 e LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 399.

¹⁸⁵ Como proposta de redução dos elementos de informação no âmbito dos empréstimos *subprime*, cfr. WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 820-823, em que a referida autora sustenta a disponibilização ao consumidor de quatro elementos, a saber: (i) montante total do crédito; (ii) montante total de encargos; (iii) valor máximo da prestação; (iv) duração, em anos.

¹⁸⁶ Comissão Europeia (2016), p. 12. Nesta sede constatou-se que 26,5% dos sujeitos visados assumiram ter lido a totalidade das referidas cláusulas quando as mesmas foram objeto de redução e simplificação, sendo que apenas 10,5% leram o modelo inicial, mais longo e complexo.

¹⁸⁷ Comissão Europeia (2016), p. 12.

¹⁸⁸ Regulamento n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26.02.2014.

produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros, nos quais se integram os depósitos indexados¹⁸⁹. Na preparação do documento de informação fundamental, procurou-se utilizar uma linguagem simples e padronizada, limitando a respetiva dimensão a um máximo de três páginas¹⁹⁰.

Quanto a nós, aplaudimos a minimização dos elementos de informação prestada e o estabelecimento de tamanhos máximos dos documentos que devem ser disponibilizados aos consumidores, como uma forma possível para melhorar a sua perceção sobre os produtos e serviços que adquirem, fomentando-se o espírito de síntese e expurgando desses documentos elementos considerados irrelevantes no processo decisório. Por outro lado, a limitação de tamanhos máximos dos documentos seria uma via para, em consequência, limitar também a possibilidade de os prestadores de serviços bancários, em complemento à informação mínima, juntarem novos elementos de informação não impostos legalmente, os quais são passíveis de colocar ainda mais problemas do ponto de vista da sua perceção pelos consumidores, conforme fizemos referência no capítulo anterior¹⁹¹.

No entanto, consideramos também que tal esforço de redução é passível de suscitar algumas reservas, motivadas designadamente pela eventual dificuldade na seleção da informação que deve ser mantida e a que deve ser retirada. Como refere Troy Paredes¹⁹² a propósito da questão relativa ao excesso de informação nos mercados financeiros, *“os investidores estariam numa melhor situação se o sistema de prestação de informação obrigatória fosse reduzido pela eliminação de certos requisitos de informação. (...) Teriam contudo de ser resolvidas várias questões antes de reformular o regime de prestação de informação (...) com vista a exigir menos informação. Por exemplo, que requisitos deveriam ser excluídos? Relativamente a que participantes de mercado deveria a informação ser adaptada? (...) Em que termos a confiança do investidor seria afetada?”*

¹⁸⁹ Até então regulados pelo Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2009.

¹⁹⁰ Para uma perspetiva crítica do documento de informação fundamental, *vide* COLAERT, Veerle (2016).

¹⁹¹ No sentido de tornar a informação mais mandatária e menos sujeita a ajustamentos por parte dos prestadores de serviços, *vide* ENGEL, Martin & Johanna Stark (2014), pp. 13-14.

¹⁹² PAREDES, Troy A. (2003), p. 57. Tradução livre.

Sobre esta tarefa de seleção dos elementos de informação mais relevantes para o processo decisório, cumpre ainda referir uma outra ressalva: conforme foi já mencionado, tem vindo a constatar-se um esforço, tanto a nível comunitário como a nível nacional, no sentido da previsão de mais e mais informação como forma de assegurar a proteção do consumidor na contratação de produtos e serviços bancários. Neste sentido, selecionar a informação a disponibilizar ao cliente poderia implicar retirar elementos que resultam da transposição de disposições comunitárias recentemente emitidas, situação que, não obstante poder envolver alguns problemas (dado que implica, na prática, a revisão da posição anteriormente assumida pelo legislador comunitário), nos parece um desafio muito relevante. Uma outra opção, porventura não tão radical (nem tão efetiva), poderá passar igualmente por limitar as práticas de se acrescentarem novos campos de informação aos requisitos que resultam do quadro normativo em vigor, não obstante tal solução poder não ser muito popular para as instituições¹⁹³.

Em paralelo com a simplificação *stricto sensu* (descomplexificação) e com a redução, aponta-se ainda uma terceira via para tornar a informação a disponibilizar ao consumidor mais simples: a sua **uniformização**, através da imposição da adoção de modelos *standardizados* de informação relativamente a cada produto, aplicáveis a todas as instituições que os comercializam. O racional subjacente passa, pois, por conferir ao consumidor a possibilidade de analisar e comparar as ofertas apresentadas por diferentes prestadores de serviços com base em elementos semelhantes, podendo, dessa forma, avaliar qual das ofertas se adequa mais às suas necessidades e à sua capacidade financeira, situação que dificilmente se obtém quando os prestadores de serviços apresentam ofertas com elementos diversos, mediante a utilização de modelos distintos e sem medidas de custo semelhantes.

Falar na comparabilidade entre produtos e serviços bancários reside fundamentalmente em falar sobre a uniformização da forma e do conteúdo da informação a transmitir ao cliente. Num contributo do CGAP sobre a aplicação da economia comportamental às políticas de proteção do consumidor, o referido

¹⁹³ Sobre o desinteresse dos prestadores de serviços na redução e simplificação de informação pelo facto de a mesma se tornar mais escrutinável pelos consumidores, *vide* Comissão Europeia (2016), pp. 27-29.

organismo destacou a comparabilidade (ou “shop around”) como um dos elementos “core” de qualquer regime de proteção do consumidor, considerando que “a simplificação dos requisitos relativos ao produto e a standardização da forma como esses termos são apresentados, tanto individualmente, como através de tabelas comparativas, serão poderosos mecanismos de chegar aos (...) consumidores”¹⁹⁴. Do mesmo modo, elucidam Sunstein, Loewenstein e Golman “As pessoas tendem a efetuar escolhas mais coerentes e racionais quando dispõem de informação comparada que lhes permita avaliar soluções de compromisso. Este aspeto sugere que os documentos de informação que munem o cliente com comparações ou informação fornecida em formato harmonizado que facilite essas comparações possam ter um enorme impacto e benefício. Se a informação é apresentada de forma que não permita comparar, a mesma pode não ter significado, especialmente porque as pessoas tendem a não efetuar o trabalho cognitivo necessário a permitir-lhes essa comparação.”¹⁹⁵

Tendo presente que, como vimos anteriormente, não é prática comum dos consumidores comparar produtos e serviços bancários¹⁹⁶, a promoção da comparabilidade tem vindo a assumir-se como uma das grandes preocupações no contexto da regulação comunitária dos elementos de informação na banca de retalho¹⁹⁷. Do mesmo modo, também a nível nacional foi tida como prioritária a promoção da comparabilidade e harmonização da prestação de informação sobre esses produtos e serviços, situação, de resto, repercutida no Livro Branco sobre a Regulação e Supervisão do Setor Financeiro¹⁹⁸.

É neste contexto, comunitário e nacional, que temos vindo a deparar-nos com um assinalável esforço no sentido da regulação de requisitos uniformes de informação de produtos e serviços bancários, como são os exemplos dos modelos normalizados de documentos que devem ser disponibilizados aos clientes na fase

¹⁹⁴ CGAP (2014), p. 6. Tradução livre.

¹⁹⁵ LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 406. Tradução livre.

¹⁹⁶ Comissão Europeia (2010), p. 384. De acordo com este estudo, apenas 33% comparavam diferentes em mais que um prestador ou consideravam mais que um produto de um único prestador,

¹⁹⁷ A título exemplificativo, *vide*, relativamente ao crédito aos consumidores, os Considerandos (18), (19), (43) da Diretiva 2008/48/CE e n.º 1 do artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 133/2009. No contexto do crédito hipotecário, cfr. Considerandos (25), (37) e (40) e (44) da Diretiva n.º 2014/17/EU e n.º 4 do artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

¹⁹⁸ Banco de Portugal (2016), p. 108.

pré-contratual, quer no âmbito do crédito a particulares (crédito aos consumidores e crédito relativo a imóveis¹⁹⁹), quer nos depósitos²⁰⁰, já por nós referidos no enquadramento efetuado no capítulo anterior. Para além da coerência entre modelos de informação, também tem vindo a constatar-se uma preocupação com a adoção de terminologia uniforme, como sucede ao nível das chamadas “*medidas de custo do crédito*” para comparar diferentes ofertas de crédito aos consumidores (em percentagem, através da TAEG e, em termos numéricos, através do montante total imputado ao consumidor²⁰¹).

Como exemplo recente do esforço no sentido da uniformização dos elementos de informação a disponibilizar aos consumidores, salienta-se o papel da Diretiva das Contas de Pagamento²⁰², diploma que, entre outros aspetos, teve por propósitos promover a comparabilidade do comissionamento aplicável a essas contas e facilitar o serviço de mudança de conta entre diferentes prestadores de serviços de pagamento, e que foi transposto para o ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei n.º 107/2017, de 30 de agosto. Considerou-se, no contexto do referido diploma comunitário, que *“a falta de transparência e comparabilidade das comissões, bem como as dificuldades na mudança de contas de pagamento ainda criam barreiras à implantação de um mercado plenamente integrado, contribuindo para a fraca concorrência do setor da banca de retalho. (...) O baixo nível de mobilidade dos consumidores no que respeita aos serviços financeiros de retalho deve-se, em grande medida, à falta de transparência e comparabilidade quanto às comissões e aos serviços oferecidos, assim como às dificuldades associadas à mudança de conta de pagamento.”*²⁰³

No âmbito da comparabilidade, assinala-se, em particular, a necessidade imposta pelos referidos diplomas de definição de terminologia normalizada para os serviços mais representativos sujeitos a comissões, a elaboração de um documento

¹⁹⁹ Cfr. artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 133/2009, Instrução do Banco de Portugal n.º 12/2013, bem como o artigo 13.º e o Anexo I do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

²⁰⁰ Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2009.

²⁰¹ Nas aceções previstas nas alíneas h) e i) do n.º 1 do artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 133/2009 e que devem resultar dos respetivos documentos de informação pré-contratual e contratual, nos termos dos artigos 6.º e 12.º do mencionado diploma.

²⁰² Diretiva 2014/92/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014.

²⁰³ Cfr. Considerando (5) da Diretiva 2014/92/UE.

de informação e de um glossário sobre comissões, bem como a criação de um sítio da internet gratuito para a comparação de comissões.

Se a adoção de terminologia uniformizada se apresenta em linha com a tendência que vimos na regulação aplicável aos demais setores da banca de retalho, já a criação de um sítio comparativo de comissões assume, de facto, carácter inovador neste concreto setor, o que estamos em crer que poderá ser uma importante ferramenta para o consumidor comparar os custos aplicáveis aos seus produtos e serviços bancários²⁰⁴. Por outro lado, constata-se que a Diretiva das Contas de Pagamento teve por preocupação não só fazer com que os clientes comparem os encargos associados às suas contas, mas também procurou criar condições para que os mesmos possam, de facto, atuar se, por força dessa comparação, chegarem à conclusão que a sua conta não é, em termos de comissionamento, a mais adequada, objetivo alcançado através do serviço de mudança de conta entre diferentes prestadores de serviços de pagamento (ou “*switching*”)²⁰⁵. Reconhece-se, neste sentido, o mérito desta solução, que revelou quer a preocupação com a comparabilidade a montante, quer, a jusante, com a criação de condições para a promoção da mobilidade entre prestadores de serviços bancários, tendo em vista reforçar as componentes da prestação de informação como mecanismo de proteção do consumidor e de eficiência de mercado²⁰⁶.

Será, contudo, necessário aguardar pela plena implementação destas regras²⁰⁷ para perceber a efetividade e o alcance de tais mecanismos no sentido da promoção da comparabilidade e, em consequência, de uma maior movimentação dos consumidores entre prestadores de serviços bancários.

²⁰⁴ Sobre a criação de sítio comparativos *vide* BRODI, Elisa (2013) e Financial Conduct Authority (2016A), pp. 27-28.

²⁰⁵ Sobre a promoção do “*switching*”, cfr. Financial Conduct Authority (2016), GABAIT, Xavier, Augustin Landier & David Thesmar (2012) e GLADSTONE, Joe (2015). p. 4. Especificamente sobre o “*switching*” pela perda da confiança após a crise financeira, *vide* Ernst & Young (2010), p. 5 e DeNederlandscheBank (2017).

²⁰⁶ Sobre estas componentes, cfr. alínea B) do capítulo anterior, dedicada aos propósitos da prestação de informação.

²⁰⁷ Desde logo porque, até esta data, o sítio comparativo de comissões apenas disponibiliza os valores respeitantes às comissões de manutenção de conta. Cfr. <https://clientebancario.bportugal.pt/pt-pt/aplicacao/comparador-de-comissoes>.

2. Captar a atenção do cliente: saliência e personalização da informação

Vimos no capítulo anterior que o cliente bancário tendencialmente não sente especial vocação ou vontade para analisar informação sobre produtos e serviços bancários, dada a sua tendencial complexidade. A redução, a simplificação e a padronização de informação parecem-nos formas inequívocas de auxiliar o cliente nessa tarefa; contudo, entendemos que existem outros mecanismos que se destinam precisamente a chamar à atenção do cliente para determinados aspetos dessa informação.

Como fizemos no ponto anterior, dedicado à simplificação da informação (princípio do “*make it easy*”), também aqui salientamos o contributo de David de Halpern sobre um outro princípio na criação de “*nudges*”, o princípio do “*attract*”: *“No âmbito da ciência comportamental, atrair envolve dois elementos fundamentais. Em primeiro lugar, implica captar a atenção. Sendo algo que não suscita grandes dificuldades, os governos e as empresas continuam a não captar a sua importância (...) Para chamar a atenção, algo tem de se destacar: na linguagem da psicologia, tem de ser saliente. (...) Em segundo lugar, a sugestão ou oferta tem de ser atrativa em si mesma, ou pelo menos persuasiva.”*²⁰⁸

Relativamente ao primeiro dos elementos acima referidos, vimos, no capítulo anterior, como a **saliência** é utilizada como heurística na análise da informação por parte do cliente, o qual, numa tentativa de melhor sindicar o respetivo significado e alcance, opta por conferir particular enfoque a determinadas informações, em detrimento de outras. Neste contexto, chamámos à atenção para o facto de o recurso à saliência poder assumir-se como prejudicial, dado que é passível de implicar que informação relevante para efeitos da tomada de decisão seja afastada do campo de análise do cliente.

Certo é que a saliência também pode ser utilizada para captar a atenção do cliente para determinadas informações tidas como mais relevantes para a análise de determinado produto ou serviço, designadamente no âmbito da indicação de aspetos mais sensíveis, como por exemplo os aspetos que o cliente deve analisar para comparar diferentes ofertas (que, como vimos no capítulo anterior, não

²⁰⁸ HALPERN, David (2015), p. 83.

devem apenas confinar-se ao montante da prestação²⁰⁹), ou os encargos e riscos associados ao produto ou serviço (por exemplo, no caso dos créditos a taxa de juro variável ou de depósitos cuja remuneração dependa das flutuações da taxa de juro, os riscos respeitantes à variação dessa mesma taxa).

Entendemos, pois, existir um vínculo entre a atenção suscitada no cliente e o comportamento que o mesmo adota na sequência da chamada de atenção para certos aspetos da informação (a chamada “*alocação da atenção*”), estando comprovado que esses atributos têm, de facto, impacto na escolha do consumidor²¹⁰.

Como mecanismos para tornar “*saliente*” uma determinada informação, podem ser destacados, em letra superior ao restante texto, certos elementos. Uma outra via, pode passar pela emissão de alertas e advertências, com ou sem conjugação com esse aumento do tamanho de letra.

Neste contexto, assinala-se um estudo levado a cabo pela FCA com o intuito de promover a mobilidade entre contas-poupança, no âmbito do qual se concluiu que os consumidores que receberam alertas em que o impacto dessa mudança (isto é, o valor perdido anualmente com a ausência de mudança ou do ganho que poderia ser ganho com a mesma) foi objeto de destaque foram mais propensos a mudar do que os consumidores que receberam essa mesma comunicação, sem qualquer destaque²¹¹. No mesmo sentido, apontamos também um estudo levado a cabo no âmbito do comissionamento aplicável às situações de descobertos bancários²¹², em que foi possível constatar que os clientes, quando chamados à atenção para certos aspetos relacionados com o débito de valores a descoberto²¹³ (designadamente no âmbito da emissão de alertas ou da saliência dos encargos cobrados), alteraram o

²⁰⁹ Neste sentido, WILLIS, Lauren E. (2006), p. 788.

²¹⁰ Sobre o efeito de saliência nos comportamentos dos investidores nos mercados financeiros, em especial sobre o referido vínculo “*atenção-comportamento*”, cfr. FRYDMAN, Cary and Wang, Baolian (2017), p.2.

²¹¹ Financial Conduct Authority (2015), p. 4.

²¹² STANGO Victor & Jonathan Zinman (2011), p. 39.

²¹³ Não obstante o referido artigo falar em descobertos bancários, parece-nos, dadas as características nessa sede indicadas, tratarem-se de descobertos eventuais, isto é, as chamadas “*ultrapassagens de crédito*”, correspondentes ao “*descoberto aceite tacitamente pelo credor permitindo a um consumidor dispor de fundos que excedem o saldo da sua conta de depósito à ordem ou da facilidade de descoberto acordada*”, na aceção prevista na alínea e) do artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 133/2009. Anota-se contudo que, no nosso ordenamento jurídico, o comissionamento encontra-se vedado nas situações de ultrapassagens de crédito em que seja aplicável o referido diploma, por força do disposto no n.º 4 do artigo 23.º.

respetivo comportamento, isto é, efetuaram menos transações a débito em situações de saldo baixo e solicitaram aos seus prestadores de serviços que lhes fosse retirada essa possibilidade.

Por comparação com a proposta de redução de informação a que nos referimos anteriormente, o efeito de saliência, não se assumindo porventura tão efetivo, poderá resolver os problemas acima mencionados no contexto da seleção dos elementos que deveriam ser objeto de redução, designadamente por os mesmos repercutirem, em larga medida, normativos comunitários aplicáveis nesta matéria. Através da saliência, ao invés da (ou em complemento à) eliminação, destacam-se os elementos que se entende que o consumidor não pode deixar de analisar para tomar uma decisão ponderada sobre o compromisso financeiro que a contratação do produto ou serviço implica.

No âmbito do segundo elemento a que se referiu David Halpern (tornar a informação atrativa em si mesma), vários têm sido os contributos económico-comportamentais sobre estímulos (ou “*nudges*”) alternativos, com o propósito de captar a atenção do cliente para determinada informação, tornando a comunicação mais interativa e personalizada²¹⁴.

Em primeiro lugar, assinalamos como forma de captação da atenção do cliente, a disponibilização de **perguntas frequentes** (ou “*FAQs*”) **ou pontos (“bullets”)** de reflexão/sintetização sobre situações sobre as quais se entende ser necessário o cliente refletir. A ideia subjacente passa, pois, por tornar a informação mais intuitiva, conferindo ao cliente ferramentas que procedam à sua organização e sistematização, tornando-a menos densa para o respetivo leitor.

A efetividade dos *bullets* ou pontos de reflexão não assume, contudo, carácter consensual: nesta matéria, a FCA publicou em 2016 os resultados de vários estudos experimentais relacionados com a prestação de informação e comunicação com os clientes bancários, tendo-se constatado que, se situações houve em que os mesmos foram determinantes (por exemplo, na emissão de uma comunicação aos clientes com vista à reivindicação de valores indevidamente retidos em ATM²¹⁵), também se verificaram casos em que os mesmos careceram de efetividade (*in casu*, o envio

²¹⁴ Cfr., por exemplo, LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 409-412, BUSCH, Christoph (2015), Comissão Europeia (2016), pp. 26-30 e BRODI, Elisa (2013).

²¹⁵ Cfr. Financial Conduct Authority (2016A), pp. 20 e 21.

de uma comunicação do prestador com o intuito de obter um contacto do cliente para pagamento de valores em incumprimento no crédito hipotecário)²¹⁶.

A utilização de perguntas frequentes foi também objeto de estudo no Relatório elaborado pela Comissão Europeia sobre cláusulas contratuais gerais a que já nos referimos *supra*, em que, em paralelo com as soluções de transparência (redução e simplificação de informação), se testou a chamada “*sensibilização sem esforço*”, abordagem que partia do pressuposto de que o cliente não lia a informação que lhe era concedida, pelo que interessava muni-lo com formas alternativas de elucidação. Entre os métodos utilizados, foi designadamente testado o efeito da utilização de perguntas frequentes no sítio da internet dos prestadores de serviços contendo informação que constava dessas condições gerais, bem como a utilização de mecanismos de avaliação e “*selos de qualidade*”²¹⁷ sobre produtos e serviços, com vista a reforçar o grau de confiança do cliente no produto e no respetivo prestador de serviços. Como reação às perguntas frequentes, verificou-se que cerca de metade das pessoas testadas analisaram a informação conferida por essa via²¹⁸, sendo que os mecanismos de *feedback* sobre a qualidade de produtos e serviços foram tidos pelos clientes como formas de reforçar a confiança nos mesmos, consubstanciando um mecanismo de encorajamento à respetiva aquisição²¹⁹.

Consideramos que, à semelhança do efeito de saliência, o recurso a perguntas frequentes nos sítios institucionais dos prestadores de serviços bancários poderá representar uma sugestão interessante do ponto de vista da captação da atenção do cliente, tornando, de facto, a informação mais intuitiva. Todavia, esta abordagem merece, quanto a nós, dois reparos fundamentais, que se prendem, por um lado, com a possibilidade de o cliente substituir a informação que consta dos documentos contratuais pela que resulta das FAQs e, por outro, pelo facto de esta ser uma ferramenta muito direcionada para os utilizadores da internet, o que poderá deixar de fora o leque das pessoas que não se sentem tão familiarizadas com as novas tecnologias.

²¹⁶ Financial Conduct Authority (2016A), pp. 17-19.

²¹⁷ Na prática, sugestões de organizações nacionais ou europeias de defesa do consumidor. Cfr. Comissão Europeia (2016), p. 13. Sobre a adoção de mecanismos de *feedback* como ferramenta para a proteção do consumidor, cfr. GABAIT, Xavier, Augustin Landier & David Thesmar (2012), p. 31.

²¹⁸ Cfr. Comissão Europeia (2016), p. 10.

²¹⁹ Cfr. Comissão Europeia (2016), p. 99.

Já no que se refere aos mecanismos de *feedback* e não obstante reconhecermos a sua importância (desde logo porquanto, como dissemos no capítulo anterior, está em causa um mercado pouco avaliado pelos seus consumidores), estamos em crer que a sua divulgação pública deve ser ponderada com especiais cautelas, tendo em conta o acervo de funções que competem às instituições financeiras. Promover a avaliação dos bancos por pessoas não especializadas não nos parece poder confundir-se com a avaliação de outros produtos e serviços como alimentos ou peças de roupa, sendo assumido o carácter mais sensível que uma crítica menos positiva de um cliente poderá representar em termos de alarme social²²⁰. Apoiamos contudo o necessário escrutínio da atuação das instituições financeiras, promovendo-se conseqüentemente a divulgação pública, pelo supervisor, de alguns aspetos relacionados com as *performances* no exercício das respetivas funções e sempre dentro dos limites da salvaguarda do dever de segredo²²¹.

Uma outra opção para chamar a atenção do cliente poderia ser a adoção de medidas de “*rotulagem*” de produtos através da utilização de cores (verde, amarelo e vermelho), consoante a adequação do produto ao cliente, em moldes semelhantes ao que sucede no setor alimentar. Admitindo-se que esta opção poder ser interessante por ser um mecanismo relativamente simples e intuitivo de passar a mensagem ao consumidor, exprimimos contudo as mesmas ressalvas que as efetuadas nos mecanismos de *feedback*, dado o alarme social que o recurso a este tipo de mecanismos pode envolver. Entendemos ainda que, atenta a natureza dos produtos e serviços bancários de retalho, esta opção poderá fazer mais sentido no âmbito de produtos sujeitos a uma maior componente de risco²²².

²²⁰ Cfr. alusão efetuada no capítulo anterior ao comportamento de manada.

²²¹ Neste âmbito, salienta-se, por exemplo, que o *ranking* de instituições mais reclamadas é divulgado anualmente pelo Banco de Portugal. Cfr. Banco de Portugal (2017A), p. 120 e Banco de Portugal (2018), pp. 84-89. Neste particular, assinala-se ainda a publicação do relatório de avaliação do impacto do regime jurídico do crédito aos consumidores, em que foram objeto de divulgação os resultados da fiscalização da conduta das instituições supervisionadas à luz daquele diploma. Cfr. Banco de Portugal (2011), pp. 53-109.

Sobre a necessidade de transparência da ação pública como mecanismo de proteção do consumidor, cfr. GABAIT, Xavier, Augustin Landier & David Thesmar (2012), pp. 29-31.

²²² Onde já existem, em todo o caso, mecanismos para avaliar o perfil do investidor consoante a sua reação ao risco, tendo em conta o disposto no artigo 314.º do Código de Valores Mobiliários. *Vide*, nesta matéria, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2012). Neste particular, salienta-se ainda o Regulamento da CMVM n.º 2/2012, em que, no contexto dos deveres de informação sobre produtos financeiros complexos e operações e seguros ligados a Fundos de Investimento, se utilizou este tipo de técnica.

Também no sentido da captação da atenção do cliente, julgamos ser de salientar, em terceiro lugar, a **personalização da informação**²²³, o que pode ser conseguido por formas tão simples como emitir uma carta destinada ao cliente chamando-o pelo seu nome, ou redigir a comunicação num tom mais coloquial e amigável. Este tipo de abordagem apresenta a vantagem de tornar o prestador de serviços bancários mais próximo do cliente, o que pode apresentar algum efeito designadamente em situações mais sensíveis (como no âmbito do incumprimento), em que nem sempre o tom de ameaça é passível de apresentar resultados satisfatórios²²⁴.

No âmbito da personalização, chamamos à atenção para um debate que tem vindo a ser efetuado sobre as “*smart disclosures*”, isto é, as informações elaboradas de acordo com as preferências ou perfis de um cliente ou segmento de clientes, ajustando-as em função dos seus interesses, necessidades, conhecimentos matemáticos, ou até preferências em termos de formato²²⁵. Há quem encontre nesta segunda aceção de personalização da informação o futuro, defendendo *inclusive* que a mesma deve passar a ser elaborada com recurso a estruturas massificadas de dados (*big data*) mediante as quais “*fosse possível disponibilizar aos consumidores informação formatada em função das suas situações, personalidades, características demográficas e capacidades cognitivas*”, tendo como propósito a substituição de uma informação estandardizada e impessoal por uma “*informação comportamental e personalizada*”²²⁶.

Esta abordagem rompe com a aceção tradicional da prestação de informação, precisamente por se basear numa ideia de personalização da informação, que

²²³ Sobre a personalização da informação, cfr. LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 409 e 410 e Ernst & Young (2010), p. 17.

²²⁴ *Vide* nesta matéria Financial Conduct Authority (2016A), pp. 17-19, em que se concluiu que o método que mais levou os clientes a entrarem em contacto com vista a atingir um acordo no âmbito do incumprimento de contratos de crédito hipotecário foi precisamente a utilização de um tom amigável e a supressão de advertências de risco.

²²⁵ Neste sentido, *vide* LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 410-411.

²²⁶ Neste sentido, BUSCH, Christoph (2015), pp. 6 e 7.

passa a ser concedida, não em função das características ou atributos dos produtos, mas tendo em conta o respetivo uso ou preferências dos clientes²²⁷.

Não obstante a personalização de informação através de “*smart disclosures*” parecer trazer valências inegáveis do ponto de vista da sua adaptação ao perfil e necessidades do consumidor, a verdade é que inexistem, por ora, evidências suficientes dos benefícios da utilização deste tipo de método na informação sobre produtos e serviços bancários de retalho²²⁸. Por outro lado, faz-se notar que este tipo de abordagem não é compatível com a solução assente na uniformização da informação a que nos referimos no ponto 1. da alínea A) deste capítulo e que tem vindo a ser, como vimos, um dos mecanismos privilegiados pelo legislador comunitário para promover a comparabilidade de produtos e serviços bancários. Acresce que, também do ponto de vista da respetiva fiscalização, a mesma seria passível de suscitar algumas reservas, dado que seria necessário, caso a caso, sindicar que elementos seriam os mais relevantes para prestar a um cliente ou segmento de clientes. Por outro lado, esta abordagem baseada na personalização é também passível de suscitar questões do ponto de vista da proteção da privacidade, situação que se reveste de cada vez maior importância, desde logo tendo em conta a entrada em vigor do novo Regulamento Geral da Proteção de Dados²²⁹.

3. Notas finais sobre as soluções de transparência de informação

As soluções de transparência aqui apresentadas destinam-se a resolver os problemas referidos no capítulo anterior relativamente à informação em si mesma: como vimos, por força da sua incapacidade para analisar a informação que lhe é disponibilizada, o consumidor recorre a heurísticas e enviesamentos como a ancoragem, o enquadramento e a saliência, selecionando apenas alguns elementos. Na prática, as soluções aqui apresentadas visam tirar partido dessa tendência de

²²⁷ Parte-se de um conceito de “*product attribute information*” para a “*product use information*”. Cfr., nesta matéria, BRODI, Elisa (2013), BUSCH, Christoph (2015) e LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 410-411.

²²⁸ Sobre a inexistência de evidências da efetividade da personalização da informação em geral, cfr. LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 410.

²²⁹ Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016. As questões de privacidade que a aplicação do regulamento em causa suscita (designadamente no que se refere à obtenção do consentimento e ao cumprimento dos deveres de informação ao titular dos dados) não serão aqui objeto de dissecação, tendo em conta o tema da presente dissertação.

selecionar certos elementos de informação por parte do consumidor, tentando que os elementos mais relevantes não sejam esquecidos.

Relativamente a estas soluções, cumpre clarificar que as mesmas não dispõem de eficácia comprovada para todas as situações: com efeito e como já tivemos oportunidade de referir, foi possível constatar que, em certos casos, um determinado mecanismo (por exemplo a utilização de *bullets*) teve eficácia comprovada na atenção suscitada no cliente, sendo que o mesmo mecanismo, noutros setores, não obteve resultados significativos²³⁰. Neste sentido, entende-se que o recurso a estes mecanismos deverá ser objeto da devida ponderação de forma a perscrutar a sua efetividade, designadamente através da realização de estudos experimentais (numa lógica “*tentativa-erro*”, até se chegar a uma solução adequada) tendo por intuito perceber se, de facto, as formas sugeridas podem fazer a diferença do ponto de vista da análise da informação e da subsequente reação da parte do cliente²³¹.

Por outro lado e face às diferentes abordagens que acima enunciámos, verifica-se que há soluções com carácter eminentemente regulatório (como é o caso das soluções apresentadas em 1.), sendo que outras, mais que soluções de regulação, serão direcionadas para a relação entre prestadores de serviços bancários e consumidores propriamente dita (por exemplo, a utilização de perguntas frequentes).

B. Súmula de outras soluções económico-comportamentais

1. Soluções focadas no aconselhamento

Na sequência da investigação que efetuámos no âmbito do capítulo anterior, concluiu-se que o mercado de produtos e serviços bancários encontra-se fortemente dominado pela influência do aconselhamento²³². Explicámos como esta tendência corresponde a uma reação natural do consumidor que, quando

²³⁰ Nesta matéria, *vide* Financial Conduct Authority (2016A), contributo que divulga os resultados de vários estudos experimentais efetuados por aquela entidade no âmbito da prestação de informação.

²³¹ Sobre a necessidade da comprovação empírica das estratégias de adaptação da informação, cfr. PAREDES, Troy A. (2003), p. 57, AVGOULEAS, Emílios (2009), pp. 24-28 e LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), pp. 412-413.

²³² Neste sentido, Comissão Europeia (2010), pp. 253-254.

confrontado com a informação maciça e complexa sobre produtos e serviços bancários e dada a sua tendencial iliteracia e aversão à tomada de decisões financeiras, procura aconselhamento junto dos funcionários ou intermediários dos prestadores de serviços bancários, por confiar na perícia e conhecimentos financeiros daqueles agentes²³³.

Foi por nós referido também que, não obstante a importância e influência do aconselhamento no esclarecimento dos clientes para efeitos da tomada de decisão, a verdade é que a sua isenção e independência tem vindo a ser cada vez mais posta em causa, designadamente face aos incentivos financeiros concedidos aos referidos agentes no âmbito da venda, junto dos clientes, de produtos e serviços bancários²³⁴. A questão do (des)alinhamento entre os interesses do consumidor e os do prestador de serviços bancários tem vindo, assim, a merecer particular enfoque e preocupação, o que, como veremos, está na génese de algumas das recentes iniciativas de regulação em matéria de produtos e serviços bancários de retalho.

Como forma de resolução do problema relativo ao desalinhamento entre os interesses dos consumidores, apontam-se duas principais vias, a saber: a primeira, de carácter menos intrusivo, assente na prestação de informação sobre incentivos e, em segundo lugar, uma outra solução baseada na adoção de medidas sobre as práticas de remuneração propriamente ditas. Assinala-se contudo que, mais que uma descrição exaustiva das medidas concretas que têm vindo a ser adotadas, o que se pretende nesta sede é fazer uma súmula das duas principais abordagens que entendemos serem possíveis para a resolução da questão relativa à influência das práticas de remuneração nos comportamentos de quem presta o aconselhamento e, em consequência, nos comportamentos dos consumidores²³⁵.

A primeira destas alternativas passa, assim, por transmitir ao cliente **informação sobre a existência de incentivos aos funcionários**, tendo por intuito torná-lo mais consciente da eventual influência dos mesmos no âmbito do aconselhamento

²³³ Cfr., entre outros, LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), p. 402, WILLIS, Lauren E. (2006), p. 801, Comissão Europeia (2010), p. 6 e Financial Conduct Authority (2018), p. 2.

²³⁴ Financial Conduct Authority (2013), p. 60, CGAP (2014), pp. 12-13, CGAP (2015), p. 24, AFM (2015), p. 26 e OCDE (2017), p. 13.

²³⁵ Desde logo tendo presente o objeto desta investigação que se prende com os problemas relacionados com a informação do ponto de vista dos consumidores.

que lhe é prestado sobre produtos e serviços bancários: esta abordagem justifica-se desde logo porquanto, como vimos no capítulo anterior, não obstante a tarefa de interpretação da informação concedida ao cliente (e, em consequência, a respetiva escolha do produto ou serviço baseada nessa informação) ser fortemente influenciada pelo aconselhamento, a verdade é que há clientes que não têm conhecimento da existência dos referidos incentivos, ou *inclusive* estão convictos da respetiva inexistência²³⁶. A abordagem a seguir nesta sede passa, pois, por conferir ao cliente esse elemento que parece poder estar em falta no seu processo decisório.

A prestação da informação sobre incentivos foi testada pela Comissão Europeia no âmbito do relatório sobre as escolhas dos consumidores em matéria de produtos financeiros de retalho a que fizemos referência *supra*, tendo-se concluído que tal informação pode ser mais ou menos efetiva consoante o canal utilizado na contratação: neste particular, foi possível constatar que influência da informação sobre incentivos é mais determinante no atendimento presencial²³⁷, sendo que, nas decisões tomadas à distância, a sua ação não assumiu contornos expressivos. Uma eventual explicação para este fenómeno poderá residir no carácter tendencialmente mais prolongado do atendimento presencial, o que contrasta com a rapidez e flexibilização patente na comercialização através de canais digitais (e que leva porventura à tomada de decisões menos ponderadas)²³⁸.

Face à nossa investigação sobre “*nudges*”, esta abordagem parece corresponder a um verdadeiro “*nudge*”, tendo em conta que a informação sobre incentivos é objeto de expressa indicação ao cliente, tomando este a sua decisão de forma livre, mas com conhecimento dessa mesma informação.

No entanto e não obstante assumirmos que esta solução poderá configurar um importante estímulo na ação decisória dos consumidores, reiteram-se, nesta sede, os problemas já por nós referidos relativamente à atuação baseada em deveres de informação: com efeito, tratando-se de elementos adicionais a juntar à informação

²³⁶ Comissão Europeia (2010), p. 386.

²³⁷ Neste sentido, cfr. Comissão Europeia (2010), pp. 20-22.

²³⁸ Relativamente à mitigação de riscos na utilização de canais digitais no contexto bancário, cfr. CGAP (2015) e relatório da Finconet sobre os desafios de supervisão em matéria de pagamentos digitais, onde se refere expressamente as preocupações de índole comportamental que a facilitação de pagamentos em formato digital acarreta, por configurar um poderoso “*motor*” de consumo – cfr. FINCONET (2016), p. 16.

massiva e complexa já existente, os mesmos poderão, na prática, ser porventura elementos que o cliente não lê, ou não analisa com a devida ponderação no âmbito do processo decisório. Neste sentido, somos de parecer que uma abordagem deste tipo deverá ser conjugada com outras componentes, designadamente as formas de captar a atenção do cliente que vimos na alínea anterior, por exemplo a saliência, ou a apresentação de alertas e pontos de reflexão. Assim, as reservas que apontámos no capítulo anterior sobre o facto de a transmissão de informação poder não se assumir efetivamente como ferramenta única e determinante na ação decisória dos consumidores valem, com as devidas adaptações, nesta sede: a chave para a efetividade deste mecanismo deverá, assim, residir na forma da prestação de informação e não apenas na sua mera transmissão.

Por outro lado e como de resto salientou a Comissão Europeia²³⁹, a utilização deste método deve ser ponderada com algumas cautelas, uma vez que este mecanismo poderá ser tanto benéfico, como pernicioso, dado que é passível de minorar a confiança do cliente no funcionário e, por inerência, no próprio prestador de serviços. Neste contexto e, por exemplo, numa situação em que os interesses do cliente e os do funcionário estejam alinhados *ab initio*, a chamada de atenção para este elemento pode levar a que o cliente opte por não confiar naquele que é o conselho do funcionário, por partir do princípio que este apenas está a aconselhá-lo em benefício próprio, adquirindo um produto não adequado às suas necessidades, o que levaria a que o “*nudge*” conferido com a transmissão desta informação surtisse o efeito oposto ao pretendido.

Uma segunda via passa, como referido, pela adoção de uma atuação mais intrusiva, isto é, de **regulação que especificamente incide sobre as formas das práticas de remuneração adotadas pelas instituições**, solução que tem vindo a merecer crescente debate quer a nível internacional²⁴⁰, quer a nível nacional²⁴¹, partindo-se, também aí, do pressuposto segundo o qual a informação, por si só, pode não ser suficiente para a tomada de decisões ponderadas sobre produtos e serviços bancários. Esta abordagem vai, por isso, para além da informação, tendo por objeto

²³⁹ Neste sentido, Comissão Europeia (2010), pp. 377 e 378.

²⁴⁰ Neste sentido, CGAP (2014), pp. 6-7, Financial Conduct Authority (2013), p. 47, Financial Services Authority (2013), Autoridade Bancária Europeia (2016), Autoridade Bancária Europeia (2016A) e Financial Conduct Authority (2018).

²⁴¹ Nesta matéria, Banco de Portugal (2016), pp. 80-84.

e intuito tratar especificamente os comportamentos das instituições que, através dos seus funcionários, são passíveis de produzir influências negativas nos comportamentos dos consumidores.

Foi neste contexto que, em 2016, a Autoridade Bancária Europeia procedeu à emissão de um conjunto de Orientações sobre a conceção e implementação das políticas e práticas de remuneração relacionadas com a venda e o fornecimento de produtos e serviços bancários de retalho²⁴². Como postuladobase subjacente à emissão dessas orientações prevê-se expressamente que a conceção e implementação das práticas de remuneração tenham em conta os interesses dos consumidores, devendo as instituições garantir que tais práticas *“não introduzem incentivos pelos quais as pessoas relevantes favoreçam os seus próprios interesses, ou os interesses da instituição, em prejuízo dos consumidores”*²⁴³. Enunciou-se, assim, de forma expressa, o princípio que está na génese da prestação do aconselhamento, o qual reside efetivamente no auxílio dos consumidores e, em consequência, na promoção da confiança daqueles nas instituições financeiras.

Das referidas Orientações resultam ainda diretrizes mais específicas sobre a conceção e implementação das referidas políticas e práticas de remuneração, destacando-se a limitação da componente variável da remuneração (designadamente através da necessidade de definição de um rácio entre as componentes fixa e variável que gere incentivos adequados, incluindo a possibilidade de inexistir qualquer componente variável)²⁴⁴ e a necessidade de os incentivos não estarem apenas relacionados com objetivos quantitativos de venda de produtos e serviços bancários ou com a promoção da venda de um produto em detrimento de outro²⁴⁵. Nesse contexto, recomendou-se também que as políticas e práticas de remuneração sejam simples, claras e que estejam documentadas (guardadas por um período mínimo de cinco anos)²⁴⁶.

A nosso ver, estas medidas (designadamente a limitação da componente variável da remuneração e da existência de objetivos quantitativos) visam, de forma direta, mitigar os riscos decorrentes do desalinhamento entre aqueles que são os

²⁴² Vide Autoridade Bancária Europeia (2016).

²⁴³ Cfr. ponto 1.1 da parte 4. das referidas Orientações.

²⁴⁴ Cfr. ponto 1.7 da parte 4. das referidas Orientações.

²⁴⁵ Cfr. ponto 1.6 da parte 4. das referidas Orientações.

²⁴⁶ Cfr. ponto 2 da parte 4. das referidas Orientações.

interesses das instituições (personificadas, na relação com o consumidor, através dos seus funcionários ou intermediários) e os interesses dos consumidores, tentando, por esta via, obstaculizar a que o aconselhamento seja prestado, não para auxiliar o cliente na escolha do produto mais adequado, mas sim com o intuito de vender um determinado produto pelo incentivo financeiro que a respetiva comercialização significa. No fundo, a ideia é devolver ao aconselhamento o seu papel principal, isto é, o de auxiliar os consumidores a tomarem decisões mais esclarecidas e ponderadas, obviando-se, assim às situações em que as próprias instituições têm a possibilidade de, de forma negativa, tirar partido dos vieses cognitivos dos consumidores (designadamente por força da já explanada influência “social” do colaborador).

O cariz comportamental destas medidas resulta, de resto, referido no Relatório Final da Autoridade Bancária Europeia sobre as Orientações relativas às práticas de remuneração, em que foi referido que *“a evolução nos últimos anos tem mostrado casos significativos de falhas de conduta e nas práticas de vendas por parte das instituições, com políticas e práticas de remuneração deficientes identificadas como seu motivo fundamental. O impacto da venda abusiva tem sido considerável, na medida em que causou prejuízos aos consumidores em resultado de produtos inadequados, ou com preços excessivos; resultou em pressão injusta exercida sobre o pessoal de vendas; tem impactado negativamente nas instituições financeiras (...); enfraqueceu a confiança nas instituições e mercados financeiros; e criou custos económicos para a sociedade através da má alocação de recursos.”*²⁴⁷

Faremos alusão, no capítulo subsequente, à forma como estas orientações foram implementadas no nosso ordenamento jurídico-bancário, no contexto da transposição da Diretiva do Crédito Hipotecário. Nessa sede, veremos também como, em complemento desta emissão de normas numa perspetiva mais limitativa ou negativa, o aconselhamento foi tratado também numa perspetiva mais positiva e “humanizada”, no contexto da regulação do dever de assistência.

²⁴⁷ Autoridade Bancária Europeia (2016A), p. 3. Tradução livre.

2. Outras soluções económico-comportamentais

No âmbito do capítulo dedicado aos problemas relacionados com a prestação de informação, foi por nós referida a importância da influência social de outros indivíduos que não os funcionários das instituições na forma como os clientes analisam a informação e tomam as suas decisões sobre produtos e serviços bancários de retalho. Tivemos também a oportunidade de qualificar o consumidor, não como *econ*, mas como ser vulnerável a ações dominadas pelo peso das emoções²⁴⁸, como o entusiasmo ou o medo. A conjugação destes dois fatores pode determinar que, independentemente da qualidade da informação prestada e da correta conduta dos funcionários que prestam aconselhamento, o consumidor tenha uma reação por impulso (caso dos exemplos já por nós referidos como a aquisição de habitação a crédito a preços muito altos, a corrida massiva aos depósitos ou a análise da viabilidade de um crédito apenas com base no elemento prestação).

Como forma de mitigar as reações por impulso, assinala-se o papel do já bem conhecido direito de arrependimento (ou de livre revogação)²⁴⁹, que confere ao consumidor a possibilidade de, em momento posterior à assunção do compromisso com o seu prestador de serviços, pôr termo ao contrato, sem necessidade de invocação de qualquer causa²⁵⁰.

A *ratio* subjacente ao direito de arrependimento passa por proteger o consumidor da sua própria irreflexão e precipitação, concedendo-lhe a possibilidade de se desvincular do compromisso assumido dentro de um determinado prazo (14 dias) após a sua celebração.

O direito de arrependimento corresponde, assim, a uma exceção ao princípio “*pacta sunt servanda*”, por imperativo de justiça social e proteção da parte mais débil²⁵¹. Esta exceção justifica-se pela disparidade entre as posições ocupadas pelo

²⁴⁸ Cfr. DEBONDT, Werner F.M., Rosa M. Mayoral & Eleuterio Vallelado (2012), pp. 104-107, Financial Conduct Authority (2013), p. 5, OCDE (2017), p. 13 e AFM (2015), pp. 26-27.

²⁴⁹ Plasmado, no ordenamento jurídico-bancário de retalho, no artigo 17.º do Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2 de junho e no Decreto-Lei n.º 95/2006, de 29 de maio, que regula o regime dos serviços financeiros à distância.

²⁵⁰ Sobre o direito de arrependimento nos contratos de crédito aos consumidores, *vide* CARVALHO, Jorge Morais (2017), pp. 380-384 e MORAIS, Fernando de Gravato (2009), pp. 77-85.

²⁵¹ Neste sentido, Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, proferido no processo n.º 416/08.4TBBAO.P1 em 20.06.2012. Sobre o direito de arrependimento, *vide* também Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, proferido no âmbito do processo n.º 2/09.1YFLSB em 28.04.2009 e

consumidor e pelo prestador de serviços, visando conferir ao primeiro um prazo adicional para, fora do contexto da negociação, voltar a refletir com ponderação sobre a sua vinculação ao contrato, pondo termo à relação jurídica de forma livre e absoluta. A ideia subjacente é, como se diz na gíria, “*refrear os ânimos*” e poder “*mudar de opinião*”²⁵².

Não obstante não se assumir caráter inovador (desde logo porque resulta do nosso ordenamento jurídico-bancário desde 1991²⁵³), trata-se de uma importante ferramenta do ponto de vista da proteção do consumidor, assumindo cariz eminentemente comportamental, tendo em conta que parte precisamente do pressuposto de que o agente económico pode falhar no seu processo decisório, designadamente pela sua vulnerabilidade às emoções. A retratação (nas suas diversas variantes, que tanto pode passar pela possibilidade de revogação após a celebração do contrato, mas também, como veremos no próximo capítulo, da existência de um período mínimo de reflexão prévio à celebração) e, em especial, a sua ação na limitação das contratações por impulso e do compromisso prematuro, têm correspondido, de resto, a mecanismos bastante aplaudidos pelos economistas comportamentais²⁵⁴.

Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, proferido no âmbito do processo n.º 1142/08.0TBVLG.P2 em 09.04.2013, todos disponíveis em www.dgsi.pt.

²⁵² Neste sentido, SMITS, Jan M. (2010).

²⁵³ Ano em que foi publicado o antigo regime jurídico do crédito ao consumo (Decreto-Lei n.º 359/91, de 7 de outubro). Cfr., nesta matéria, CORDEIRO, António Menezes (2016), p. 707.

²⁵⁴ Neste sentido, *vide* WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 823-824, EIDENMUELLER, Horst (2010) e SMITS, Jan M. (2010).

V. ANÁLISE ECONÓMICO-COMPORTAMENTAL DO NOVO REGIME DO CRÉDITO HIPOTECÁRIO

Nos capítulos anteriores, dedicámo-nos ao estudo dos problemas subjacentes à prestação de informação relativa a produtos e serviços bancários de retalho, tendo concluído que a respetiva transmissão pode não ser suficientemente efetiva para, por si só, garantir a função de elucidar, de forma cabal, os clientes bancários nas suas decisões.

Como resposta às questões colocadas, apresentámos algumas soluções económico-comportamentais, organizando-as em duas partes distintas: as soluções que operam sobre a forma da prestação de informação e as soluções incidentes sobre outros aspetos, que exercem uma importância determinante na interpretação dessa informação por parte do consumidor, como é o caso da influência social no processo decisório.

Aqui chegados, aproveitamos este pretexto para passarmos à descrição de um exemplo prático de um regime que recentemente entrou em vigor no nosso ordenamento jurídico, e que cremos dispor de algumas soluções económico-comportamentais para os problemas relacionados com a prestação de informação: o novo regime do crédito hipotecário, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de 23 de junho, diploma que procedeu à transposição parcial da Diretiva do Crédito Hipotecário (Diretiva 2014/17/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de fevereiro de 2014)²⁵⁵.

Conforme teremos oportunidade de desenvolver, este novo quadro normativo ilustra, em certos pontos, uma mudança na perspetiva (seguida pelo legislador comunitário e nacional) relativamente aos problemas económico-comportamentais, em especial os relacionados com a prestação de informação. Neste contexto, a lógica que aqui seguiremos será semelhante à que esteve presente na elaboração dos dois últimos capítulos, começando-se por apresentar as soluções sobre a forma de prestação da informação (mais propriamente as resultantes da Ficha de Informação Normalizada Europeia, de acordo com o

²⁵⁵ A transposição foi parcial porquanto da Diretiva constam ainda disposições relacionadas com a atividade de intermediação de crédito, as quais foram objeto de transposição no âmbito do Decreto-Lei n.º 81-C/2017, de 7 de julho.

modelo aprovado pelo Decreto-Lei n.º 74-A/2017, e posteriormente objeto de regulamentação através da Instrução n.º 19/2017 do Banco de Portugal) e as soluções contempladas no mencionado regime, mais direcionadas para os problemas respeitantes à influência social de outros agentes no comportamento dos consumidores (divididas *infra* entre as soluções focadas no aconselhamento e o período de reflexão).

Importa, a este respeito, anotar que, pese embora a Diretiva do Crédito Hipotecário também tenha dado origem à transposição para o ordenamento jurídico nacional das normas respeitantes à atividade de intermediação de crédito, efetuada no âmbito do Decreto-Lei n.º 81-C/2017, de 7 de julho, a presente exposição abordará exclusivamente as soluções adotadas no âmbito do novo regime do crédito hipotecário, constante do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

A. Enquadramento

A contratação de um crédito à habitação assume-se, do ponto de vista do consumidor comum, como o principal e mais longo compromisso financeiro da sua vida²⁵⁶. Dada a sua longevidade, trata-se também de um compromisso sujeito a um forte grau de incerteza ou imprevisibilidade, não só pela tendencial variabilidade das próprias componentes do empréstimo (por força da indexação a taxas de juro variáveis), mas também pela possibilidade de modificação das circunstâncias pessoais existentes à data da sua contratação, designadamente eventualidades como situações de desemprego e de doença.

Por outro lado e tendo em conta o fim a que se destina (maioritariamente assente na aquisição ou construção de habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento), estamos perante um compromisso passível de envolver encargos assinaláveis no âmbito do orçamento do consumidor²⁵⁷, cujo impacto também se reflete, por inerência, nas instituições que procedem ao financiamento destes empréstimos²⁵⁸. A responsabilidade quer na sua concessão por parte das

²⁵⁶ Cfr., neste sentido, CARVALHO, Jorge Morais (2018), p. 317.

²⁵⁷ Por comparação com a contratação do crédito aos consumidores (por exemplo, os pagamentos de um cartão de crédito), a prestação de um crédito à habitação representa, por norma, um maior peso do que as restantes responsabilidades financeiras assumidas pelo consumidor.

²⁵⁸ Neste sentido, Banco Central Europeu (2009), p. 7.

instituições financeiras²⁵⁹, quer na respetiva aquisição pelos consumidores é, por isso, de grande dimensão²⁶⁰, correspondendo este tipo de empréstimos, à data da publicação da Diretiva, a 70 % dos créditos concedidos a consumidores na União Europeia²⁶¹.

Foi com base nestes pressupostos e, em particular, no impacto de uma crise financeira motivada, como vimos, pela crise nos empréstimos imobiliários²⁶², que, em 4 de fevereiro de 2014, foi aprovada a Diretiva do Crédito Hipotecário, cujos trabalhos preparatórios perduraram por cerca de 10 anos²⁶³. Esta Diretiva confere especial enfoque à necessidade de garantir uma adequada proteção do consumidor na contratação de créditos sobre imóveis, procurando definir um quadro normativo uniforme e sólido nos Estados-Membros, por forma a melhor prepará-los para situações semelhantes e a “*reconquistar*” a confiança do consumidor no sistema financeiro. Tal manifestação de interesses surge de forma expressa no Considerando (3) da referida Diretiva, do qual resulta que “*A crise financeira mostrou que o comportamento irresponsável de alguns participantes no mercado pode minar os alicerces do sistema financeiro, provocando desconfiança entre todas as partes, em especial nos consumidores, com consequências sociais e económicas potencialmente graves. Muitos consumidores perderam a confiança no setor financeiro e os mutuários têm cada vez mais dificuldade em reembolsar os seus empréstimos, daí resultando um aumento das situações de incumprimento e de venda coerciva do imóvel (...).*”

Esta é, assim, uma Diretiva com preocupações nitidamente comportamentais: do lado das instituições, procura-se a promoção do crédito responsável e o reforço da resiliência e da confiança no sistema financeiro, o que é conseguido não apenas com base no reforço da avaliação de solvabilidade²⁶⁴, mas também com o

²⁵⁹ Sobre a responsabilidade na concessão de crédito, *vide* LEITÃO, Adelaide Menezes (2018), pp. 229-248.

²⁶⁰ Cfr. Comissão Europeia (2007), p. 2.

²⁶¹ Cfr. MISCENIC, Emilia (2014), p. 219.

²⁶² *Vide*, nesta matéria, CORDEIRO, António Menezes, pp. 140-160. Sobre o impacto da crise financeira na preparação da Diretiva do Crédito Hipotecário, cfr. NIERODKA, Agnieszka (2016), p. 2.

²⁶³ Sobre o processo de aprovação da Diretiva do Crédito Hipotecário e em especial sobre as principais alterações à proposta inicial, *vide* MISCENIC, Emilia (2014), pp. 220-221.

²⁶⁴ Cfr., nesta matéria, capítulo 6 da Diretiva do Crédito Hipotecário, transposto no âmbito dos artigos 16.º a 19.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017 e Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2009, que aqui não serão dissecados com maior detalhe, atento o objeto desta investigação. Sobre a avaliação da

estabelecimento de normas que envolvem as próprias estruturas das instituições que concedem crédito (como normas sobre formação e remuneração²⁶⁵); da parte dos consumidores, pretende-se garantir a tomada de decisões mais ponderadas e conscientes sobre o impacto e os riscos que um compromisso financeiro desta importância implica²⁶⁶.

Nos trabalhos desenvolvidos, não faltou, por isso, a preocupação com a prestação de informação, que se encontra, aliás, patente, no Livro Branco preparado pela Comissão Europeia nesta matéria²⁶⁷: *“não pode existir um mercado eficiente sem consumidores confiantes e bem informados, capazes de procurar e escolher o produto hipotecário que mais convém às suas necessidades, independentemente da localização do mutuante (...). Para poderem escolher acertadamente, os consumidores precisam de informações claras, corretas, completas e comparáveis sobre os diferentes produtos hipotecários.”*

Como referimos *supra*, a Diretiva do Crédito Hipotecário foi transposta parcialmente para o ordenamento jurídico nacional no âmbito do Decreto-Lei n.º 74-A/2017 (aqui também designado por *“novo regime do crédito hipotecário”*), diploma que aprovou o regime jurídico aplicável aos contratos de crédito para aquisição ou construção de habitação própria e permanente, secundária ou para arrendamento (o chamado *“crédito à habitação”*) e os restantes contratos de crédito que, independentemente da finalidade, se encontram garantidos por hipoteca ou direito equivalente²⁶⁸.

solvabilidade no contexto da Diretiva e da sua transposição em Portugal, cfr., respetivamente, MISCENIC, Emilia (2014), pp. 229-235 e Carvalho, Jorge Morais (2018), pp. 320-323.

²⁶⁵ Cfr. n.ºs 3 e 4 do artigo 7.º da Diretiva do Crédito Hipotecário e artigos 5.º e 6.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

²⁶⁶ Sobre os propósitos da Diretiva do Crédito Hipotecário, cfr. MISCENIC, Emilia (2014), p. 222, em que é referido que *“os consumidores devem obter a proteção que merecem por meio de melhores informações sobre preços, adequação e riscos dos produtos hipotecários. Além disso, os prestadores beneficiam da Diretiva do Crédito Hipotecário através da concorrência reforçada pelas novas normas de cariz profissional nela previstas, que devem criar o enquadramento para um mercado hipotecário a nível europeu e, conseqüentemente, impulsionar a realização de um mercado único.”* Tradução livre.

²⁶⁷ Comissão Europeia (2007), p. 5.

²⁶⁸ Cfr. artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

B. Soluções de transparência de informação: o exemplo da Ficha de Informação Normalizada Europeia (“FINE”)

Conforme já tivemos a oportunidade de salientar, a prestação de informação correspondeu a uma das preocupações fundamentais da Diretiva do Crédito Hipotecário: neste contexto, a Diretiva aprovou um modelo de Ficha de Informação Normalizada Europeia (“FINE”) a disponibilizar ao consumidor tanto no âmbito da simulação, como da aprovação do contrato de crédito²⁶⁹, contendo os elementos de informação pré-contratual tidos como necessários para os consumidores efetuarem uma escolha esclarecida sobre a contratação de um crédito hipotecário²⁷⁰.

Não obstante ter sido consagrada, nos termos do artigo 2.º da Diretiva do Crédito Hipotecário, a necessidade de harmonização máxima do modelo de FINE, certo é que tal diploma conferiu alguma margem de maleabilidade na sua adaptação pelos Estados-Membros²⁷¹, designadamente tendo em conta que o modelo aprovado contemplava alguns campos abertos e não determinou a aplicação de um *template* específico, situação que também não ficou resolvida no âmbito do diploma de transposição. Neste sentido, foi publicada, em dezembro de 2017, a Instrução do Banco de Portugal n.º 19/2017 que aprovou o modelo final de FINE e de informação adicional, bem como as respetivas instruções que devem ser seguidas no seu preenchimento²⁷², com vista a concretizar os aspetos que careciam de detalhe adicional e a aprovar um modelo único a seguir por todas as instituições de crédito a operar em Portugal, em linha com o propósito de comparabilidade e harmonização subjacente à FINE. Trata-se, por isso, de um modelo que segue muito de perto os elementos previstos na Diretiva do Crédito Hipotecário, à exceção da parte relativa à informação adicional, considerada, nos termos de tal diploma comunitário, de preenchimento livre pelos Estados-Membros²⁷³.

Esta análise baseia-se, assim, no modelo de FINE constante da supracitada Instrução, procurando evidenciar o elenco de soluções de forma da prestação de

²⁶⁹ Cfr. artigo 14.º da Diretiva do Crédito Hipotecário e artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017. Sobre o modelo de FINE, cfr. NIERODKA, Agnieszka (2016), pp. 6-9.

²⁷⁰ Cfr. Considerandos (40) e (43) da Diretiva do Crédito Hipotecário.

²⁷¹ Cfr. Considerando (42) da Diretiva e preâmbulo da Instrução do Banco de Portugal n.º 19/2017.

²⁷² As quais agregam, num único documento, as Instruções decorrentes da Diretiva e do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, bem como as tidas por necessárias para proceder à respetiva implementação.

²⁷³ Cfr. n.º 8 do artigo 14.º da Diretiva do Crédito Hipotecário.

informação de acordo com a lógica estabelecida no capítulo anterior, focando-se, por isso, na sua simplificação, redução e padronização, bem como na captação da atenção do cliente.

Em primeiro lugar, o modelo aprovado denota alguma preocupação com a **simplificação (ou descomplexificação) dos elementos de informação**, em linha aliás com os propósitos estabelecidos no âmbito da preparação da Diretiva do Crédito Hipotecário²⁷⁴, nos termos da qual se evidenciou que *“Os estudos sobre consumo salientaram a importância da utilização de uma linguagem simples e clara nas informações prestadas aos consumidores, razão pela qual os termos utilizados na FINE não são necessariamente idênticos aos termos jurídicos definidos na presente diretiva embora tenham o mesmo significado”*²⁷⁵.

No âmbito da simplificação *stricto sensu* (ou “descomplexificação”), é possível indicar em alguns pontos a utilização de termos mais coloquiais ou a necessidade de esclarecer o sentido e alcance de determinados conceitos, como é o caso do uso da expressão *“montante total a reembolsar”* para referir o montante total imputado ao consumidor²⁷⁶, ou da necessidade de identificação da função da TAEG²⁷⁷ (como ferramenta para comparar diferentes ofertas). Do mesmo modo, na secção relativa ao incumprimento (Secção 13.) é feito um alerta, com uma formulação bastante simples e facilmente apreensível, sobre a possibilidade de perda do imóvel pelo incumprimento das prestações (*“Em último recurso, pode vir a ficar sem a sua casa se não pagar as prestações.”*).

Também como solução de simplificação *stricto sensu*, destaca-se a utilização de números em complemento às percentagens, situação que resulta, por exemplo, da previsão do elemento correspondente ao montante total imputado ao consumidor em paralelo com a TAEG, sendo esse um elemento que já resulta do quadro normativo aplicável ao crédito aos consumidores; no entanto, a Diretiva do Crédito Hipotecário foi mais longe do que a Diretiva do Crédito aos Consumidores, obrigando as instituições a disponibilizarem ao consumidor esse montante em

²⁷⁴ Cfr. Comissão Europeia (2007), p. 7.

²⁷⁵ Considerando (41) da Diretiva do Crédito Hipotecário.

²⁷⁶ Cfr. secção “3. Principais características do empréstimo” do modelo de FINE constante do Anexo I à Instrução n.º 19/2017.

²⁷⁷ No início da secção “4. Taxa de juro e outros custos” é referido que *“A taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) é o custo total do empréstimo expresso em percentagem anual. A TAEG é indicada para o ajudar a comparar diferentes propostas.”*

termos totais, mas também por unidade monetária, isto é, indicando o valor efetivo a suportar pelo cliente por cada euro solicitado no âmbito do empréstimo²⁷⁸, situação que nos parece bastante interessante no sentido de permitir ao consumidor perceber o efetivo impacto do empréstimo em termos financeiros.

Por seu turno, a promoção da **comparabilidade** é a principal preocupação patente na elaboração do modelo de FINE, propósito igualmente destacado pela Comissão Europeia *ab initio* nos trabalhos preparatórios como sendo um dos objetivos primaciais da elaboração da Diretiva do Crédito Hipotecário²⁷⁹. A abordagem seguida no contexto da Diretiva relativamente à comparabilidade assenta em duas vias fundamentais, a saber: por um lado, a uniformização do modelo de FINE e, por outro, a adoção de uma única medida de custo do crédito (a TAEG), aspetos considerados de tal forma determinantes que justificaram que o seu nível de harmonização fosse total, contrariamente à regra de harmonização mínima que, por defeito, se lhe aplica²⁸⁰.

Neste contexto, dispomos hoje de uma FINE com elementos de informação padronizados, divididos em secções equivalentes em todos os Estados-Membros e obedecendo à mesma organização sistemática. Do mesmo modo e em linha com os propósitos de comparabilidade subjacentes à Diretiva, foram também objeto de uniformização, no contexto da regulamentação nacional emitida (Instrução do Banco de Portugal n.º 19/2017), os elementos e a organização sistemática da informação adicional à FINE, a disponibilizar ao cliente bancário nos termos do n.º 9 do artigo 13.º do novo regime do crédito hipotecário. Não obstante a Diretiva permitir liberdade total na sua elaboração pelas instituições²⁸¹, procurou-se, também aqui, estruturar a informação adicional a conceder ao cliente bancário, garantindo contudo a existência de um campo de “*observações*” para a junção de elementos adicionais, tal como consignado no supracitado diploma comunitário, o

²⁷⁸ Cfr. campo “*Montante total a reembolsar (MTIC)*” da secção “3. Principais características do empréstimo” do novo modelo de FINE.

²⁷⁹ Comissão Europeia (2007), pp. 7-8.

²⁸⁰ Cfr. Considerando (7) e artigo 2.º da Diretiva do Crédito Hipotecário.

²⁸¹ Cfr. n.º 8 do artigo 14.º da Diretiva do Crédito Hipotecário.

que nos parece ter sido uma solução adequada em consonância com o paradigma de harmonização e padronização vigente²⁸².

No âmbito da comparabilidade e não obstante se tratar de um elemento que deve constar de vários suportes que não apenas da FINE²⁸³, não podemos deixar de referir a introdução da TAEG como medida de custo no crédito hipotecário, em detrimento da antiga TAE, e em linha com o que sucede no crédito aos consumidores²⁸⁴, opção adotada por razões de segurança jurídica dos quadros normativos aplicáveis ao crédito na União. Esta medida de custo que resume, em percentagem, todos os encargos a suportar pelo cliente que assumam carácter previsível no momento da apresentação da oferta de crédito²⁸⁵, será a ferramenta indicada para a comparação das diferentes ofertas apresentadas ao consumidor pelos prestadores de serviços bancários. Adicionalmente e uma vez que a base de cálculo entre a TAEG e o montante total imputado ao consumidor é a mesma, também será possível efetuar a comparação em termos numéricos, por recurso a este último indicador. Na prática, verifica-se, assim, que a informação a este respeito é prestada de duas formas diferentes mas consentâneas entre si, o que permite ao consumidor efetuar uma avaliação rigorosa sobre estas características específicas do seu empréstimo.

A abordagem, **no âmbito da redução**, não resulta de forma tão direta e vinculada como as restantes soluções a que fizemos alusão: neste sentido e contrariamente a outras iniciativas, não se verifica, na regulação da FINE, uma limitação expressa em termos de número de páginas ou de caracteres. No entanto, essa preocupação resulta, de certa forma, do disposto no n.º 8 do artigo 14.º da Diretiva do Crédito Hipotecário, transposto no âmbito do n.º 9 do artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, em que se consagrou a necessidade de relegação de qualquer informação adicional para documento autónomo (correspondente, no caso português, ao

²⁸² Designadamente porque, como vimos, se cada instituição elaborasse o anexo com uma forma e sistematização distinta, tal poderia dificultar a sua apreensão por parte do consumidor, não obstante todo o esforço efetuado no sentido da promoção da comparabilidade no modelo de FINE.

²⁸³ Por exemplo, na informação constante de suportes publicitários e na informação pessoal não personalizada, nos termos dos artigos 11.º e 13.º da Diretiva, transpostos pelos artigos 10.º e 12.º do novo regime do crédito hipotecário.

²⁸⁴ Cfr. Considerando (19) da Diretiva do Crédito Hipotecário.

²⁸⁵ Motivo pelo qual não abrange, por exemplo, comissões relacionadas com o reembolso antecipado ou o incumprimento do contrato, dado que não é possível perceber *ab initio* se essas circunstâncias irão ter lugar. Cfr. artigo 15.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

documento respeitante à informação adicional à FINE, como referido *supra*). Salvo melhor opinião, parece-nos que o objetivo do legislador comunitário foi precisamente limitar a possibilidade de as instituições juntarem novos campos ao modelo de FINE, salvaguardando-se aqueles que são os elementos tidos como mais relevantes no âmbito da contratação.

Entendemos contudo que, porventura, pelo propósito de condensar num único documento todas as informações relevantes para efeitos de contratação de um crédito hipotecário, o modelo de FINE apresenta, quanto a nós, uma reserva fundamental: a sua extensão. Com efeito, de uma breve análise da Diretiva e do Decreto-Lei n.º 74-A/2017 (e, por inerência, do modelo aprovado pela Instrução n.º 19/2017) verifica-se, desde logo, que se trata de um modelo bastante longo, com múltiplos campos de informação, distribuídos por 15 secções. Não obstante existirem vários campos que podem ser suprimidos (por exemplo, os elementos sobre contratação de empréstimos em moeda estrangeira²⁸⁶), a verdade é que o modelo aprovado apresenta bastante mais informação que o modelo anterior, constante da Instrução n.º 45/2012. Se acrescentarmos à FINE, todos os outros documentos que, no contexto da contratação desta tipologia de créditos, devem ser transmitidos ao consumidor (como a informação geral decorrente do artigo 12.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017 e a informação que deve resultar do contrato nos termos do Aviso n.º 5/2017), então o problema assume contornos ainda mais pronunciados. Assim, a preocupação expressa na Diretiva de disponibilizar ao consumidor todos os elementos que podem influenciar o seu empréstimo foi tão longe que o esforço efetuado no sentido da promoção da simplificação *stricto sensu* e da comparabilidade, e, por inerência, a respetiva simplificação em sentido lato podem ficar, quanto a nós, prejudicados pelo já referido problema do excesso de informação. Será contudo necessário esperar pela implementação e eventual avaliação do novo regime²⁸⁷ para conhecer, em concreto, a reação dos consumidores a este novo modelo de FINE.

²⁸⁶ Constantes das secções “3. Principais características do empréstimo” e “6. Montante da prestação”.

²⁸⁷ Em linha com o que sucedeu no crédito aos consumidores. Cfr. Banco de Portugal (2011).

Por fim, o legislador comunitário exprimiu, na conceção deste modelo de FINE, uma preocupação em **chamar a atenção do cliente** para certos elementos, através da utilização do efeito de saliência. Neste sentido, verifica-se que o modelo aprovado contém alguns alertas apresentados em letra superior aos restantes elementos de informação: tratam-se, no essencial, das advertências de risco, designadamente aquelas que respeitam à possibilidade de variação da taxa de juro e ao risco de incumprimento²⁸⁸ e de alguns aspetos inovadores do novo regime do crédito hipotecário, como é o caso do período de reflexão, a que faremos alusão *infra*²⁸⁹. O racional subjacente residiu, por isso, em alertar o cliente para aspetos tidos como mais sensíveis no âmbito da contratação deste tipo de empréstimos, tendo sido, como vimos, conferido particular impacto à incerteza decorrente da contratação a taxas de juro variáveis, aspeto a que nos referimos como sendo um elemento característico dos produtos e serviços bancários de retalho.

Na nossa opinião e não obstante aplaudirmos a inserção do efeito de saliência no novo modelo de FINE²⁹⁰, entendemos que poderia ter sido importante destacar outros elementos, designadamente a TAEG, o montante total imputado ao consumidor e o valor da prestação, dada a sua importância na comparação das diferentes ofertas de crédito por parte do consumidor.

C. Outras soluções económico-comportamentais

1. Soluções de aconselhamento: políticas de remuneração e dever de assistência ao consumidor

Vimos como o novo regime do crédito hipotecário confere especial atenção à forma como a informação é prestada, o que, conforme descrito na alínea anterior, resulta patente do modelo de FINE; no entanto, é possível constatar neste novo regime uma preocupação que o distingue, de forma inequívoca, dos restantes regimes que regulam os produtos e serviços bancários de retalho, designadamente do regime

²⁸⁸ Por exemplo, as menções à variação da taxa de juro no âmbito do campo "*Montante total a reembolsar (MTIC)*" da secção "*3. Principais características do empréstimo*" e na secção "*4. Taxa de juro e outros custos*" e à possibilidade de perda do imóvel no âmbito da secção "*13. Incumprimento dos compromissos associados ao empréstimo: consequências para o consumidor*".

²⁸⁹ Cfr. Secção "*11. Outros direitos do consumidor*".

²⁹⁰ Orientação também seguida no contexto da regulamentação aplicável à informação na vigência do contrato de crédito, em que certos elementos de informação também surgem destacados. Cfr. n.º 3 do Anexo ao Aviso n.º 5/2017.

do crédito aos consumidores: a preocupação com a conduta das instituições perante os seus clientes, em particular no âmbito do aconselhamento prestado.

Este aspeto resulta expressamente da Diretiva do Crédito Hipotecário, onde se destaca, no Considerando (31), que *“Um aspeto essencial para garantir essa confiança dos consumidores é a obrigação de assegurar um elevado nível de imparcialidade, honestidade e profissionalismo no setor, uma gestão adequada de conflitos de interesses, incluindo os que resultam da remuneração, e a obrigação de defender os interesses do consumidor na consultoria prestada”*. Por outro lado e no que respeita especificamente à remuneração, é referido, no Considerando (35), que *“A forma como os mutuantes, os intermediários de crédito e os representantes nomeados remuneram o seu pessoal deverá constituir um dos aspetos-chave para garantir a confiança dos consumidores no setor financeiro. A presente diretiva estabelece as regras de remuneração do pessoal, com o objetivo de limitar práticas de venda inadequadas e de garantir que a forma de remuneração do pessoal não impede o cumprimento da obrigação de ter em conta os interesses dos consumidores.”*

As normas sobre políticas de remuneração resultam do artigo 7.º da Diretiva do Crédito Hipotecário, tendo sido objeto de transposição no âmbito do artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017. Dado o cariz mais genérico das mencionadas normas de conduta e em virtude da competência regulamentar conferida ao Banco de Portugal no âmbito do último daqueles preceitos, o Aviso n.º 5/2017 procedeu à aprovação de normas específicas nesta matéria.

Do quadro normativo constante dos referidos diplomas, vislumbra-se, em primeiro lugar, a enunciação de um princípio básico: o alinhamento das práticas de remuneração com os interesses do consumidor (e não apenas com os interesses da instituição)²⁹¹, o que, quanto a nós, representa um enorme significado, tendo sido inserido de forma propositada pelo legislador comunitário, chamando à atenção das instituições para aquele que deve ser o papel fundamental do aconselhamento.

Quanto às disposições constantes do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, o artigo 5.º previu outros requisitos de cariz genérico, muito em linha, aliás, com os que resultam do

²⁹¹ Cfr. n.º 2 do artigo 7.º da Diretiva do Crédito Hipotecário, alínea a) do n.º 1 do artigo 5.º (que remete para os deveres de conduta previstos no RGICSF) e artigo 6.º do Aviso n.º 5/2017.

artigo 7.º da Diretiva, consagrando, por exemplo, a necessidade de adoção de “medidas destinadas a evitar conflitos de interesse, nomeadamente estabelecendo que a remuneração, incluindo eventuais comissões, não depende, direta ou indiretamente, de qualquer aspeto relacionado com os pedidos de crédito aprovados ou contratos de crédito celebrados.”

Por seu turno, no âmbito do Aviso n.º 5/2017, foram estabelecidas normas relativas à definição, aprovação e monitorização das políticas de remuneração com o objetivo de assegurar que essas políticas não favorecem os interesses da instituição ou dos trabalhadores em detrimento dos consumidores e que previnem a ocorrência de conflitos de interesses, em consonância com as Orientações emitidas pela Autoridade Bancária Europeia sobre políticas e práticas de remuneração relacionadas com a venda e o fornecimento de produtos e serviços bancários de retalho, a que aludimos no capítulo anterior.

Entre os requisitos específicos objeto de regulamentação, denota-se uma especial preocupação com a limitação da componente variável da remuneração e da sua associação a critérios quantitativos, em linha com o artigo 5.º do novo regime do crédito hipotecário. Neste sentido, previram-se, por exemplo, a necessidade de equilíbrio entre as componentes fixa e variável da remuneração²⁹², a necessidade de a componente variável não se basear apenas em critérios quantitativos, mas também em critérios qualitativos que ponderem, nomeadamente, a qualidade do serviço prestado aos consumidores²⁹³ e *inclusive* a possibilidade de inexistência dessa componente²⁹⁴. Por outro lado, previram-se critérios de documentação, monitorização destas políticas no seio das próprias instituições e de divulgação das mesmas junto dos trabalhadores.

Deste enquadramento podemos retirar algumas conclusões fundamentais: em primeiro lugar, a abordagem seguida passou pela elaboração de estatuições sobre políticas de remuneração, evidenciando uma preocupação com a limitação das práticas que vimos *supra* (por exemplo, as comissões por objetivos de vendas) como podendo ser nocivas para os consumidores, o que corresponde à segunda das opções referidas no capítulo anterior (isto é, à solução de regular

²⁹² Alínea a) e b) do n.º 3 do artigo 3.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2017.

²⁹³ Alíneas c) a e) do n.º 3 do artigo 3.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2017.

²⁹⁴ Alínea g) do n.º 3 do artigo 3.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2017.

especificamente as políticas de remuneração e não à mera prestação de informação ao consumidor sobre as políticas de remuneração). Em segundo lugar, vemos com bons olhos a possibilidade de escrutínio (ou “*accountability*”) destas políticas, ao prever-se a necessidade de documentação, divulgação aos trabalhadores e implementação de mecanismos de controlo. Tratam-se todavia de políticas eminentemente dirigidas para o interior das instituições, pelo que poderá ser relevante criar mecanismos para dar a conhecer ao consumidor alguma informação sobre a existência destas estruturas de remunerações, que, como vimos, muitas vezes, lhe passam despercebidas²⁹⁵, o que poderá ser conseguido, por exemplo, no âmbito da formação financeira promovida junto dos clientes bancários.

A esta abordagem mais pela “*negativa*” (isto é, no sentido da tentativa de limitação das práticas de remuneração que se entendem ser mais nocivas para os consumidores), o novo regime do crédito hipotecário junta, em paralelo, uma via mais “*positiva*”, que se revela também como uma inovação neste quadro normativo: a regulação do dever de assistência ao consumidor²⁹⁶.

Este dever, ainda que previsto no âmbito do regime do crédito aos consumidores²⁹⁷, encontra, no novo regime do crédito hipotecário, um acrescido grau de densificação: o racional subjacente à sua previsão é especificamente assumido no âmbito do Considerando (48) da Diretiva do Crédito Hipotecário que refere precisamente que o consumidor pode “*ter necessidade de assistência adicional para decidir, de entre a gama de produtos propostos, qual o contrato de crédito que melhor se adequa às suas necessidades e à sua situação financeira*”²⁹⁸.

Parte-se, também aqui, do pressuposto segundo o qual o consumidor, ainda que munido de toda a informação relevante, pode necessitar de assistência adicional e personalizada: esta assistência configura, na prática, a apresentação de “*explicações*” (conforme, de resto, lhe chama a Diretiva²⁹⁹) por parte do

²⁹⁵ Comissão Europeia (2010), p. 386.

²⁹⁶ Previsto no âmbito do artigo 16.º da Diretiva do Crédito Hipotecário sob a epígrafe “*explicações adequadas*”.

²⁹⁷ Cfr. artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 133/2009.

²⁹⁸ Nesta matéria, vide MISCENIC, Emilia (2014), p. 240 e HERNÁNDEZ, Esther (2017). Sobre o dever de assistência não direcionado especificamente para produtos de crédito hipotecário, cfr. CÂMARA, Paulo (2012), pp. 39-41.

²⁹⁹ Que, na versão inglesa, confere a esta norma a epígrafe de “*adequate explanations*”.

funcionário, elucidando o consumidor sobre as condições essenciais do produto proposto, com o intuito de o fazer tomar uma decisão mais esclarecida e ponderada. O dever de assistência configura, na nossa perspetiva, uma “*humanização*” do aconselhamento bancário, direcionando-o para aquele que é o seu papel fundamental: auxiliar o cliente bancário no seu processo decisório.

O preceito comunitário respeitante ao dever de assistência foi transposto no âmbito do artigo 14.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de onde resulta, em primeiro lugar, o propósito do dever de assistência, isto é, o de colocar o consumidor “*em posição que lhe permita avaliar se o contrato de crédito proposto e os eventuais serviços acessórios se adaptam às suas necessidades e à sua situação financeira*”, escalpelizando, em segundo lugar, o seu conteúdo, que deve, à luz do mencionado preceito, passar tanto pelo fornecimento da FINE, como pela respetiva explicitação das características essenciais dos contratos de crédito propostos e dos respetivos serviços acessórios. Esta escalpelização permite-nos, desde já, retirar uma conclusão: a assistência é mais do que a mera disponibilização de informação ao consumidor, traduzindo-se também no auxílio do consumidor ao longo do processo decisório inerente à contratação, designadamente através da explicitação e simplificação do conteúdo da informação prestada.

Assinala-se ainda, neste contexto, que, em virtude da atribuição conferida no n.º 4 do supracitado artigo 14.º, também este dever foi regulamentado pelo Banco de Portugal, resultando respetivamente do artigo 9.º do Aviso n.º 5/2017.

Da conjugação do quadro legislativo e regulamentar aplicável nesta matéria, assinalamos, em particular, dois aspetos fundamentais: por um lado, a necessidade de o funcionário elucidar o consumidor sobre o conteúdo da FINE e da minuta do contrato³⁰⁰ e, por outro, a necessidade de explicitação das características e efeitos financeiros das vendas associadas facultativas³⁰¹. Refira-se que a aquisição de produtos e serviços financeiros (por exemplo, um cartão de crédito ou um seguro de vida) em paralelo com a contratação do crédito como forma de reduzir os

³⁰⁰ Cfr. alínea a) do n.º 1 do artigo 9.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2017.

³⁰¹ O que decorre quer do n.º 2 do artigo 14.º do novo regime do crédito hipotecário (quanto à possibilidade de o consumidor poder “*resolver separadamente o contrato relativo a cada serviço, bem como as respetivas consequências*”), quer das alíneas b) e c) do artigo 9.º do Aviso n.º 5/2017 (de onde resulta que devem ser identificados as características e custos dos serviços propostos, o seu impacto nos custos do empréstimo e a possibilidade de o contrato poder ser celebrado sem a contratação de vendas associadas facultativas).

encargos do empréstimo (em particular, o *spread* de taxa de juro) é uma prática massivamente enraizada em Portugal na celebração de contratos de crédito à habitação e, nessa medida, entendeu-se que, em sede de dever de assistência, o consumidor deveria ser devidamente elucidado sobre o impacto que a contratação daqueles produtos pode ter no seu contrato de crédito.

Aplaudimos a explicitação dos campos da FINE e dos restantes documentos contratuais como forma de complementar a informação concedida ao cliente, com a explicação das características fundamentais do crédito, o que poderá ajudar a mitigar o risco que referimos no capítulo III no que respeita ao facto de o consumidor se debruçar, por sua iniciativa, apenas sobre certos elementos de informação.

Entendemos contudo, face à inexistência de uma delimitação específica sobre as principais características do empréstimo para efeitos do cumprimento do dever de assistência (à exceção de algumas componentes, como as respeitantes às vendas associadas), que o facto de a FINE corresponder a um documento bastante longo é passível de dificultar, de alguma forma, a tarefa do funcionário na elucidação dessas características, o que pode conduzir a que, também nesta sede, seja conferida particular relevância (ou saliência) a determinados elementos de informação, em detrimento de outros igualmente relevantes. Considera-se, por isso, relevante fiscalizar com particular cuidado a forma como este dever será cumprido por parte dos funcionários das instituições, sob pena de serem prejudicados os propósitos primaciais do dever de assistência, atenta a ação, também aqui, de heurísticas e de vieses cognitivos.

No que respeita ao segundo elemento acima referido, assinalamos o mérito da opção de selecionar as vendas associadas facultativas como elementos relevantes para explicitação das características do empréstimo: com efeito, para além de estar em causa uma prática generalizada no crédito à habitação, é muito importante que o consumidor perceba que, se por um lado, a subscrição de produtos e serviços financeiros pode ter um impacto financeiro interessante e positivo na sua prestação, não é menos verdade que a contratação destes produtos também acarreta custos e a sua eventual não manutenção implica a aplicação de uma taxa de juro (e, em consequência, de uma prestação) mais elevada.

Ainda que a informação sobre vendas associadas facultativas esteja prevista em vários campos da FINE, a verdade é que o facto de o funcionário, por via do dever de assistência, ter que dar especial enfoque a este elemento pode, de facto, ser um importante mecanismo de avaliação das condições do empréstimo, tendo ainda o benefício de demonstrar, junto do cliente, que a avaliação apenas baseada numa prestação (que, por via de contratação de vendas associadas, é mais reduzida) pode não ser, como vimos, suficiente para adequadamente avaliar a oferta de crédito apresentada pela instituição.

2. Direito de reflexão

No âmbito do artigo 13.º do novo regime do crédito hipotecário, prevê-se que, após a apresentação de uma proposta de crédito ao consumidor (o que ocorre por via da entrega da FINE da aprovação e da minuta do contrato), a instituição mutuante permaneça vinculada a essa proposta *“durante um prazo mínimo de 30 dias contados, para que o consumidor tenha tempo suficiente para comparar propostas, avaliar as suas implicações e tomar uma decisão informada”*, não podendo, em todo o caso, o consumidor proceder à respetiva aceitação nos primeiros sete dias desse período³⁰².

Este preceito transpõe o n.º 6 do artigo 14.º da Diretiva do Crédito Hipotecário, nos termos do qual se estabeleceu a necessidade de os Estados-Membros fixarem um prazo de, *“pelo menos, sete dias durante o qual o consumidor terá tempo suficiente para comparar propostas, avaliar as suas implicações e tomar uma decisão informada”*, conferindo contudo uma certa margem de discricionariedade ao legislador nacional no que respeita à definição do momento a partir do qual se conta o referido período, que, de acordo com tal diploma, poderia assumir-se como *“um período de reflexão antes da celebração do contrato de crédito, um período para o exercício do direito de resolução após a celebração do contrato ou uma conjugação de ambos”*³⁰³.

³⁰² Cfr. n.ºs 4 e 5 do artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

³⁰³ Sobre as opções conferidas pela Diretiva do Crédito Hipotecário aos Estados-Membros no âmbito da transposição da norma respeitante ao período de reflexão, cfr. MISCENIC, Emilia (2014), pp. 239-240 e HERNÁNDEZ, Esther (2017). Sobre a opção seguida em Portugal, cfr. CARVALHO, Jorge Morais (2018), pp. 318-320.

A opção seguida neste contexto no nosso ordenamento jurídico corresponde, como vimos, à primeira das mencionadas opções, isto é, a um período de reflexão prévio à celebração, opção que, por comparação com a solução seguida no contexto da regulação do crédito aos consumidores, consubstancia um novo paradigma. Trata-se, por isso, de uma abordagem a montante da relação contratual, impondo ao consumidor um período de reflexão mínimo de 7 dias, e garantido que, durante 30 dias, a instituição de crédito permanecerá vinculada aos termos da proposta apresentada.

Esta nova abordagem assente na reflexão e não na revogação parece-nos porventura justificar-se pela própria natureza dos contratos de crédito relativos a imóveis, em que a possibilidade de revogação de um compromisso com tamanho impacto poderia implicar problemas acrescidos de implementação: em boa verdade, revogar um contrato de crédito hipotecário não corresponde à mesma realidade, nem tem o mesmo impacto do que revogar um contrato de crédito aos consumidores³⁰⁴, desde logo atentos os montantes normalmente envolvidos, o tipo de compromisso assumido (que, muitas vezes, pressupõe a celebração de contratos-promessa e adiantamento de valores a título de sinal) e o tipo de formalidades envolvidas. Por outro lado, salienta-se que a consagração de um período de reflexão prévio à celebração também parece encontrar-se mais em linha com a finalidade para o qual o mesmo foi concebido nos termos da Diretiva do Crédito Hipotecário, isto é, o propósito de conceder ao cliente um “*período-extra*” para comparar diferentes ofertas de crédito e refletir sobre a proposta apresentada, por forma a tomar uma decisão consciente e informada.

Entendemos todavia que, se a opção seguida nos parece ter sido acertada pela natureza do compromisso assumido, esta pode não configurar a ferramenta mais indicada para a promoção da comparabilidade, uma vez que o período em causa se conta da data da aprovação da proposta do contrato de crédito pelo mutuante, plasmada na FINE de aprovação. Com efeito, se por um lado é da FINE de aprovação que resultam os elementos efetivamente aplicáveis ao contrato de crédito (tais como o montante concedido, a taxa nominal e a TAEG aprovada),

³⁰⁴ Por exemplo, um crédito pessoal, que materialmente corresponde à mera disponibilização ao consumidor de uma determinada quantia, tornando-se bastante simples a respetiva revogação, o que pode ocorrer mediante a mera devolução dessas quantias à instituição de crédito.

também é verdade que, nesse momento, o grau de vinculação do consumidor pode ser assinalável, atentos os compromissos já assumidos (por exemplo, o pagamento de comissões bastante avultadas por força do estudo do processo e em virtude da avaliação do imóvel). Para a promoção da comparabilidade neste contexto seria porventura adequado assegurar que, no âmbito do período de reflexão, o grau de vinculação ao contrato de crédito (e conseqüentemente, os respetivos custos daí derivados) fosse reduzido³⁰⁵, por forma a garantir que o consumidor poderia, nesse decurso, procurar e avaliar efetivamente outras ofertas de crédito.

Parece-nos, assim, que, mais do que uma forma de promover a comparabilidade, esta é uma solução cujo propósito primacial é, como decorre da própria formulação do preceito, a reflexão, no sentido de “*esfriar um pouco os ânimos*”³⁰⁶ e assegurar a tomada de decisão de forma mais consciente e menos impulsiva.

Por fim e tendo em consideração que, à semelhança do que sucede no crédito aos consumidores, está em causa um período mínimo não disponível, pode ainda sustentar-se que esta foi uma opção demasiado paternalista, dado que não confere ao consumidor a possibilidade de prescindir do período de reflexão, aceitando logo a proposta da instituição. Não é contudo essa a nossa opinião, pelo que sustentamos a linha seguida pela Diretiva do Crédito Hipotecário, no sentido de tornar este período obrigatório: com efeito e tendo em conta, como vimos, a especial vulnerabilidade do consumidor às emoções e à influência social dos funcionários no processo decisório, parece-nos que deixar na sua liberdade a possibilidade de prescindir do período de reflexão é passível, na prática, de torná-lo ainda mais vulnerável a esse tipo de influência. Por outro lado, a criação deste período mínimo pode corresponder ainda a uma ferramenta que auxilia a informação pré-contratual a cumprir efetivamente a sua função de corretamente elucidar os clientes em momento prévio à celebração do contrato, assegurando que a mesma não configura apenas um elemento que o consumidor assina, de forma

³⁰⁵ Neste sentido, cfr. WILLIS, Lauren E. (2006), pp. 823-824, autora que defendeu, no âmbito dos empréstimos *subprime*, a criação de um período de reflexão mínimo numa fase em que o consumidor apenas tenha despendido gastos mínimos (não superiores a 50 dólares), garantindo-se, por esta via, que “*o mutuário estivesse pouco comprometido com o primeiro empréstimo*” e, como tal, mais disponível psicologicamente para procurar outras opções.

³⁰⁶ Cfr. WILLIS, Lauren E. (2006), p. 824, em que, no contexto da sua proposta de criação de um período de reflexão, a referida autora refere a importância do mesmo como mecanismo de “*arrefecimento dos ânimos*” (ou “*chilling-out*”).

praticamente cega ou acrítica, pouco antes da celebração, garantindo-se, por esta via, pelo menos um período de reflexão e avaliação nunca inferior a 7 dias até essa celebração.

VI. CONCLUSÕES

1. A economia comportamental tem como característica fundamental o facto de questionar o postulado da racionalidade em que assenta a teoria económica, isto é, o pressuposto de que o ser humano toma decisões baseadas na razão, sem qualquer influência de outros fatores que o possam desviar do caminho da racionalidade.
2. O *econ* ou *homo oeconomicus* é substituído, na perspetiva económico-comportamental, pelo comumente chamado “*homem de carne e osso*”, que, no seu processo decisório, comete erros, de forma sistemática e previsível, justificados pela ação de heurísticas e enviesamentos cognitivos.
3. Tendo em vista precisamente reconhecer esses erros sistemáticos e previsíveis e de, em algumas circunstâncias, tentar evitá-los, a economia comportamental tem por intuito a apresentação de novos modelos e soluções que possam influenciar as escolhas dos agentes económicos. Tais soluções assentam tipicamente em “*nudges*” ou estímulos, com o propósito de influenciar os comportamentos dos agentes económicos, sem contudo os impor, em linha com o “*paternalismo libertário*” que a economia comportamental propugna.
4. Os comportamentos dos agentes económicos nos mercados financeiros têm correspondido a uma das áreas em que a economia comportamental mais se desenvolveu, corrente essa intitulada de “*finanças comportamentais*” e que se ocupa do estudo das “*ineficiências*” dos mercados financeiros, e, em particular, das crises financeiras, procurando obter justificações de cariz comportamental para a sua ocorrência.
5. As finanças comportamentais questionam, assim, o pressuposto da eficiência dos mercados financeiros defendido pelas finanças tradicionais, e, em concreto, o postulado segundo o qual os preços dos ativos financeiros refletem toda a informação disponível.
6. O pressuposto da prestação de informação como mecanismo de ajustamento dos preços dos ativos financeiros apresenta-se assim, na visão das finanças comportamentais, como falível, designadamente tendo em conta a propagação acelerada de informação, as diferentes interpretações que a

mesma pode implicar e a influência de outros fatores, como o peso das emoções ou os incentivos financeiros concedidos a quem disponibiliza informação.

7. Na adaptação das finanças comportamentais (mais dirigidas para os mercados de instrumentos financeiros) aos mercados bancários de retalho, há que ter em consideração as características fundamentais destes últimos mercados. Assim e como alguns dos seus principais traços característicos, apontámos a complexidade e incerteza da maioria dos seus produtos e serviços, a importância do “*fator tempo*” e a escassez de avaliação ou *feedback* por parte dos clientes. Por outro lado, destacámos que se trata de um mercado fortemente dominado pela influência do aconselhamento.
8. Como tentativa de resolução das falhas de mercado que se verificam neste setor e, em particular, das assimetrias informativas entre prestadores de serviços bancários e consumidores, tem vindo a observar-se uma tendência no sentido da regulação, europeia e nacional, de deveres de informação relativamente aos vários setores de produtos e serviços bancários de retalho.
9. A prestação de informação surge, neste âmbito, como uma forma de resolver o problema da informação assimétrica, procurando maximizar a escolha do consumidor e, simultaneamente, responsabilizá-lo pela decisão tomada. Por outro lado, a transparência de informação é tida como mecanismo propulsor de eficiência no mercado, impelindo os prestadores de serviços bancários a moverem-se para apresentar ao cliente o produto mais adequado às suas necessidades.
10. No entanto e em resposta à pergunta colocada em sede introdutória (sobre a suficiência da informação no processo decisório dos consumidores), a prestação de informação pode não ser, por si só, suficientemente efetiva para assegurar uma tomada de decisões eficientes por parte dos consumidores no âmbito dos mercados bancários de retalho.
11. A tendencial complexidade da informação e o excesso de informação fazem com que o cliente, atenta a sua racionalidade limitada, tenha em consideração apenas alguns elementos de informação no processo decisório, designadamente por força da ação de heurísticas e enviesamentos como a

saliência, o enquadramento e a ancoragem. Assumindo-se esta tendência de seleção como natural e porventura até racional, a verdade é que a mesma pode implicar que alguns elementos determinantes para a análise do produto ou serviço subscrito fiquem excluídos do alcance decisório dos consumidores.

12. A ação destas heurísticas e enviesamentos demonstra como a forma da prestação de informação tem relevo na *“passagem da mensagem”* ao consumidor. Neste sentido, sustentámos que a disponibilização de informação ao consumidor não é, por si só, um *“nudge”* na aceção económico-comportamental, mas a respetiva forma consubstancia efetivamente um estímulo de acordo com essa aceção.
13. No entanto, os problemas suscitados pela prestação de informação não se confinam à respetiva forma: com efeito, na interpretação que o consumidor faz da informação que lhe é disponibilizada, é comum que o mesmo recorra à opinião de terceiros (funcionários ou outras pessoas inseridas no seu ambiente social, laboral e familiar), dada a sua vulnerabilidade às emoções e à influência social desses agentes. Todavia, os interesses dos referidos agentes podem não estar necessariamente alinhados com os interesses do consumidor.
14. Neste contexto, referimo-nos, em particular, à importância do aconselhamento como ferramenta fundamental no processo decisório sobre produtos e serviços bancários, fazendo notar todavia que a isenção dos agentes que efetuam tal aconselhamento tem vindo a ser questionada, tanto por força das suas próprias limitações, mas sobretudo pela ação dos incentivos financeiros de que os mesmos podem dispor na venda de certos produtos e serviços.
15. Como propostas de resolução para os problemas identificados, apresentámos algumas soluções que operam na forma da informação propriamente dita (a que chamámos de *“soluções de transparência de informação”*) e, posteriormente, propostas destinadas a resolver questões diversas da forma da prestação de informação, as quais se debruçam especificamente sobre a influência social e das emoções na ação decisória dos consumidores.

16. Por referência às soluções de transparência de informação, referimo-nos à simplificação dos termos utilizados, à respetiva redução tendo por intuito evitar o excesso de informação e, bem assim, à sua uniformização, como forma de promover a comparabilidade de produtos e serviços bancários.
17. Como segunda via de soluções de transparência, apresentámos algumas propostas com o intuito de captar a atenção do consumidor, procurando chamar a sua atenção para determinados aspetos da informação disponibilizada, designadamente a utilização do efeito de saliência e a personalização da informação.
18. Atento o facto de uma mesma solução poder, ou não, ter impacto consoante o caso concreto, considerámos que estas soluções devem ser objeto de estudos experimentais, tendo em vista sindicar a respetiva eficácia.
19. Relativamente às soluções não estritamente focadas na forma como a informação é prestada e em particular sobre o aconselhamento bancário, apontámos duas principais vias, uma delas assente na transmissão de informação sobre os incentivos financeiros dos funcionários ao consumidor e a segunda, de cariz mais intrusivo, baseada na regulação das políticas de remuneração propriamente ditas.
20. Nesta segunda linha de soluções, referimo-nos também ao papel do direito de livre revogação ou de arrependimento como forma de mitigar as reações por impulso, motivadas designadamente pelo peso da influência social de outros agentes e das emoções na ação decisória dos consumidores.
21. Como exemplo prático recente de um diploma que contempla algumas soluções económico-comportamentais para os problemas relacionados com a prestação de informação, fizemos alusão ao Decreto-Lei n.º 74-A/2017, diploma que transpõe a Diretiva do Crédito Hipotecário e que espelha, na nossa opinião, preocupações nitidamente comportamentais, desde logo como reação à crise económico-financeira global.
22. Também nesta sede vislumbrámos soluções incidentes na forma da prestação de informação, apresentando como exemplo a FINE, onde foi possível perscrutar soluções de simplificação e padronização, bem como a utilização

de mecanismos para captar a atenção do cliente. Apontámos, todavia, como reserva fundamental a dimensão do referido documento, o que poderá comprometer ou desvirtuar os objetivos que se pretendeu alcançar.

23. Da análise ao novo regime do crédito hipotecário resulta ainda uma especial preocupação com a conduta das instituições ante os seus clientes, em particular no âmbito da regulação dos incentivos financeiros auferidos pelos funcionários na comercialização de produtos e serviços bancários de retalho. Neste particular, tivemos a oportunidade de salientar que a opção seguida pelo legislador (comunitário e nacional) correspondeu à segunda linha de intervenção apontada *supra*, isto é, à regulação específica das políticas de remuneração, através da emissão de comandos concretos que visam limitar algumas práticas comumente consideradas como nocivas para os consumidores.
24. A esta abordagem mais pela “*negativa*”, contrapusemos ainda uma via mais “*positiva*” de regulação do aconselhamento, assente na prestação do dever de assistência ao consumidor. Na nossa visão, trata-se de uma tentativa de “*humanização*” do aconselhamento bancário, devolvendo-lhe o seu papel primordial, isto é, o de esclarecer os consumidores sobre as principais características do empréstimo, por forma a assegurar que os mesmos tomem decisões mais esclarecidas e ponderadas.
25. Por fim, fizemos notar que, também nesta sede, se conferiu ao consumidor um período de reflexão, *in casu* um período prévio à celebração (e não de revogação), o que consubstanciou uma abordagem distinta da seguida na regulação do crédito aos consumidores. Tivemos a oportunidade de sustentar, em todo o caso, que, mais que uma solução de comparabilidade (propósito que resulta da própria formulação do preceito onde o dever de assistência se encontra positivado), esta acaba, na prática, por ser uma solução de reflexão, como resulta aliás da própria terminologia.
26. Em suma, passar a mensagem de forma clara, completa e perceptível ao consumidor afigura-se, quanto a nós, como um dos principais desafios da regulação e fiscalização dos mercados bancários de retalho. Será certamente um desafio difícil e ambicioso, tendo em conta a complexidade e cada vez

maior sofisticação dos produtos envolvidos, a crescente inovação financeira e, como não poderia deixar de ser, as limitações de seres humanos que vendem e compram tais produtos, e que estão, por inerência da sua condição humana, sujeitos à ação de heurísticas e vieses cognitivos.

27. Trata-se, aliás, não só de um desafio de regulação, mas também de um desafio de fiscalização: é preciso atuar a montante, estudando e experimentando formas alternativas de simplificar a informação prestada, mas também a jusante, através de uma fiscalização mais intrusiva da conduta das instituições perante os seus clientes, garantindo que as mesmas atuam não só no sentido de vender aos consumidores os seus produtos e serviços, mas também pautando a sua conduta sob a égide do princípio da proteção do consumidor.
28. Estes papéis devem ser claramente assumidos pelas entidades competentes para proceder à fiscalização e regulação de produtos e serviços bancários de retalho (em particular, os órgãos comunitários responsáveis pela elaboração do quadro normativo aplicável nesta matéria, mas também o Banco de Portugal, enquanto entidade reguladora e de supervisão das instituições de crédito e sociedades financeiras a atuar em Portugal).
29. Não serão contudo apenas as entidades a quem compete a regulação e fiscalização dos mercados bancários de retalho as responsáveis por dar seguimento ao desafio lançado, competindo, também e necessariamente, às instituições financeiras encontrar, por sua iniciativa, soluções para melhor transmitir aos consumidores a informação sobre os produtos que comercializam, auxiliando-os na tomada de decisões mais esclarecidas, ponderadas e responsáveis.
30. Esta é, na nossa perspetiva, uma análise que não deve confinar-se apenas aos mercados bancários de retalho, podendo ser ponderada e utilizada, com as devidas adaptações, noutros setores, designadamente noutros mercados financeiros.
31. Consideramos, no entanto, que este acompanhamento não pode deixar de fora os consumidores (já que são eles os verdadeiros destinatários das iniciativas propostas), designadamente no âmbito da formação financeira dos

clientes bancários. É preciso atuar desde o início da sua formação, tentando tornar a linguagem financeira uma linguagem mais comum, garantindo que a mesma não se torna, como sucede nos nossos dias, em algo vago e distante que apenas os especialistas entendem.

32. Todos somos, por isso, chamados a responder e participar ativamente nesta tarefa de suma importância. O desafio está lançado.

BIBLIOGRAFIA

Artigos e monografias

ANTONIOU, Constantinos, Harrison Glenn, Morten I. Lau & Daniel Read (2014), "Information Characteristics and Errors in Expectations: Experimental Evidence", disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2484596

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

AKERLOF, George A. (1970), "The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84/3, pp. 488-500, disponível em:

<https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

AKERLOF, George A. e Robert J. Schiller (2009), *Animal Spirits – How Human Psychology drives the Economy, and why it matters for Global Capitalism*, New Jersey, Princeton University Press

ARAÚJO, Fernando (2012), *Introdução à Economia*, Coimbra, Almedina

AVGOULEAS, Emílios (2009), "What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond", disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1369004

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BARBERA, Brad M. & Terrance Odean (2011), "The Behavior of Individual Investors", disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1872211

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BARBERIS, Nicholas & Richard Thaler (2002), "A survey of behavioral finance", disponível em:

http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BAR-GILL, Oren & Omri Ben-Shahar (2013), "Regulatory Techniques in Consumer Protection: A Critique of European Consumer Contract Law", *NYU Law and Economics Research Paper*, 12-12, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2061148

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BARR, Michael S. (2008), "Behaviorally Informed Financial Services Regulation", disponível em:

<http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1028&context=other>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BARROS, Gustavo (2007), "Herbert A. Simon e o conceito de racionalidade: limites e procedimentos", *Revista de Economia Política*, 30/3, pp. 455-472, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2782819

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BEN-SHAHAR, Omri. & Carl F. Schneider (2010), "The failure of mandated disclosure", *University of Pennsylvania Law Review*, 159: 647, pp. 648-749, disponível em:

[https://www.law.upenn.edu/journals/lawreview/articles/volume159/issue3/BenShaharSchneider159U.Pa.L.Rev.647\(2011\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/lawreview/articles/volume159/issue3/BenShaharSchneider159U.Pa.L.Rev.647(2011).pdf)

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BRODI, Elisa (2013), “«Product-attribute information» and «Product-Use Information»: Smart disclosure and New Policy Implications for Consumers’ Protection”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2142734.

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

BUSCH, Christoph (2015), “The Future of Pre-Contractual Information Duties: From Behavioural Insights to Big Data”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2728315

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

CABRAL, Nazaré da Costa (2008), *Programação e Decisão Orçamental - Da Racionalidade das Decisões Orçamentais à Racionalidade Económica*, Coimbra, Almedina

CABRAL, Nazaré da Costa (2010), “Breve guia temático e bibliográfico sobre o estudo da actual crise financeira e económica”, disponível em:

<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/20743/>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

CÂMARA, Paulo (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina

CÂMARA, Paulo (2012), “A renovação do Direito bancário no início do novo milénio”, in Paulo Câmara, Manuel Magalhães (coord.) *O Novo Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, pp. 11-70

CAMPBELL, John Y., Howell E. Jackson, Brigitte C. Madrian & Peter Tufano (2011), “Consumer Financial Protection”, *Journal of Economic Perspectives*, 25/1, pp. 91-114, disponível em:

https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/9887620/JEP_consumer_financial_protection_11.pdf?sequence=1

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

CARVALHO, Jorge Morais (2017), *Manual de Direito do Consumo*, Coimbra, Almedina

CARVALHO, Jorge Morais (2018), “Crédito ao consumo e crédito à habitação” in António Menezes Cordeiro, Januário da Costa Gomes, Miguel Brito Bastos, Ana Alves Leal (coord.), *Estudos de Direito Bancário I*, Coimbra, Almedina, pp 297-329

CHOU, Robin K., Chu Bin Lin & George H. K. Wang (2015), “Investor Sentiment and Price Discovery: Evidence from the Pricing Dynamics between the Futures and Spot Markets”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2480951

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

CHUVAKHIN, Nikolai (2002), “Efficient market hypothesis and Behavioral Finance – is a compromise in sight?”, disponível em:

<http://ncbase.com/papers/EMH-BF.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

COLAERT, Veerle (2016), “The Regulation of PRIIPS: Great ambitions, Insurmountable challenges?”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2721644

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

COOPER, George (2008), *The Origin of Financial Crises – Central Banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Hampshire, Harrmian House LTD

CORDEIRO, António Menezes (2016), *Direito Bancário*, Coimbra, Almedina

DEBONDT, Werner F.M., Rosa M. Mayoral & Eleuterio Vallelado (2012), "Behavioral Decision-Making in Finance: An Overview and Assessment of Selected Research", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42/157, pp. 99-118, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2234989

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

DOBELL, Barbara & Paolo Vanini (2010), "Stated and revealed investment decisions concerning retailed structured products", *Journal of Banking & Finance*, 34/6, pp. 1400-1411, disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609003331>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

EIDENMUELLER, Horst (2010), "Why Withdrawal Rights?", disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1660535

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

ENGEL, Martin & Johanna Stark (2014), "Buttons, Boxes, Ticks, and Trust: On the Narrow Limits of Consumer Choice", disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2412541

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

FAMA, Eugene (1965), "Random walks in stock-market prices", *Financial Analysts Journal*, 23. disponível em:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.4.8514&rep=rep1&type=pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

FAMA, Eugene (1965A), "The behavior of stock market prices", *The Journal of Business*, 38, pp- 24-105, disponível em:

<http://www.e-m-h.org/Fama65.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

FAMA, Eugene (1970), “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, 25/1, pp. 383–417, disponível em:

<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

FRYDMAN, Cary & Baolian Wang (2017), “The Impact of Salience on Investor Behavior: Evidence from a Natural Experiment”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3017406

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

GABAIT, Xavier, Augustin Landier & David Thesmar (2012), “La protection du consommateur : rationalité limitée et regulation”, disponível em:

<http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/101.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

GENTILE, Monica, Nadia Linciano & Paola Soccorso (2016), “Financial Advice Seeking, Financial Knowledge and Overconfidence. Evidence from the Italian Market”, *CONSOB Working Papers*, 83, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2802589

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

GIGERENZER, Gerd (2015), “On the Supposed Evidence for Libertarian Paternalism”, *Review of Philosophy and Psychology*, 6/3, pp. 361–383, disponível em:

<https://link.springer.com/article/10.1007/s13164-015-0248-1>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

GLADSTONE, Joe (2015), “Banking on Behavioural Finance – Empowering and influencing financial decisions”, disponível em:

<https://foxfellowship.yale.edu/sites/default/files/files/Joe%20Gladstone%20-%20PolicyBrief.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

GONÇALVES, Diogo Costa (2016), “Produtos financeiros complexos e PRIIPS” in Paulo Câmara (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, pp. 391-399

GROSSMAN, Sanford J. & Joseph Stiglitz (1980), “On the impossibility of Informationally Efficient Markets”, *American Economic Review*, 70/3, pp. 393-408, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228054

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

HACKETHAL, Andreas, Michael Haliassos & Tullio Jappelli (2011), “Financial Advisors: A Case of Babysitters?”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1360440

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

HAISS, Peter R. (2010), “Bank Herding and Incentive Systems as Catalysts for the Financial Crisis”, *IUP Journal of Behavioral Finance*, 7/1&2, pp. 30-58, disponível em:

https://www.scss.tcd.ie/Khurshid.Ahmad/Teaching/Behavioural_Finance/Papers/2010_Haiss_IUPJBehFin_Herding.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

HALPERN, David (2015), *Inside the nudge unit – How small changes can make a big difference*, London, WH Allen

HETHERINGTON, R. Alexander (2006), “Betting Against Efficiency: Behavioral Finance in an Nfl Gambling Exchange”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=881514

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

HERNÁNDEZ, Esther (2017), “El Plazo De Reflexión En La Contratación De Préstamos Hipotecarios: Instrumentos Para Su Garantía”, *InDret*, 4, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3078813 (acedido pela última vez em 08.06.2018)

HIRSHLEIFER, David A., Sonya Lim & Siew Hong Teoh (2004), “Disclosure to an Audience with Limited Attention”, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=604142 (acedido pela última vez em 08.06.2018)

HOWELLS, Geraint, André Janssen & R. Schulze (eds) (2016), *Information Rights and Obligations: a Challenge for Party Autonomy and Transactional Fairness*, London, Routledge,

JENSEN, Michael C. & William H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3/4, pp. 305-36, disponível em: <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf> (acedido pela última vez em 08.06.2018)

JOLLS, Christine (2007), “Behavioral law and economics”, *NBER Working Paper*, 12879, disponível em: <http://www.nber.org/papers/w12879.pdf> (acedido pela última vez em 08.06.2018)

JOLLS, Christine, Cass R. Sunstein & Richard Thaler (1998), “A Behavioral Approach to Law and Economics”, *Stanford Law Review*, 50, 1471-1550, disponível em: http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2797&context=fs_s_papers (acedido pela última vez em 08.06.2018)

KAHNEMAN, Daniel (2013), *Pensar, depressa e devagar*, trad. de Pedro Vidal, Maia, Círculo Leitores

KAHNEMAN, Daniel & Amos Tversky (1979) “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, 47/2, pp. 263-292, disponível em:

<http://people.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/ProspectTheory.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

KINDLEBERGER, Charles P. & Robert Z. Aliber (2013), *Manias, Pânicos e Crises – Uma história das crises financeiras*, trad. de Eduardo Kraszezuk, São Paulo, Editora Saraiva

KRUGMAN, Paul (2009), “How did Economists get it so Wrong?”, disponível em:

<http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

LEITÃO, Adelaide Menezes (2018), “Concessão de crédito, normas de proteção e responsabilidade bancária” in António Menezes Cordeiro, Januário da Costa Gomes, Miguel Brito Bastos, Ana Alves Leal (coords.), *Estudos de Direito Bancário I*, Coimbra, Almedina, pp. 229-248

LOBÃO, Júlio & Nuno Marques Rola (2013), “Um outro olhar sobre a eficiência dos Mercados: o caso das Bolsas de Apostas de Ténis”, *Revista de Administração de Empresas*, 55/4, disponível em:

[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902015000400418)

[75902015000400418](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902015000400418)

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

LOBÃO, Júlio (2015), *Finanças Comportamentais – Quando a economia encontra a psicologia*, Coimbra, Conjuntura Actual Editora

LOEWENSTEIN, George, Cass R. Sunstein & Russell Golman (2014), “Disclosure: Psychology Changes Everything”, *Annual Review of Economics*, 6, pp. 391–419, disponível em:

<https://www.cmu.edu/dietrich/sds/docs/loewenstein/DisclosureChgsEverything.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

MERKLE, Christoph (2007), “Emotion and Finance - An Interdisciplinary Approach to the Impact of Emotions on Financial Decision Making”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1097131

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

MERKL-DAVIES, Doris M. & Niamh M. Brennan (2007), “Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management?”, *Journal of Accounting Literature*, 27, pp. 116-196, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1089447

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

MISCENIC, Emilia (2014), “Mortgage Credit Directive (MCD): Are Consumers Finally Getting the Protection They Deserve?” in Slakoper, Zvonimir (Ed.), *Liber amicorum in honorem Vilim Gorenc*, Faculdade de Direito, Universidade de Rijeka, 2016, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3138758

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

MONTEIRO, Joana (2012), “O desenvolvimento recente da supervisão bancária comportamental” in Paulo Câmara, Manuel Magalhães (coord.) *O Novo Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, pp. 227-283

MONTI, Marco, Nathan Bergm, Gerd Gigerenzer & Laura Martignon (2010), “Financial Advisors and Their Clients: Information Search and Portfolio Choice Among Bank Customers”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692433

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

MORAIS, Fernando de Gravato (2009), *Crédito aos consumidores*, Coimbra, Almedina

NIERODKA, Agnieszka (2016), “Implementation of the Mortgage Credit Directive – The Scope of Changes, Issues of Concern and Their Potential Impact on the Polish Mortgage Sector”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2841638

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

PAREDES, Troy A. (2003), “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”, *Washington University Law Quarterly*, paper 03-02-02, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413180

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

PÉON, David & Anxo Calvo (2013), “Using Behavioral Economics to analyse Credit Policies in the Banking Industries”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1831346

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

PI, Daniel, Francesco Parisi & Barbara Luppi (2013), “Biasing, Debiasing, and the Law”, *Minnesota Legal Studies Research Paper*, 13-08, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2215117

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

POMPIAN, Michael M. (2006), *Behavioral Finance and Wealth Management – How to build optimal portfolios that account for investor biases*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.

RAMIREZ, Victor Miguel Andrade (2013), “La protección al consumidor de tarjetas de crédito: son suficientes los deberes de informacion?”, disponível em:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2349131
(acedido pela última vez em 08.06.2018)

RICCIARDI, Victor (2005), “A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance”, disponível em:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=685685
(acedido pela última vez em 08.06.2018)

RICCIARDI, Victor (2008), “The Financial Psychology of Worry and Women”, disponível em:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1093351
(acedido pela última vez em 08.06.2018)

RUHL, Gisela (2011), “Consumer Protection in Choice of Law”, *Cornell International Law Journal*, 44, pp. 570-600, disponível em:
<https://pdfs.semanticscholar.org/ddd4/19be379b158e5d42b7d578233b12fd10c4fc.pdf>
(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SANTOS, Ana Cordeiro & Vânia Costa (2013), “Regular o consumidor? Novas tendências de política no setor financeiro”, *Análise Social*, 209/XLVIII (4.º), disponível em:
http://analisesocial.ics.ul.pt/documentos/AS_209_a01.pdf
(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SARAIVA, Rute (2011), “Análise económico-comportamental do Direito: uma introdução”, in Fernando Araújo, Paulo Otero, João Taborda da Gama (org.) *Estudos em Homenagem do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches*, I, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 1085-1118

SILVA, João Calvão da (2017), *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, Coimbra, Almedina

SCHMOLKE, Klaus Ulrich (2017), “Information and Disclosure Duties from a Law-and-Economics Perspective - A Primer”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3019979

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SHATON, Maya (2016), “The Display of Information and Household Investment Behavior”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2662694

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SHILLER, Robert J. (1998), “Human Behavior and the efficiency of the financial system”, *NBER Working Paper*, w6375, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226124

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SHILLER, Robert J. (2000), “From efficient markets theory to behavioral finance”, *Yales Cowles Foundation Paper*, 1055, disponível em:

<http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p1055.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SHILLER, Robert J. (2001), “Bubbles, human judgement, and expert opinion”, *Yale Cowles Foundation Discussion Paper*, 1303, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275515

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SHILLER, Robert J. (2005), *Irrational Exuberance*, New Jersey, Princeton University Press

SHLEIFER, Andrei (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press

SIMON, Herbert A. (1947), *Administrative behavior. A study of decision-making processes in administrative organization*, New York, The Macmillan Company.

SIMON, Herbert A. (1955), "A Behavioral Model of Rational Choice", *The Quarterly Journal of Economics*, 69/1, pp. 99-118, disponível em:

<http://www.math.mcgill.ca/vetta/CS764.dir/bounded.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SMITS, Jan M. (2010), "The Right to Change Your Mind? Rethinking the Usefulness of Mandatory Rights of Withdrawal in Consumer Contract Law", *Maastricht European Private Law Institute Working Paper*, 2011/01, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1719104

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SPINDLER, Gerald (2011), "Behavioural Finance and Investor Protection Regulations", *Journal of Consumer Policy*, 34/ 3, pp. 315-336

<https://link.springer.com/article/10.1007/s10603-011-9165-6>

STANGO Victor & Jonathan Zinman (2011), "Limited and Varying Consumer Attention: Evidence from Shocks to the Salience of Bank Overdraft Fees", *NBER Working Paper*, 17028, disponível em:

<http://www.nber.org/papers/w17028.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

STATMAN, Meir (2001), "Lottery Traders", disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=277158

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

SUNSTEIN, Cass R. & Richard H. Thaler (2003), “Libertarian Paternalism is not an oxymoron”, *John M. Olin Law & Economics Working Paper*, 185, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=405940 (acedido pela última vez em 08.06.2018)

THALER, Richard H. (2016), *Comportamento Inadequado: a construção da economia comportamental*, trad. de Miguel Freitas da Costa, Coimbra, Conjuntura Atual Editora

THALER, Richard H. & Cass R. Sunstein (2008), *Nudge – estímulo, empurrãozinho toque*, trad. de Carlos Sousa, Alfragide, Academia do Livro

THALER, Richard H., Cass R. Sunstein & John P. Balz (2010), “Choice Architecture”, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1583509 (acedido pela última vez em 08.06.2018)

TUTTLE, Brad & F. Greg Burton (1999), “The effects of a modest incentive on information overload in an investment analysis task”, *Accounting, Organizations and Society*, 24, pp. 673-687, disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/a141/8d20311a43a11ec7f6ed72e396149dd0212f.pdf> (acedido pela última vez em 08.06.2018)

WEBER, Robert F. (2012), “Structural regulation as antidote to complexity capture”, *American Business Law Journal*, 49/3, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2018618 (acedido pela última vez em 08.06.2018)

WILLIS, Lauren E. (2006), “Decisionmaking and the Limits of Disclosure: The Problem of Predatory Lending”, Maryland Law Review, 65/3, disponível em:

<http://digitalcommons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3262&context=mlr>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

WILSON, Andrea (2014), “Bounded Memory and Biases in Information Processing”, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2375093

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Relatórios de entidades nacionais e internacionais

AFM (2015), “Standardized products and consumer financial decision-making – a behavioural analysis”, disponível em:

<https://www.afm.nl/en/nieuws/2015/mrt/rapport-standaardproducten>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Autoridade Bancária Europeia (2016), “Orientações relativas às políticas e práticas de remuneração relacionadas com a venda e o fornecimento de produtos e serviços bancários de retalho”, disponível em:

https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1693444/Guidelines+on+sales+staff+remuneration+%28EBA-GL-2016-06%29_PT.pdf/3c1a2c4c-fae0-434f-a00c-3f153b70f586

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Autoridade Bancária Europeia (2016A), “Guidelines on remuneration policies and practices related to the sale and provision of retail banking products and services – Final Report”, disponível em:

<http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1596785/Final+report+on+Guidelines+on+remuneration+of+sales+staff+%28EBA-GL-2016-06%29.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco Central Europeu (2009), “Housing Finance in the Euro Area”, Occasional Paper No 101, disponível em:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp101.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco de Portugal (2011), “Relatório de avaliação do impacto do Decreto-Lei n.º 133/2009”, disponível em:

<https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relat%C3%B3rio%20avalia%C3%A7%C3%A3o%20impacto%20do%20decreto-lei%20133-2009.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco de Portugal (2012), “Relatório de Supervisão Comportamental – 2011”, disponível em:

<https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relat%C3%B3rio%20de%20supervis%C3%A3o%20comportamental%20%282011%29.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco de Portugal (2016), “Livro Branco sobre a regulação e supervisão do setor financeiro”, disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/livro_branco_web.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco de Portugal (2017), “Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho - 2016”, disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relatorio_de_acompanhamento_dos_mercados_bancarios_de_retalho_2016.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco de Portugal (2017A), “Relatório de Supervisão Comportamental – 2016”, disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rsc_2016_pt.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Banco de Portugal (2018), “Relatório de Supervisão Comportamental – 2017”, disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rsc_2017_pt.pdf

CGAP (2014), “Applying Behavioral Insights in Consumer Protection Policy”, disponível em:

<http://www.cgap.org/publications/applying-behavioral-insights-consumer-protection-policy>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

CGAP (2015), “Mystery shopping for financial services”, disponível em:

<http://www.cgap.org/publications/mystery-shopping-financial-services>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

CGAP (2015A), “Doing digital finance right; the case for stronger mitigation of customer risks”, disponível em:

<http://www.cgap.org/publications/doing-digital-finance-right>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Comissão Europeia (2007), “Livro Branco sobre a integração dos mercados da EU”, disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52007DC0807>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Comissão Europeia (2010), “Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective – Final Report”, disponível em:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.185.4650&rep=rep1&type=pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Comissão Europeia (2016), “Study on consumers’ attitudes towards Terms and Conditions (T&Cs) – Final report”, disponível em:

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/terms_and_conditions_final_report_en.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2012), “Recomendações aos investidores”, disponível em:

<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Recomendacoes%20aos%20Investidores.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (2016), “Relatório do inquérito à literacia financeira da população portuguesa - 2015”, disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/relatorio_do_inquerito_a_literacia_financeira_da_populacao_portuguesa_2015.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

DeNederlandscheBank (2017), “To stay or go? Consumer bank switching behaviour after government interventions”, DNB Working Paper No. 550, disponível em:

https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20No.%20550_tcm47-353777.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Ernst & Young (2010), “Understanding customer behavior in retail banking”, disponível em:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Understanding_customer_behavior_in_retail_banking -](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Understanding_customer_behavior_in_retail_banking_-February_2010/$FILE/EY_Understanding_customer_behavior_in_retail_banking_-February_2010.pdf)

[_February 2010/\\$FILE/EY Understanding customer behavior in retail banking - February 2010.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Understanding_customer_behavior_in_retail_banking_-February_2010/$FILE/EY_Understanding_customer_behavior_in_retail_banking_-February_2010.pdf)

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Financial Conduct Authority (2013), “Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority”, Occasional Paper No. 1, disponível em:

<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/occasional-paper-1.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Financial Conduct Authority (2015), “Stimulating interest: Reminding savers to act when rates decrease”, Occasional Paper No. 7, disponível em:

<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/occasional-paper-7.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Financial Conduct Authority (2016), “Attention, search and switching: evidence on mandated disclosure from the savings market”, Occasional Paper No. 19, disponível em:

<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/occasional-paper-19.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Financial Conduct Authority (2016A), “Full disclosure: a round-up of FCA experimental research into giving information”, Occasional Paper No. 23, disponível em:

<https://www.fca.org.uk/publications/occasional-papers/occasional-paper-no-23-experimental-research-giving-information>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Financial Conduct Authority (2018), “Final guidance - FG18/2: Staff incentives, remuneration and performance management in consumer credit firm”, disponível em:

<https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg18-02.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

Financial Services Authority (2013), “Final guidance - Risks to customers from financial incentives”, disponível em:

<https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fsa-fg13-01.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

FINCONET (2016), “Online and mobile payments: Supervisory challenges to mitigate security risks”, disponível em:

http://www.finconet.org/FinCoNet_Report_Online_Mobile_Payments.pdf

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

OCDE (2011), “G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection”, disponíveis em:

<https://www.oecd.org/g20/topics/financial-sector-reform/48892010.pdf>

(acedido pela última vez em 08.06.2018)

OCDE (2017), “Behavioral Economics and Financial Consumer Protection”, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, 42, disponível em:

[http://www.apapr.ro/wp-](http://www.apapr.ro/wp-content/uploads/2018/04/OECD_2017_Behavioural_Economics_and_Financial_Consumer_Protection.pdf)

[content/uploads/2018/04/OECD 2017 Behavioural Economics and Financial Consumer Protection.pdf](http://www.apapr.ro/wp-content/uploads/2018/04/OECD_2017_Behavioural_Economics_and_Financial_Consumer_Protection.pdf)

(acedido pela última vez em 08.06.2018)