DISTRIBUIÇÃO DE SEGUROS, PROTEÇÃO DO CLIENTE E ARBITRAGEM REGULATÓRIA

*Maria Elisabete Ramos**

Abstract *The Insurance Distribution Directive (IDD) is aimed at minimum harmonization on insurance distribution. This Directive acknowledges that various types of persons or institutions can distribute insurance products and intends to achieve level playing field between distributors. Consumers should benefit from the same degree of protection, in spite the distribution channel they choose. The Directive follows the client-centric approach, which puts client protection at the core of the relation between distributor and client. This paper addresses some issues related to client protection. In fact, the Directive follows the paradigm information model, assuring the distributor discloses relevant information to the client. The question is how the disclosure requirements are effective to the consumer protection, given that information overload and the rational ignorance may compromise the client's informed choice. The IDD aligns with the recent trends on presentation of information, conduct of business rules and product regulation, in order to strengthen the client protection. The paper addresses the conflict of interests' regulation (specially the inducement's regulation) and regulatory arbitrage risks, given the regulatory differences between IDD and MIFID. Regulatory arbitrage can weaken the clients' protection.*

Sumário 1. Introdução. 2. Um novo quadro regulatório para a atividade de distribuição de seguros. 3. A informação como instrumento de proteção dos clientes de distribuidor de seguros. 4. DDS e a harmonização mínima da informação pré-contratual prestada pelo distribuidor de seguros ao cliente. 5. Documento de informação sobre o produto de seguros – DIPS/IPID. 6. Regras de conduta da atividade de distribuição de seguros. 7. Governação dos produtos. 8. Requisitos adicionais relativos aos produtos de investimento com base em seguros (insurance-based investment product (IBIP)). 9. Conclusão

* Professora Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Endereço eletrónico: mgramos@fe.uc.pt.

1. INTRODUÇÃO

A Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de janeiro de 2016 (daqui em diante, DDS), sobre a distribuição de seguros, segue o modelo de "harmonização mínima" permitindo, por conseguinte, que cada Estado-Membro adote medidas legislativas mais restritivas do que as que resultam daquele ato de direito derivado.

A DDS marca uma etapa importante na evolução que vai desde a mediação de seguros até à distribuição de seguros. Havia, efetivamente, que adequar a regulação desta atividade financeira aos velozes desenvolvimentos impostos pela indústria de que se destacam, por exemplo, as plataformas eletrónicas designadas internacionalmente como "aggregators".

Está diagnosticado o fenómeno da progressiva diluição de fronteiras entre, por um lado, os seguros e, por outro, os outros tradicionais setores do direito financeiro. Tipicamente, o risco assumido pelo aforrador de seguros (a pessoa que celebra um contrato de seguro) não está ligado ao reembolso do prémio (que, tipicamente, não é reembolsável), mas sim à circunstância de o segurador se obriga a cobrir um sinistro futuro. Contribuem para diluição de fronteiras tradicionais que demarcam os seguros de outras atividades financeiras a "aproximação dos circuitos de distribuição"[1] e dos serviços prestados e dos produtos financeiros comercializados[2]. O que suscita a questão da caraterização do contrato de seguro, tendo em conta as importantes extensões que ele conhece, de que se destacam as operações de capitalização que não assentam em prejuízo sofrido pelo beneficiário da prestação[3].

Neste quadro de esbatimento de fronteiras, regulatório dirigido à proteção de clientes ou, ainda, de clientes-consumidores deve necessariamente ter presente que o mesmo perfil de risco pode estar presente em produtos muito diferentes[4], que surgem produtos híbridos que reúnem componentes bancárias, seguradoras e mobiliárias e, que os canais de distribuição são partilhados. A título de exemplo, considere-se o caso dos bancos que, nos termos do do art. 4.º, *e*), *f*), *h*), *i*) e *q*) do RIGIC, estão habilitados a comercializar produtos bancários, mobiliários e seguradores.

É no contexto deste progressivo esvaecimento das fronteiras que tradicionalmente demarcam a atividade seguradora de outros subsetores do

1 Câmara, 2018: 20.

2 Câmara, 2018: 20.

3 Sobre as operações de capitalização, v. Ribeiro, 2016; Silva, 2001: 249; Poças, 2008: 31 ss.

4 Este aspeto é sublinhado pela MiFiD II. V. *infra. Na doutrina nacional, v. Câmara*, 2018: 20.

universo financeiro (banca e valores mobiliários) que tem de ser percebida a DDS. É certo que esta diretiva reconhece a "natureza específica do contrato de seguro", mas logo afirma que a regulação da distribuição de seguros deve ser alinhada com o disposto na MiFID II[5], evidenciando, justamente esta aproximação entre o direito dos seguros e o dos instrumentos financeiros.

Efetivamente, a equivalência económica (constituindo, por conseguinte, alternativas de aforro para investidores) entre produtos seguradores e instrumentos financeiros exige adequada regulação de modo a serem prevenidos comportamentos oportunistas de arbitragem regulatória, com consequências prejudiciais para os consumidores.

Compreende-se esta preocupação de evitar a arbitragem regulatória, tendo em conta que a DDS reclama o propósito de "melhorar a proteção dos consumidores"[6]. Ao serviço deste objetivo, a DDS ergue três pilares: *a*) informação prestada ao consumidor; *b*) regras de conduta da atividade de distribuição de seguros; *c*) governação dos produtos. A DDS ainda é significativamente tributária do paradigma de informação, reagindo, todavia, às limitações deste instrumento clássico de proteção dos clientes, pela previsão de regras de conduta de atividade e de governação dos produtos.

O presente artigo discute em que medida o paradigma de informação é ou não capaz de proteger o cliente do distribuidor de seguros ou se, ao invés, fragiliza a posição deste sujeito. Na verdade, excesso de informação produz desinformação e, consequentemente, decisões menos informadas. Por outro lado, também é questionado se o multiestratificado edifício normativo regulador da distribuição de seguros evita ou não práticas de arbitragem regulatória. Trata-se de uma preocupação que é transversal ao universo financeiro, como mostra Paulo Câmara quando escreve: "(…) a arquitetura institucional e a multi-estratificação de fontes fomentam uma expansividade em muitos casos excessiva dos materiais normativos. Assim, o incremento da harmonização europeia foi atingido à custa de um volume regulatório que excede o fluxo adequado e proporcional e nessa medida impõe em alguns casos um sobrepeso normativo indesejável"[7].

---

5 Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU, conhecida por MiFID II (ou no acrónimo português, DMIF II).

6 Considerando 43 da DDS.

7 Câmara, 2018: 73.

O trabalho começa por identifica o novo quadro regulatório dedicado à distribuição de seguros para, em seguida, salientar o relevo da informação como instrumento de proteção dos clientes de distribuidor de seguros, evidenciando a simplificação e a padronização da informação como instrumentos destinados a reagir às limitações do paradigma de informação.

Desenvolvendo uma reflexão que parte do geral avançando para temas mais específicos, o trabalho centra-se na harmonização mínima de informação pré-contratual prestada pelo distribuidor de seguros ao cliente, evidenciando o papel do "Documento de informação sobre o produto de seguros" (DIPS/IPID) e os requisitos adicionais relativos aos produtos de investimento com base em seguros (IBIP), onde a DDS promove um reforço das informações pré-contratuais prestadas aos clientes e onde intensifica a prevenção de conflitos de interesses. Neste particular, destacam-se as específicas soluções em matéria de *inducements*.

As conclusões permitirão condensar os resultados obtidos pelo presente trabalho.

2. UM NOVO QUADRO REGULATÓRIO PARA A ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE SEGUROS

2.1. A DDS, atos delegados, normas técnicas de regulamentação e normas técnicas de execução

A Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de janeiro de 2016 (daqui em diante, DDS), sobre a distribuição de seguros, revoga a Diretiva 2002/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 9 de dezembro de 2002, relativa à mediação de seguros (daqui em diante, DMS), com efeitos a partir de 23 de fevereiro de 2018[8].

Adotando o modelo de "harmonização mínima"[9], a DDS visa harmonizar as disposições nacionais relativas à distribuição de seguros e de resseguros, assim como coordenar as disposições nacionais relativas ao acesso às atividades de distribuição de seguros e de resseguros (considerando 2 e art. 1.º, n.os 1 e 2, da DDS).

8 Cfr. art. 44.º da DDS.

9 O modelo da *harmonização mínima permite aos Estados-Membros adotar medidas mais rigorosas "para proteger os clientes, desde que sejam consentâneas com o direito da União" (considerando 3 da DDS). Veja-se, por exemplo, o disposto no art. 22.º da DDS.*

O novo quadro regulatório da União Europeia relativo ao regime de acesso e de exercício da atividade de distribuição de seguros não se esgota na DDS. Seguindo o modelo de regulação multi-estratificada em vários níveis (Lamfalussy /De Larosière)[10], o art. 38.º da DDS habilita a Comissão a adotar atos delegados, nos termos definidos nos arts. 38.º e 39.º da DDS.

A Comissão solicitou o apoio técnico da EIOPA (*European Insurance and Occupacional Pensions Authority*) que publicou, em 1.2.2017, o documento relativo a "Technical Advice on possible delegated acts concerning the Insurance Distribution Directive"[11] e, em 7.2.2017, emitiu o "Draft Implementing Technical Standards concerning a standardised presentation format for the Insurance Product Information Document of the Insurance Distribution Directive"[12].

No exercício do poder delegado conferido (art. 39.º da DDS), a Comissão adotou os seguintes atos:

a) Regulamento Delegado (UE) 2017/2358 da Comissão, de 21 de setembro de 2017, que complementa a Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos de supervisão e governação de produtos aplicáveis às empresas de seguros e aos distribuidores de seguros;
b) Regulamento Delegado (UE) 2017/2359 da Comissão, de 21 de setembro de 2017, que complementa a Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de informação e às normas de conduta aplicáveis à distribuição de produtos de investimento com base em seguros.

Nos termos do art. 42.º da DDS, relativo à transposição, os "Estados-Membros põem em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à diretiva até 23 de fevereiro de 2018".

A Diretiva (UE) 2018/411 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de março de 2018 que altera a Diretiva (UE) 2016/97 no que respeita à data de aplicação das medidas de transposição dos Estados-Membros, veio alargar

10 Sobre esta metodologia, v. Busch & Ferrarini, 2017: 4; Câmara, 2018.

11 https://eiopa.europa.eu/consumer-protection/insurance-distribution-directive.

12 Os diversos estudos publicados pela EIOPA relativos à DDS estão disponíveis em https://eiopa.europa.eu/consumer-protection/insurance-distribution-directive.

o prazo de transposição da DDS e o prazo para aplicação das medidas nacionais de transposição. Esta diretiva altera o art. 42.º da DDS, nos seguintes termos: "Os Estados-Membros devem adotar e publicar, até 1 de julho de 2018, as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente diretiva." "Os Estados-Membros devem aplicar essas disposições o mais tardar a partir de 1 de outubro de 2018."

Até ao momento o Estado Português não adotou as medidas legislativas e regulamentares destinadas a concretizar, na ordem jurídica nacional, os resultados impostos pela DDS. Enquanto não entrar em vigor o ato legislativo (art. 112.º, 8, da CRP) de transposição da DDS, a atividade de distribuição de seguros continua a ser regulada pelo regime de acesso e exercício da atividade de mediação de seguros, previsto no DL 144/2006, de 31 de julho (várias vezes alterado).

A Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) preparou uma versão preliminar de documento de transposição da DDS para a ordem jurídica nacional. Entretanto, deu entrada na Assembleia da República a Proposta de Lei 138/XIII, do Conselho de Ministros[13].

Para além do ato legislativo de transposição da DDS, a ASF publicará normas regulamentares que concretizarão vários aspetos do regime nacional de acesso e de exercício da atividade de distribuição de seguros[14].

2.2. Da mediação de seguros à distribuição de seguros

A atividade de distribuição seguros é definida pelo art. 2.º, 1, 1, da DDS. De salientar que é abrangida no âmbito da distribuição de seguros "a prestação de informações sobre um ou mais contratos de seguro, de acordo com os critérios selecionados pelos clientes através de um sítio na Internet ou de outros meios e a compilação de uma lista de classificação de produtos de seguros, incluindo a comparação de preços e de produtos ou um desconto sobre o preço de um contrato de seguro, quando o cliente puder celebrar direta ou indiretamente um contrato de seguro recorrendo a um sítio na Internet ou a outros meios". A DDS está a contemplar as plataformas eletrónicas designadas internacionalmente por "aggregators".

A definição abrangente de distribuição de seguros está em sintonia com a *variedade de profissionais* (pessoas e instituições) que se dedicam à atividade

13 Disponível em https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=42801

14 Ver o art. 13.º da Proposta de Lei n.º 138/XIII

de distribuição de seguros (agentes, corretores, operadores de banca-seguros, empresas de seguros, agências de viagens e empresas de aluguer de automóveis)[15] e com a *diversidade de canais usados*. Confrontada com esta diversidade, a DDS pretende que seja garantido "o mesmo nível de proteção independentemente do canal através do qual os clientes adquirem um produto de seguros"[16]. Compreende-se, por isso, a evolução de "Diretiva de Mediação de Seguros"[17] para "Diretiva de Distribuição de Seguros"[18].

As plúrimas manifestações da atividade de distribuição de seguros não impediram a DDS de agrupar os *distribuidores de seguros* em mediadores de seguros, mediadores de seguros a título acessório e empresas de seguros (art. 2.º, 8), da DDS)[19]. A definição de mediador de seguros é avançada pelo art. 2.º, 3), e a caraterização de mediador de seguros a título acessório é oferecida pelo art. 2.º, 1, 4), da DDS.

No plano do direito nacional, as alterações introduzidas pela DDS implicarão, previsivelmente, o desaparecimento da categoria dos mediadores de seguros ligados – é o que resulta dos trabalhos preparatórios de transposição da DDS[20] – transitando os atuais registos de mediadores de seguros ligados para o de agentes de seguros ou de mediadores de seguros a título acessório. No que diz respeito às *instituições de crédito* e às *empresas de investimento* (atualmente registadas como mediadores ligados), a DDS impede que elas possam ser registadas como mediadores de seguros a título acessório. O seu registo como mediador de seguros ligado converter-se-á *automaticamente* em registo como agente de seguros. É esta a solução acolhida pela ASF e vertida no documento preliminar de transposição da DDS.

15 Considerando 5 da DDS.

16 Considerando 8 da DDS.

17 Diretiva 2002/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 9 de dezembro de 2002, relativa à mediação de seguros (JO L 9 de 15.1.2003, p. 3).

18 V. Considerando 7 da DDS.

19 A noção de empresa de seguros resulta do art. 13.º, ponto 1, da Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

20 V. Os preâmbulos da Proposta de transposição da DDS apresentada pela ASF e da Proposta de Lei 138/XIII anunciam essa mudança.

2.3. O anunciado alinhamento com a MiFID II

A legislação da União Europeia é, em razão do disposto no art. 5.º do Tratado da União Europeia, *fragmentária*[21]. A União Europeia intervém no âmbito das competências que lhe são conferidas pelos Tratados e só quando essa intervenção é mais eficaz do que a dos Estados-Membros a nível nacional.

Esta *abordagem fragmentária* pode causar o efeito designado "half-hearted duplication"[22] – que se traduz em a União Europeia emitir normas similares, mas não iguais, regulando questões próximas. O que significa que o legislador nacional pode ter de integrar na ordem jurídica nacional várias disposições de legislação europeia que regulam temas próximos.

A DDS reconhece a "natureza específica dos contratos de seguro, em comparação com os produtos de investimento regulados ao abrigo da Diretiva 2014/65/EU do Parlamento e do Conselho". No entanto, a DDS evidencia que "a distribuição dos contratos de seguro, nomeadamente, de produtos de investimento com base em seguros, deverá ser regulada (…) e alinhada com a Diretiva 2014/65/UE"[23]. Os produtos de investimento com base em seguros são definidos como contratos de seguro em que o valor de vencimento ou valor se resgate esteja total ou parcialmente exposto, direta ou indiretamente às flutuações de mercado.

A DDS evidencia, efetivamente, a *aproximação* entre o direito dos instrumentos financeiros e o direito dos seguros. O que se explica, como mostram os considerandos da DDS, pela *equivalência económica* entre produtos de seguros e instrumentos financeiros como alternativas de investimento e, ainda, pela circunstância de instrumentos financeiros e produtos de seguros partilharem circuitos de distribuição. Também este aspeto é vincado pela DDS.

Esta aproximação entre o direito dos seguros e o direito dos instrumentos financeiros é o resultado de um processo que se iniciou há anos que, nesta circunstância, é tão-só sinteticamente aflorado.

A MiFID I[24] não se aplicava a *depósitos e nem a produtos de seguros*. A experiência colhida na vigência da MiFID I mostrou que os fundos de

21 Colaert, 2017: 590.

22 Colaert, 2017: 590.

23 Considerando 10 da DDS. Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU, conhecida por MiFID II (ou no acrónimo português, DMIF II).

24 Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros. A lista de serviços e atividades de investimento e de serviços auxiliares consta do Anexo I.

investimento eram frequentemente "reembalados" como seguros de vida ou depósitos estruturados, justamente com o objetivo de escapar às regras de conduta de atividade impostas pela MiFID I[25]. O comportamento de estruturar um determinado produto financeiro, não para corresponder às exigências regulatórias, mas sim para delas escapar ou para contornar determinada legislação, constitui um exemplo de *arbitragem regulatória*[26].

Vários Estados-Membros consideraram muito limitado o âmbito de aplicação da MiFID I e providenciaram no sentido de que as regras de conduta nela previstas fossem aplicadas a certos produtos de seguros ou a depósitos estruturados ou, ainda, duplicaram, nas suas legislações nacionais, as regras previstas pela MiFID I[27].

A MiFID II alargou as regras de conduta de atividade aos *depósitos estruturados* (art. 1, § 4 da MiFID II), sendo que os depósitos estruturados são definidos no art. 4 (1) 43 da MiFID II. Por outro lado, o legislador da União Europeia reconheceu que a preservação do "level playing field" implicava que o investidor em produtos de investimento baseados em seguros merecesse o mesmo tipo de proteção. É o que resulta, com muita clareza, dos Considerandos 87 da MiFID II e do Considerando 56 da DDS.

Acontece que os produtos de investimento com base em seguros não foram incluídos no âmbito de aplicação da MiFID II porque eles já estavam abrangidos pela DMS[28]. No entanto, esta Diretiva só previa regras básicas de informação e obrigações relativas ao *Know your costumer* (KYC), previstas nos arts. 12 e 13. Corria-se, mais uma vez, o risco de comportamentos oportunistas exploradores de *arbitragem regulatória*, tendo em conta as divergências entre a MiFID II e a DMS. A fim de evitar a arbitragem regulatória entre os produtos sujeitos às regras de conduta da atividade exigidas pela MiFID II e produtos similares sujeitos a regras menos rigorosas previstas na DMS, a MiFID II alterou esta última, introduzindo um novo capítulo com normas semelhantes às da MiFID (normas "MiFID-like"), em matéria de conflitos

25 São vários os documentos onde esta experiência é relatada. Vejam-se, a título de exemplo, Colaert, 2017: 591, e European Commission, 2008: 16, 17.

26 Sobre este tópico, v. Fleischer, 2011: 228 ss.

27 Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho. Sobre esta questão, veja-se Colaert, 2017.

28 Diretiva 2002/92/EC.

de interesses e regras de conduta da atividade destinadas aos produtos de investimento com base em seguros (na gíria internacional "IMD 1,5")[29].

A DMS foi substituída pela DDS e, neste processo, as regras de conduta da atividade para produtos de investimento com base em seguros foram, em significativa medida, *mas não totalmente*, alinhadas com o quadro regulatório previsto pela MiFID II[30].

3 A INFORMAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO DOS CLIENTES DE DISTRIBUIDOR DE SEGUROS

3.1. Paradigma de informação

A DDS usa, umas vezes, a expressão "cliente" e, outras vezes, o signo "consumidor". São expressões que, do ponto de vista jurídico, não se equivalem. Efetivamente, nem todos os clientes de distribuidores de seguros podem ser considerados *consumidores*.

A clientela pode ser definida como "o círculo ou quota de pessoas (consumidores, em sentido amplo) que com essa empresa contactam"[31]. A DDS não define consumidor, mas ele surge caraterizado em vários instrumentos da União Europeia. A Diretiva relativa às práticas comerciais desleais define-o como "qualquer pessoa singular que, nas práticas comerciais abrangidas pela presente directiva, actue com fins que não se incluam no âmbito da sua actividade comercial, industrial, artesanal ou profissional"[32].

Esclarece o considerando (43) que, na medida em que a DDS "tem por objetivo melhorar a proteção dos consumidores, algumas das suas disposições, em especial as que regulam as regras de conduta da atividade dos mediadores de seguros ou de outros vendedores de produtos de seguros, aplicam-se apenas às relações «empresa-consumidor»"[33].

---

29 Veja-se o art. 91.º da MiFID II.

30 V. *infra*.

31 Abreu, 1999: 50, 51.

32 Art. 2.º, *a), da Diretiva 2005/29/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de maio de 2005 relativa às práticas comerciais desleais das empresas face aos consumidores no mercado interno e que altera a Diretiva 84/450/CEE do Conselho, as Diretivas 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE e o Regulamento (CE) n.º 2006/2004 («diretiva relativa às práticas comerciais desleais»).*

33 Para os efeitos da Diretiva relativa os direitos dos consumidores (Diretiva 2011/83/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de Outubro de 2011 relativa aos direitos dos consumidores, que altera a Diretiva 93/13/CEE do Conselho e a Diretiva 1999/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a

A DDS estrutura a proteção do consumidor em três pilares[34]: *a*) informação prestada ao consumidor; *b*) regras de conduta da atividade de distribuição de seguros; *c*) governação do produto. O que significa que, por um lado, a DDS é significativamente tributária do "paradigma de informação" e, por outro lado, reconhece e reage às limitações deste instrumento clássico de proteção dos clientes de distribuidores de seguros, pela previsão de regras de conduta de atividade e de governação dos produtos.

Ao contrário do que acontece com outros bens em que o adquirente se apercebe das caraterísticas, dos vícios e defeitos, é muito provável que o tomador do seguro, no momento em que celebra o contrato de seguro, não domine os conhecimentos necessários a identificar completamente as "qualidades" e os "defeitos" do seguro contratado. Pode acontecer que esteja a contratar um seguro para cobrir riscos a que não está, em rigor, exposto ou que, contratando o seguro, não obtenha a cobertura dos riscos a que esta exposto.

Está há muito identificada a *assimetria de informação* que se interpõe entre o segurador e o tomador do seguro. Se o tomador do seguro sabe mais sobre o risco a cobrir do que o segurador – e daí a imposição dos deveres pré-contratuais de declaração inicial do risco a cargo do candidato a tomador do seguro[35] –, também é correto afirmar que o segurador (ou o distribuidor de seguros) sabe mais sobre as caraterísticas e as qualidades do produto de seguros que oferece no mercado do que o cliente-consumidor.

As teorias financeiras clássicas sugerem que se o "cidadão financeiro"[36] está completamente informado, ele ou ela fará as escolhas racionais de investimento, ou seja, avaliará corretamente o risco e a remuneração de cada possível investimento e comporá uma carteira de investimento que seja adequada ao seu nível de aversão ao risco[37]. O chamado "paradigma de informação"[38] radica na ideia de que a assimetria de informação corresponde a uma *falha*

Diretiva 85/577/CEE do Conselho e a Diretiva 97/7/CE do Parlamento Europeu e do Conselho), é "Consumidor": qualquer pessoa singular que, nos contratos abrangidos pela presente diretiva, atue com fins que não se incluam no âmbito da sua atividade comercial, industrial, artesanal ou profissional.

34 Veja-se Colaert, 2017.

35 Veja-se o disposto nos arts. 24.º, 25.º e 26.º do Regime Jurídico do Contrato de Seguro. Sobre os deveres de informação, Ramos, 2010: 433 ss. Sobre o regime dos deveres de informação das partes no contrato de seguro, v. Galvão Teles, 2016: 327 ss.

36 Sobre o sentido desta expressão, v. Moloney, Ferran & Payne, 2015: 699 ss.

37 Moloney, Ferran & Payne, 2015: 707.

38 Colaert, 2018: 16.06.

de mercado que causa decisões de investimento sub-óptimas[39]. A divulgação obrigatória de informação sobre o produto financeiro reduz a assimetria de informação e permite ao cliente não profissional tomar decisões racionais[40]. O *empowerment of investors*[41] propicia melhores decisões tomadas porque mais informadas e evita más decisões causadas por falta de informação. Há várias experiências históricas que concretizam esta abordagem informacional da proteção dos investidores, de que podemos destacar a obrigação de elaboração de prospeto, o prospeto simplificado, o KID (*key information document*) ou o KIID (*Key investor information Document)*[42] e, mais recentemente, o DIPS (Documento de informação sobre o produto de seguros)[43].

3.2. Limitações do paradigma de informação

Estão, hoje, identificadas as diversas *limitações* de que padece o "paradigma de informação". A primeira limitação traduz-se na "information overload" ou *sobrecarga informacional* que, ao invés de promover o esclarecimento e a decisão informada, causa desinformação por excesso de informação[44]. Há evidência de que intercede uma *relação negativa* entre a quantidade de informação que é fornecida e as probabilidades de ela ser lida e assimilada pelo consumidor, induzindo a "ignorância racional". Se processar a informação tem custos superiores aos que resultam dos benefícios da informação, ignorar a informação pode ser a decisão mais eficiente[45].

Por outro lado, o paradigma de informação padece de limitações relativas à racionalidade do investidor/cliente. As finanças comportamentais mostraram que vários fatores determinam que, ainda que a informação sobre o produto seja apresentada de modo mais compacto, é provável que, por diversas razões, o investidor não a use adequadamente (vale por dizer, de maneira ótima) ou a interprete de modo incorreto[46].

---

39 Colaert, 2018: 16.06.

40 Veja-se Avgouleas, 2009: p. 440 ss.

41 Colaert, 2018: 16.06. Veja-se, entre outros, Beales, Craswell & Salop, 1981: 513.

42 Moloney, 2014: IX.6.3, sublinhava os elevados riscos de arbitragem regulatória decorrentes de os produtos de investimento baseados em seguros não estarem, em 2014, sujeitos a requisitos de *disclosure* semelhantes aos do *KIID.*

43 V. *infra.*

44 Câmara, 2018: 442 refere este efeito quanto ao prospeto das ofertas públicas. V. tb. Oliveira, 2016: 797.

45 Colaert, 2018: 16.09.

46 Colaert, 2018: 16.10.

Acrescem, ainda, os custos relativos à reunião de informação que terão de ser suportados pelo fornecedor do produto (compilação da informação, monitorização, *compliance* e custos de transmissão). Estes custos tenderão a ser transmitidos ao cliente, incorporados no preço que lhe é cobrado. Eventualmente, informação que o consumidor paga, mas da qual não retira os benefícios que ela pode proporcionar[47].

3.3. Simplificação e padronização da informação

A *sobrecarga informacional* e a *ignorância racional* comprometem o desiderato da proteção do cliente (em particular, do consumidor) porque causam desinformação e, consequentemente, não contribuem para a tomada de decisões informadas. A solução não é libertar o produtor de seguros ou o distribuidor de seguros do dever de prestar informação pré-contratual do cliente, mas sim *melhorar a qualidade da informação prestada*. Daí, as medidas adotadas pela União Europeia, relativas a vários produtos financeiros, no sentido de a informação prestada ao cliente ser *sucinta*, *compreensível* e *comparável*. Historicamente, foram adotadas várias medidas como sejam, por exemplo, o *prospeto simplificado* em matéria de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários[48]. Apesar do esforço de concisão, o prospeto simplificado foi considerado demasiado extenso e complexo. Ao valor limitado para o investidor acresciam os custos significativos para a indústria dos fundos de investimento[49].

Mais tarde, a 4ª diretiva sobre organismos de investimento coletivo em valores mobiliários[50] substitui o prospeto simplificado pelo *KIID – Key investor information Document –*[51], fornecendo informação ao investidor num documento curto no máximo de 4 páginas[52], de formato normalizado que

47 Colaert, 2018: 16.11.

48 Introduzido em 2001, pela Diretiva 2001/107/EEC, que segundo o considerando 15, deveria ser desenhado, de modo a ser amigo do investidor.

49 Veja-se o documento da Comissão Europeia, 2008, 2263, 12.

50 Diretiva 2009/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de julho de 2009 que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM).

51 Na versão portuguesa, "Informações fundamentais destinadas aos investidores".

52 Art. 78.º e considerando 59 da Diretiva 2009/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de julho de 2009. que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM).

permitiria a comparação entre produtos. Por sua vez, o regulamento PRIIPs[53] introduz o KID (*Key investor document*), inspirado no KIID, para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros[54].

É questionável a eficácia destas medidas. Na verdade, um inquérito aos consumidores destinado a testar os diferentes possíveis formatos do KID para os PRIIPS chegou à conclusão de que mesmo no melhor dos formatos do documento, um vasto grupo de investidores não profissionais não conseguia retirar conclusões corretas a partir da informação fornecida e muitos prefeririam ser orientados por outras fontes[55]. Há, pois, um problema de literacia financeira que pode comprometer decisões informadas sobre produtos financeiros e, em particular, produtos de seguros.

Assim, o legislador europeu compreendeu que a informação sobre o produto financeiro é, tão-só, um dos pilares da proteção dos investidores que é, cada vez mais, complementado por dois outros esteios que são as *regras de conduta no mercado* e a *regulação do produto*[56]. A DDS é também ela resultado desta evolução e, por isso, é nela patente uma crença muito forte na informação como instrumento de proteção do cliente de distribuidor de seguros, complementado por *regras de atividade de distribuição de seguros* e de *governação do produto*.

4. DDS E A HARMONIZAÇÃO MÍNIMA DA INFORMAÇÃO PRÉ-CONTRATUAL PRESTADA PELO DISTRIBUIDOR DE SEGUROS AO CLIENTE

4.1. Informações gerais

O capítulo V da DDS é dedicado aos "requisitos de informação e regras de conduta da atividade". A DDS, apesar das diagnosticadas limitações do

53 Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de novembro de 2014 sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs). Sobre este regime transversal, v. Câmara, 2018: 240; Gonçalves, 2017: 396 ss.

54 V. art. 6.º, 1, do Regulamento PRIIPS.

55 London Economics and Ipsos, "Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance based investments products – Final Report (MARKT/2014/060/G) for the implementation of the Framework Contract n.º EAHC-2011_CP-01.

56 Colaert, 2018: 16.23.

"paradigma de informação", continua a eleger a prestação de informação, e, em particular, a informação pré-contratual, como um dos instrumentos de proteção do cliente de distribuidor de seguros. Em matéria de informações a prestar pelo distribuidor de seguros ao cliente, o "princípio geral" prescreve que elas devem ser "corretas, claras e não enganosas" (art. 17.º, 2, da DDS). O que constitui uma concretização, para efeitos das *qualidades da informação*, do dever de o distribuidor de seguros, "no quadro do exercício da atividade de distribuição de seguros, atuar de forma honesta, correta e profissional, em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes" (art. 17.º, 1, da DDS). É, portanto, claro que a DDS elegeu a *client-centric approach* que coloca a *lealdade para com o cliente* no centro da conduta a ser exigida aos distribuidores de seguros.

Se o objetivo é criar as condições para que o cliente de distribuidor de serviços tome *decisões informadas* sobre contratar ou não contratar, não será de surpreender que a *harmonização* mínima adotada pela DDS privilegie a fase pré-contratual. Assim, "com a devida antecedência em relação à celebração de um contrato de seguro" (arts. 18.º, *a*), *b*), 19.º, 20.º, 21.º DDS)[57], os distribuidores de seguros devem prestar: *a*) *informações gerais* (que identifica no art. 18.º DDS, aplicável, em parte, aos mediadores de seguros a título acessório, nos termos do art. 21.º da DDS); *b*) informações *sobre fontes de conflitos de interesses* (art. 19.º DDS) e, *c*) informações *objetivas sobre o produto de seguro*, tendo em conta as informações obtidas do cliente, as suas exigências e necessidades (art. 20.º, 1, da DDS).

O rol de *informações gerais* previstas no art. 18.º da DDS destinam-se a esclarecer o potencial cliente sobre aspetos relacionados, essencialmente, com o *distribuidor de seguros*: identidade, endereço, procedimentos de reclamação, se presta ou não aconselhamento. O art. 18.º, *a*), da DDS elenca a lista de informações gerais que, na fase pré-contratual, devem ser prestadas pelo *mediador de seguros* a clientes. Já o art. 18.º, *b*), da DDS identifica as informações gerais que, na fase pré-contratual, a *empresa de seguros* deve fornecer aos seus clientes. O art. 21.º, identifica as informações gerais que devem ser prestadas pelos mediadores de seguros a título acessório aos clientes.

O cliente deve ser informado, na fase pré-contratual, e com a devida antecedência relativamente à celebração de um contrato de seguro, se o *mediador ou a empresa de seguros* presta ou não aconselhamento. Entende a DDS por

57 Na Lei do Contrato de Seguro (DL 72/2008, de 16 de abril), o segurador está obrigado a deveres gerais de informação e a dever especial de esclarecimento (art. 22.º do DL 72/2008).

aconselhamento, nos termos do art. 2.º, 15), "a formulação de uma recomendação pessoal a um cliente, quer a seu pedido quer por iniciativa do distribuidor de seguros, em relação a um ou mais contratos de seguros".

O *aconselhamento* distingue-se da *informação*. As informações são *objetivas* (v. art. 20.º, 1, da DDS), claras e não enganosas, *gratuitas*, dizem respeito ao *produto de seguros* ou ao *distribuidor* (v. os arts. 18.º, 19.º, 20.º, 23.º da DDS). Já o *aconselhamento* traduz-se num serviço que pretende orientar/guiar a decisão e a escolha do cliente, mediante uma recomendação personalizada que, potencialmente, condiciona a decisão de contratar ou de não contratar.

Ao contrário da *gratuitidade* da informação exigida pela DDS (art. 23.º, 1, *d*), da DDS), o *aconselhamento* (porque envolve um trabalho de reunião de informação e de elaboração da recomendação personalizada) é uma atividade que tipicamente envolverá custos. Este caráter oneroso do aconselhamento está expressamente consagrado no art. 29.º, 1, *c*), da DDS. Acresce, ainda, que de várias normas se retira que o aconselhamento não tem necessariamente de ser imparcial e pessoal. O aconselhamento pode não resultar de uma análise imparcial - é o que resulta do art. 19.º, 1, *c*), da DDS.

No sistema da DDS, o *aconselhamento não é obrigatório*[58]. Não só esta não obrigatoriedade resulta do art. 18.º da DDS, como também é clara no art. 20.º e do art. 22.º, 1. *Obrigatório* é que os mediadores e as empresas de seguros informem os clientes sobre se prestam ou não aconselhamento.

4.2. Informações sobre fontes de conflitos de interesses do distribuidor de seguros

Para além das informações gerais a prestar pelo mediador de seguros ou pela empresa de seguros (art. 18.º DDS), na fase pré-contratual deve ser garantida a *transparência* na relação mediador de seguros-cliente.

Os distribuidores de seguros, no exercício da sua atividade, devem atuar de "forma honesta, correta e profissional em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes" (art. 17.º, 1, DDS). Esta regra de conduta da atividade de distribuição de seguros concretiza o *princípio fiduciário* regulador

58 Schwarcz & Sielgelman 2017: 488, consideram que são escassos os estudos sobre a qualidade do aconselhamento em matéria de seguros, mas são suficientes para concluir que os enviesamentos e aconselhamentos incorretos não são incomuns, especialmente nos mercados orientados para os consumidores.

das relações jurídicas que ligam distribuidor de seguros e o seu cliente[59]. Trata-se de um "umbrela principle" e de um "catch all principle"[60].

Nas relações jurídicas complexas que intercedem entre distribuidor de seguros e o seu cliente, são múltiplas (e não completamente concretizadas) as manifestações de tal princípio fiduciário[61]. Neste contexto, interessam-nos as obrigações pré-contratuais de *disclosure* de fontes de conflitos de interesses, a cargo do distribuidor de seguros, porquanto a *transparência* propiciada por esta exposição das fontes de conflitos de interesses é entendida pela DDS como um dos instrumentos de proteção dos clientes.

Muitos fatores podem constituir *incentivo económico* a que o distribuidor de seguros se desvie deste paradigma de conduta, assente no *princípio fiduciário* (art. 17.º, 1, DDS). Participações sociais que o distribuidor de seguros detenha, direta ou indiretamente, em determinadas empresas de seguros ou que estas detenham no seu capital, relações contratuais de exclusividade, e em especial, as políticas de remuneração do distribuidor de seguros podem constituir vigoroso incentivo a que o distribuidor não atue em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes, substituindo estes pelo seu interesse ou pelos daqueles com quem tem especiais ligações.

A DDS parece aceitar que, *inevitavelmente,* os distribuidores de seguros estão expostos a conflitos de interesses[62]. Em geral, a *DDS não proíbe estas fontes de conflitos de interesses* – é o que parece resultar do art. 19.º ao impor ao mediador de seguros[63] deveres pré-contratuais de *disclosure* sobre as fontes de conflitos de interesses[64]. Simultaneamente, a DDS valoriza tais fontes de conflitos de interesses como indutoras de menor transparência e, por esta via, como potencialmente prejudiciais para os interesses dos clientes de distribuidores de seguros.

---

59 Questionando se o dever de atuar no melhor interesse do cliente é um dever fiduciário, Hudson, 2013: 299 ss.

60 Colaert, 2018: 16.30.

61 V. *infra sobre o sentido jurídico deste princípio.*

62 Veja-se o Considerando 39 da DDS. Sobre os riscos de conflitos de interesses a que o investidor não profissional está exposto, em particular, os que se referem ao aconselhamento e remuneração, v. Moloney, 2014: X.5.2.5., *c).*

63 Nos termos do art. 21.º da DDS, ao mediador de seguros a título acessório aplica-se o disposto no art. 19.º, 1, *d).*

64 Para os critérios que permitem distinguir selecionar os conflitos de interesses merecem ser objeto de regulação através de normas legais imperativas, v. Grundmann, 1999: 401 ss; Grundmann & Hacker, 2017:166 ss.

A DDS parece acreditar que a informação prestada ao cliente com a devida antecedência permitirá que este tome uma decisão informada sobre contratar ou não contratar (art 19.º da DDS).

O art. 19.º DDS não exige ao mediador de seguros (nem ao mediador de seguros a título acessório) a adoção de qualquer medida de *governance* destinada a evitar que os conflitos de interesses prejudiquem os interesses dos consumidores. O art. 19.º da DDS cinge-se a requisitos de transparência impostos aos mediadores de seguros, empresas de seguros (art. 19.º, 4, DDS) e mediadores de seguros a título acessório (art. 21.º da DDS), devolvendo ao cliente a avaliação se, em tais circunstâncias de conflitos de interesses, contrata ou não.

O *mediador de seguros* deve informar os seus clientes sobre determinadas participações sociais: qualquer participação direta ou indireta, igual ou superior a 10% nos direitos de voto ou no capital que tenha numa determinada empresa de seguros; ou sobre qualquer participação, direta ou indireta, igual ou superior a 10% nos direitos de voto ou no capital do mediador de seguros detida por uma determinada empresa de seguros, ou pela empresa-mãe de uma determinada empresa de seguros (art. 19.º, 1, *a*), da DDS). O que significa que participações sociais inferiores a 10% do capital social ou participações inferiores a 10% dos votos não são abrangidas pela harmonização mínima da DDS.

Uma das hipóteses abrangidas pela hipótese do art. 19.º, 1, *a*) e *b*), DDS é a da *concentração vertical* entre mediadores de seguros e empresas de seguros que pode constituir, efetivamente, um desafio ao dever de o mediador atuar em conformidade com o interesse do cliente. A concentração vertical entre produtores de produtos de seguros e distribuidores pode ter como efeito que os primeiros queiram introduzir os seus produtos, de modo preferencial, através de entidades que de si dependam ou que por si sejam controladas. Esta situação pode implicar importantes conflitos de interesses, especialmente em matéria de remuneração e na qualidade do aconselhamento prestado[65].

Outra potencial fonte de *conflitos de interesses* são as relações contratuais de exclusividade a que o mediador de seguros se encontra vinculado. A DDS não proíbe tais relações contratuais de exclusividade. Em matéria de *disclosure*, o art. 19.º, 1, c), da DDS obriga a que o mediador de seguros revele ao cliente, em relação ao contrato proposto ou sobre o qual tenha prestado aconselhamento, se tem a obrigação contratual de exercer a atividade de distribuição de

65 Veja-se Moloney, Ferran & Payne, 2015: 704.

seguros exclusivamente com uma ou mais empresas de seguros, caso em que também deve informá-lo dos nomes dessas empresas de seguros; ou se não tem a obrigação contratual de exercer a atividade de distribuição de seguros exclusivamente com uma ou mais empresas de seguros e se não baseia os seus conselhos numa análise imparcial e pessoal, caso em que deve também informá-lo dos nomes das empresas de seguros com as quais trabalha (art. 19.º, 1, v), *ii*), *iii*), DDS).

A atividade de distribuição de seguros, em especial quando exercida através de mediador de seguros, de agentes ou de corretor de seguros, é uma *atividade remunerada*. O art. 2.º, 3), 4) e 5), DDS confirma-o, no que toca os mediadores de seguros, mediadores de seguros a título acessório e mediadores de resseguros. Para efeitos da DDS, "remuneração" significa "uma comissão, honorários, encargos ou outro pagamento, incluindo um benefício económico de qualquer espécie, ou qualquer outra vantagem ou incentivo financeiro financeiros ou não financeiros, oferecidos ou concedidos em contrapartida de atividades de distribuição de seguros ou de resseguros" (art. 2.º, 9, da DDS).

Reconhecendo que determinadas formas de remuneração podem induzir comportamentos que não satisfazem o melhor interesse do cliente, mas antes, satisfazem o interesse do distribuidor de seguros (ou do produtor de seguros), a DDS intervém nesta matéria, impondo *deveres pré-contratuais de informação ao cliente*, mas também regras de conduta da atividade de natureza não informativa.

Determinadas formas de remuneração de distribuidores de seguros podem induzir comportamentos incompatíveis com os melhores interesses dos clientes. Assim, o art. 17.º, 3, DDS proíbe que os distribuidores de seguros sejam remunerados ou avaliem o desempenho dos seus funcionários, de um modo que colida com o seu dever de agir de acordo com os melhores interesses dos seus clientes. "Em particular, um distribuidor de seguros não pode recorrer a mecanismos de remuneração, de objetivos de vendas, ou de outro tipo, suscetíveis de constituir um incentivo, para si ou para os seus empregados, à recomendação de um determinado produto de seguros a um cliente, quando o distribuidor de seguros poderia propor um produto de seguros diferente que correspondesse melhor às necessidades desse cliente" (art. 17.º, 3, DDS).

Para lá das políticas de remuneração de distribuidores de seguros consideradas *ilícitas*, nos termos do art. 17.º, 3, DDS, a Diretiva impõe, quanto à remuneração, deveres pré-contratuais de informação ao cliente relativos à natureza da remuneração recebida em relação com o contrato de seguro e se, em relação com o contrato de seguro, é remunerado através de honorários,

pagos diretamente pelo cliente; através de uma comissão de qualquer tipo ou noutro tipo de remuneração, incluindo qualquer vantagem económica oferecida ou concedida em conexão com o contrato de seguro, ou numa combinação de qualquer dos tipos de remuneração.

Por consequência, quanto à distribuição dos seguros em geral, a DDS considera *igualmente lícitas* várias alternativas de remuneração do distribuidor. O que pode indiciar uma opção de *neutralidade* da DDS quanto à variedade de modalidades de remuneração praticadas pela indústria de distribuição de seguros. Admite-se, pois, que o distribuidor de seguros seja remunerado através de honorários pagos pelo seu cliente. E, neste caso, a remuneração não constitui conflitos de interesses, pois é o próprio cliente que paga o serviço de que beneficia.

Onde se podem verificar conflitos de interesses é nos casos em que são *terceiros* que remuneram o distribuidor de seguros. É o que acontece com a remuneração através de comissões calculadas tendo como referência o prémio pago pelo cliente do mediador de seguros ou com a remuneração através de concessão de qualquer vantagem económica conexionada com a celebração do contrato de seguro (vantagem económica concedida por ou a terceiros (não clientes). Nestes casos, o mediador de seguros tem interesse em distribuir os produtos de seguros que lhe rendem comissões mais elevadas ou vantagens económicas mais substanciais, ainda que tais produtos possam não ser adequados ao melhor interesse do seu cliente. Podem existir situações de *divergência objetiva* entre o interesse do mediador de seguros em receber a comissão mais elevada e o interesse do cliente em contratar o produto de seguros mais adequado às suas necessidades de cobertura de riscos.

Ressalvada a proibição do art. 17.º, 3, DDS (que configura práticas remuneratórias incompatíveis com o princípio fiduciário de atuação no melhor interesse do cliente), as modalidades previstas no art. 19.º, 1, *e*), DDS constituem *alternativas lícitas* de remuneração dos mediadores de seguros. Dito de uma outra forma, ressalvado o disposto no art. 17.º, 3, DDS, a harmonização mínima adotada pela diretiva não abrange as práticas de remuneração dos mediadores de seguros, deixando a regulação desta questão para o direito interno de cada Estado-Membro. É o que resulta do art. 22.º, 3, da DDS, quando este determina que os "Estados-Membros podem limitar ou proibir a aceitação ou a receção de honorários, comissões ou outros benefícios pecuniários ou não pecuniários pagos ou concedidos aos distribuidores de seguros por terceiros ou por pessoas que atuem em nome de terceiros em relação à distribuição de produtos de seguros" (art. 22.º, 3, DDS).

Quanto às empresas de seguros, nos termos do art. 19.º, 4, DDS, os "Estados-Membros asseguram que, com a devida antecedência, em relação à celebração de um contrato de seguro, as empresas de seguros comunicam ao cliente a natureza da remuneração recebida pelos seus empregados no respeitante ao contrato de seguro".

A transparência, tal como é configurada pelo art. 19.º da DDS, obriga a que o mediador de seguros e a empresa de seguros informem o cliente sobre pagamentos que tenha de fazer, distintos do pagamento do prémio de seguro, ou pagamentos regulares e calendarizados (art. 19.º, 2, 3, 5, DDS).

4.3. Informações sobre o produto de seguros

A preservação da decisão informada por parte do cliente exige que este seja informado, na fase pré-contratual, sobre o produto de seguros. É o que resulta do art. 20.º, 1, DDS. Trata-se de um dever a cargo de "distribuidor de seguros" (art. 20.º, 1, DDS) que deve ser cumprido através do fornecimento de informações objetivas e compreensíveis para o cliente (art. 20.º, 1, 4, DDS), ajustadas de acordo com a complexidade do produto de seguros proposto e com o "tipo de cliente" (art. 20.º, 2, DDS).

O distribuidor de seguros não se pode limitar a conhecer o(s) produto(s) de seguros que distribui. De modo a que o contrato proposto respeite as exigências e as necessidades dos clientes em matéria de seguros (art. 20.º, 1, DDS), é imprescindível que o distribuidor conheça não só o produto como também o *cliente.* Veja-se o que dispõe o art. 20.º, 1, da DDS, nos termos do qual "antes da celebração de qualquer contrato de seguro, o distribuidor de seguros especifica, *tendo em conta as informações obtidas do cliente*, as exigências e as necessidades desse cliente e transmite-lhe informações objetivas sobre o produto de seguros de forma compreensível que lhe permita tomar uma decisão informada. Os contratos propostos devem respeitar as exigências e as necessidades dos clientes em matéria de seguros".

No art. 20.º, 1, da DDS aflora uma regra de conduta da atividade que é internacionalmente conhecida como *Know-your-costumer*[66]. Compete ao distribuidor de seguros, antes da celebração de qualquer contrato de seguro, *especificar as exigências e as necessidades do cliente*. O que faz através da recolha de informações obtidas do cliente (art. 20.º, 1, da DDS). Esta análise das exigências e necessidades do cliente já se encontrava acolhida pela DMS e não tem equivalente na MiFID II.

66 Sobre o relevo do KYC ou dever de conhecimento do cliente, v. Câmara, 2018:460.

Embora a DDS invoque o "tipo de cliente" (art. 20.º, 2, DDS), a verdade é que ela *não fornece qualquer categorização de clientes*. Em particular, a DDS não fixa a distinção entre clientes qualificados e não qualificados[67].

4.4. Finanças comportamentais novos instrumentos regulatórios dos conflitos de interesses

A DDS parece acreditar que o cliente (ou o potencial cliente), na posse de informação sobre a situação de conflito de conflito de interesses em que se encontra o distribuidor de seguros, consegue avaliar em que medida o distribuidor de seguros se encontra ou não em condições de atuar no interesse do cliente. Ora, a eficácia desta medida supõe que os clientes, todos os clientes, do distribuidor de seguros tenham conhecimentos suficientes para avaliar exatamente os impactos de tais conflitos de interesses na atuação do distribuidor de seguros, de modo a que tomem uma decisão informada de contratar ou de não contratar. É questionável que o comum consumidor de seguros que se serve dos serviços de distribuidor de seguros consiga medir ou avaliar rigorosamente os impactos de tais conflitos de interesses, porque tal juízo, não raras vezes, exige conhecimentos jurídicos de alguma complexidade técnica, como sejam as relações de exclusividade ou as participações indiretas. Nem sempre os clientes (em particular, os clientes/consumidores) estão conscientes que os conflitos de interesses significam que os interesses dos distribuidores de seguros e os seus não estão alinhados. O efeito benéfico do fornecimento de informação depende do efetivo impacto na educação dos clientes[68].

Estão identificadas as *limitações cognitivas* experimentadas no processamento de várias peças de informação em simultâneo[69]. Fundam-se estas limitações cognitivas nos estudos científicos que mostram o número limitado de peças que o cérebro humano consegue processar simultaneamente. A ideia é simples: uma vez que todos os canais de processamento de informação estão ocupados, qualquer informação suplementar causa o fenómeno conhecido

67 Sobre os propósitos da calibragem e segmentação dos clientes no mundo financeiro, v. Moloney, 2014: IX.4. A segmentação dos clientes tipicamente é aplicada no mercado de retalho, colocando restrições aos produtos que podem ser comercializados junto dos investidores não profissionais. A segmentação permite aos reguladores dirigir a regulação, mitigar os custos da regulação e reservar um espaço onde as soluções inovadoras podem ser desenvolvidas. Mas, simultaneamente, constitui uma estratégia de regulação que não é inócua e pode suscitar diversos problemas regulatórios.

68 Grundmann & Hacker, 2017:200.

69 Grundmann & Hacker, 2017:175 ss.

por "information overload" ou sobrecarga informacional[70].Tais limitações cognitivas, reveladas pela abordagem comportamental da economia[71], implicam a deterioração da qualidade da decisão tomada porque, desde logo, o cliente pode ignorar informação crucial que se encontra perdida entre informação menos relevante.

Por outro lado, pode verificar-se um fenómeno de *enviesamento* no processamento da informação[72]: *a*) um cliente otimista pode acreditar que os impactos causados pelos conflitos de interesses não se verificam no seu caso; *b*) um cliente que construiu uma imagem positiva do fornecedor de serviços financeiros poderá filtrar informação de modo a que ela corresponda a uma imagem favorável prévia, desvalorizando, pois, o potencial impacto do conflito de interesses.

Isto é especialmente relevante em casos de aconselhamento. Há estudos que mostram que "näive trust is generic"[73], em que mais de 80% dos aconselhados confiam nos seus conselheiros. Estes efeitos podem frustrar a eficácia da regulação de conflitos de interesses baseada na divulgação de informação. E poderá ser relevante, justamente, nas situações que se estabeleceu uma relação de confiança entre o distribuidor de seguros e o cliente-consumidor.

Na posse do conhecimento já desenvolvido pelas finanças empresariais, têm sido sugeridos novos instrumentos regulatórios destinados a mitigar o conflito de interesses, como sejam instrumentos destinados a otimizar a cognição da informação disponibilizada ou instrumentos destinados a evitar os comportamentos enviesados ou, por fim, limites legais impostos às comissões cobradas[74].

---

70 Com detalhes, v. Grundmann & Hacker, 2017: 176. Sobre o efeito de *information overload*, na doutrina portuguesa, v. Oliveira, 2016: p. 795 ss.

71 As finanças comportamentais - finanças vistas de uma perspetiva mais ampla que agrega contributos de psicologia, sociologia – também têm merecido contestação quanto aos seus resultados. Veja—se, a título de exemplo, Fama, 1998: 283 ss.

72 Sobre estes efeitos de enviesamento, v. Grundmann & Hacker, 2017: 177.

73 Cfr. Chater, Huck & Inderst, 2010: 343, 371.

74 Para a discussão das vantagens e fragilidades destes instrumentos regulatórios, v. Grundmann & Hacker, 2017: 199 ss.

5. DOCUMENTO DE INFORMAÇÃO SOBRE O PRODUTO DE SEGUROS – DIPS/IPID

O art. 20.º, 4, DDS reitera que, independentemente de ser ou não prestado aconselhamento, o distribuidor de seguros presta ao cliente as informações pertinentes sobre o produto de seguros, de forma compreensível, de modo a permitir que o cliente tome uma decisão informada tendo em conta a complexidade do produto e o tipo de cliente. Estas informações acrescem às exigidas pelos arts. 183.º e 184.º da Diretiva 2009/138/CE[75], relativas às informações que, nos ramos não vida e vida, devem ser prestadas aos tomadores dos seguros antes da celebração do contrato de seguro.

Relativamente à *distribuição de produtos de seguros dos ramos não vida*[76], as informações pré-contratuais sobre o produto de seguros, exigidas pelo art. 20.º, 4, da DDS, são fornecidas em *documento normalizado* de informação sobre o produto de seguros, em papel ou noutro suporte duradouro. Trata-se do "Documento de informação sobre o produto de seguros" (art. 20.º, 7, *f*), da DDS), conhecido por DIPS ou, no acrónimo inglês, IPID (insurance product information document).

Nos termos do art. 20.º, 6, da DDS, o DIPS *é elaborado pelo produtor de seguros* e entregue pelo distribuidor de seguros ao cliente. Em alguns casos, pode não ser fácil determinar quem é o produtor do produto de seguro. A EIOPA, em consulta pública[77], entre outras interrogações, questionou o que se deve entender por produtor do produto de seguro[78]. A resposta pode não ser fácil em situação em que há divisão do trabalho entre o mediador que concebe o produto e o segurador que o comercializa. A DDS não resolve este problema de saber quem deve ser considerado o produtor do produto de seguros e, por essa razão, está obrigado a elaborar o DIPS/IPID.

Trata-se de um documento *sucinto* e *autónomo* (*stand alone document*, na versão inglesa da DDS) que tem uma apresentação e disposição claras que facilitam a leitura, com carateres de tamanho legível, redigido em uma das línguas oficiais ou numa das línguas oficiais da região onde o produto é

75 Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro de 2009, relativa ao acesso à atividade de seguros e resseguros e ao seu exercício (Solvência II).

76 Constantes da lista do Anexo I da Diretiva 2009/138/CE, conhecida por Solvência II.

77 Referimo-nos ao documento "Summary of responses to online survey in preparation of the call for advice from the European Commission on the delegated acts under the Insurance Distribution Directive", disponível em https://eiopa.europa.eu/Pages/Consumer-Protection/Insurance-Distribution-Directive.aspx.

78 Veja-se a Question 1 do "Summary of responses to online survey in preparation of the call for advice from the European Commission on the delegated acts under the Insurance Distribution Directive".

fornecido, ou numa outra língua acordada entre o consumidor e o distribuidor. O DIPS tem não só um *formato padronizado* como um *conteúdo padronizado*, conforme o que resulta do art. 20.º, 8, da DDS.

A EIOPA atribui um significativo relevo ao DIPS/IPID. Segundo esta entidade, o objetivo deste documento normalizado é garantir que o consumidor dispõe de informação relevante sobre os seguros não vida, de modo a que lhe seja fácil comparar entre diferentes ofertas e tomar a decisão informada sobre a contratação ou não[79]. A EIOPA sublinha que o DIPS é um documento pré-contratual e que não substitui os termos da apólice e as suas condições, que terão de ser fornecidas ao cliente adicionalmente ao DIPS. A personalização será feita por intermédio dos termos e condições da apólice de seguro, não pelo IPID/DIPS.

Em cumprimento do disposto no art. 20.º, 9, da DDS, a EIOPA, depois de ter realizado testes junto dos consumidores, elaborou um projeto de normas técnicas de execução relativas a um formato de apresentação normalizado do documento de informação sobre o produto de seguros (Draft Implementing Technical Standards concerning a standardised presentation format for the Insurance Product Information Document of the Insurance Distribution Directive[80]) que foram submetidas à Comissão Europeia em 7 de fevereiro de 2017.

Na sequência das normas técnicas definidas pela EIOPA, a Comissão Europeia emitiu o Regulamento de Execução (UE) 2017/1469 da Comissão de 11 de agosto de 2017 que estabelece um formato de apresentação normalizado para o documento de informação sobre produtos de seguros.

O DIPS/IPID não só está sujeito às regras do art. 20.º da DDS, como deve cumprir as "condições de informação" previstas no art. 23.º da DDS. Assim, o DIPS/IPID deve ser fornecido em suporte de papel e a título gratuito. Antecipando que a exigência de suporte em papel pode constituir um entrave à distribuição de seguros através de plataformas eletrónicas, a DDS, cumpridas que se encontrem determinadas condições, admite em alternativa outros suportes duradouros. Uma hipotética exigência irrestrita de documento em suporte de papel pode ser excessiva, tendo em conta o desenvolvimento

79 EIOPA, *Draft Implementing Technical Standards concerning a standardised presentation format for the Insurance Product Information Document of the Insurance Distribution Directive*, EIOPA-17/056, 7 de fevereiro de 2017, p. 3.

80 Disponível em https://eiopa.europa.eu/consumer-protection/insurance-distribution-directive.

tecnológico da distribuição de seguros. Considerem-se, a título de exemplo, as particularidades dos *aggregators* ou a *Insurtech*.

6. REGRAS DE CONDUTA DA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE SEGUROS

As regras de conduta da atividade referem o conjunto de princípios de conduta que devem governar as atividades dos distribuidores de serviços na proteção dos interesses dos seus clientes e da integridade do mercado.[81] Como já vimos, muitas dessas regras de conduta da atividade de distribuição de seguros são de natureza informativa (mas não todas), traduzindo-se juridicamente em deveres pré-contratuais de informação a prestar ao cliente.

Também nesta matéria é observável um movimento de aproximação entre a regulação dos instrumentos financeiros e a distribuição de seguros. Na União Europeia, as regras de conduta no mercado destinadas aos *produtos de seguros* já eram abrangidas pela Diretiva de mediação de seguros (Diretiva 2002/92/EC), a qual, todavia, tão-só exigia algumas obrigações básicas de informação (arts. 12.º e 13.º da Diretiva 2002/92/EC). De forma a evitar a arbitragem regulatória entre os produtos sujeitos à MiFID II e os produtos de investimento baseados em seguros, a DDS alinha a sua regulamentação com a MiFID II. No que diz respeito aos *requisitos gerais* de conduta da atividade, três deles mimetizam a regulação prevista na MiFID II. São eles: *a*) o dever de atuar de forma honesta, correta e profissional, de acordo com os melhores interesses dos seus clientes (art. 17.º, 1, DDS e art. 24.º, 1, MiFID II); *b*) os requisitos de supervisão e de governação dos produtos (art. 25.º DDS e art. 16,3, da MiFID II); *c*) a exigência de que as informações prestadas aos clientes sejam corretas, claras e não enganosas (arts.17.º, 2, da DDS, 24.º, 2, da MiFID II).

Apesar do anunciado propósito de alinhar as regras de conduta de atividade acolhidas pela DDS com o disposto pela MiFID II – especialmente no que tange os produtos de investimento com base em seguros - [82], a verdade é que entre aqueles dois atos de direito da União Europeia derivado há

81 IOSCO, International Conduct of Business Principles (July 1990), n.º 18. Nas propostas de transposição da DDS para a ordem jurídica nacional, usa-se a expressão "Condições de exercício da atividade de distribuição de seguros e de resseguros".

82 É o que se anuncia no Considerando (10): "a distribuição dos contratos de seguro, nomeadamente de produtos de investimento com base em seguros, deverá ser regulada pela presente diretiva e alinhada com a diretiva 2014/65/UE".

divergências relevantes[83]. Tais discrepâncias já foram imputadas ao "lobbying or lack of agreement to apply rules as strict at the MiFID rules to insurance products, manufacturers and distributors"[84].

DDS e MiFID II apresentam quadros regulatórios divergentes em matéria de *aconselhamento imparcial*. MiFID II prevê regras muito rigorosas para as empresas de investimento que informem os seus clientes que fornecem aconselhamento imparcial (vejam-se as regras do art. 24.º, 7, da MiFID II). Já a regulação da DDS é muito menos exigente. Os Estados-Membros são livres de não introduzir regras relativas ao aconselhamento imparcial; tão-só é exigido o que se prescreve no art. 29.º, 3, 4.º parágrafo, DDS. E, ao contrário do que resulta da MiFID II, em caso de aconselhamento imparcial, a DDS não impõe um regime especial de *inducements*[85].

Há outras diferenças com impactos na proteção dos investidores. Em matéria de regras de conduta da atividade, a MiFID II segue o modelo da *harmonização máxima* enquanto a DDS segue o modelo da *harmonização mínima*. O que significa que, através dos processos nacionais de transposição da DDS, as legislações nacionais se podem desviar mais umas das outras, da DDS e da MIFID II. Por outro lado, a MiFID II traça a distinção entre investidores profissionais e não profissionais. Para esta Diretiva, clientes profissionais são os clientes que dispõem de experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem[86]. Efetivamente, a categorização de clientes funda-se normativamente na circunstância de ser mais intenso o risco a que está exposto o cliente que menos conhece o instrumento em que vai investir o seu aforro. E, por conseguinte, se o propósito é garantir as condições para que o cliente tome decisões de investimento informado, então a regulação deve intensificar as medidas de proteção de clientes menos conhecedores. E, paralelamente, pode aligeirar as exigências regulatórias relativas a clientes menos expostos ao "risco de assimetria informativa"[87]. e de "insuficiência do próprio cliente para prevenir lesões dos seus

83 Colaert, 2017: 595, faz o elenco exaustivo destas diferenças. Interessam-nos, tão-só, as divergências substanciais.

84 Colaert, 2017: 596.

85 Cfr. Colaert, 2017: 597.

86 Veja-se o disposto no Proémio do Anexo I da MiFID II.

87 Câmara, 2018: 406.

interesses"[88]. Por conseguinte, a diferenciação de nível de proteção dos clientes é uma consequência da categorização de clientes.

A DDS não traça distinção entre clientes. A DDS tão-só habilita a Comissão a adotar atos delegados relativos ao *KYC,* tomando em consideração, entre outros aspetos, a natureza profissional ou não do potencial cliente (considerando 51, artigo 22, 1, e 30, 6, da DDS). Se, efetivamente, os produtos de investimento com base em seguros são uma das alternativas de investimento, então parece que faz sentido a distinção entre clientes profissionais e não profissionais[89].

O art. 17.º, 2, DDS faz menção à Diretiva 2005/29/CE[90], o que não acontece com a MiFID II. O art. 23.º da DDS, relativo às condições de informação, não tem um correspondente direto na MiFID II. O Regulamento Delegado MiFID II pormenoriza as condições da informação, mas em termos muito diferentes dos que resultam da DDS.

Outras regras de conduta do mercado, previstas pela DDS, são muito diferentes das que resultam da MiFID II. São os casos das obrigações de informação e de conflitos de interesses. As obrigações de informação previstas nos arts. 18, 20-22, incluindo o DIPS, são muito diferentes do quadro regulatório que resulta do art. 24.º, 4, da MiFID II.

Estas divergências regulatórias podem comprometer o "level playing field" entre instrumentos de investimento que a legislação da União Europeia considera *economicamente equivalentes*[91]. Tais discrepâncias podem constituir terreno fértil para a exploração oportunista da *arbitragem regulatória.* Nos Estados-Membros que não adotam regras mais exigentes do que as que resultam da DDS, a proteção do investidor que contrata produtos de investimento com base em seguros é menos exigente do que a resulta da MiFID II para os instrumentos financeiros[92]. Além disso, se um Estado Membro introduz requisitos mais exigentes relativos aos *inducements* ou relativamente

88 Câmara, 2018: 406.

89 Neste sentido, Colaert, 2017: 598.

90 Diretiva relativa às práticas comerciais desleais das empresas face aos consumidores no mercado interno.

91 Sobre a substituibilidade económica de seguros de vida e outros produtos de investimento, European Commission, "Need for a Coherent Approach to Product Transparency and Distribution Requirements for "Substitute" Retail Investment Products (Call for evidence) (2017); Communication of the Commission to the European Parliament and the Council COM (2009) 204 final, "Package Retail Investment Products" (30 de abril de 2009).

92 Colaert, 2017: 597.

ao aconselhamento imparcial, tais requisitos têm de ser cumpridos também por todos os distribuidores de seguros que operam nesse mercado, ao abrigo da liberdade de prestação de serviços ou de liberdade de estabelecimento quando celebrem contratos de seguro com consumidores que têm a sua residência habitual ou estabelecimento nesse Estado-Membro (art. 29.º, 3, último parágrafo, da DDS)[93]. O que introduz uma importante exceção ao princípio do "home control" e não contribui para o reforço do mercado interno dos seguros.

7. GOVERNAÇÃO DOS PRODUTOS

O terceiro pilar do edifício de proteção do cliente do distribuidor de seguros é a governação do produto de seguros. Efetivamente, a crescente complexidade dos produtos financeiros faz duvidar que a divulgação de informação e a literacia financeira sejam, em si mesmas, suficientes para a proteção do investidor não profissional. A questão está em saber se cabe ao *legislador* decidir se o produto é adequado ao investidor ou se tal decisão cabe ao investidor assistido por aconselhamento financeiro, sendo que o conselheiro está vinculado por deveres de cuidado e de lealdade, pondo os interesses dos clientes acima dos seus[94].

Esta é uma questão antiga em matéria de comercialização de valores mobiliários. Nos EUA, desde os anos 30 do século passado, no contexto da *Securities Act* de 1933, que se debatem, em matéria de comercialização de valores mobiliários, duas orientações: uma confia que a divulgação de informação ao investidor é a medida adequada e suficiente para garantir a proteção deste. Outra abordagem sustenta as virtualidades da regulação de mérito que, em vez de confiar exclusivamente na divulgação de informação, atribui aos reguladores poderes para, designadamente, proibirem determinados produtos considerados não adequados ao público-alvo[95].

A resposta estritamente liberal à questão suscitada acima, assente no paradigma da informação, permite que o regulador considere que todos os produtos, mesmo os designados produtos *junk*, podem ser vendidos e comercializados,

93 Colaert 2017.

94 Cfr. Moloney, Ferran & Payne, 2015: 723, que apresentam os exemplos da legislação Australiana (não regulação do produto) e a legislação do Reino Unido que, em certas circunstâncias, considerou apropriada a intervenção no produto.

95 Moloney, Ferran & Payne, 2015: 726.

desde que seja prestada informação suficiente, clara e compreensível permitindo que o investidor tome decisões racionais. Neste contexto, a regulação do produto era vista como uma intromissão intolerável. Mais recentemente, a era pós-crise 2007 impulsionou mudanças na longa tradição de não governação dos produtos financeiros. Uma das medidas introduzidas foi, justamente, a relativa aos requisitos do governo dos produtos, que foram harmonizados no contexto da MiFID II (para instrumentos financeiros e depósitos estruturados) e pela DDS para os produtos de seguros.

Quanto aos produtos de seguros, rege o art. 25.º DDS aplicável às *empresas de seguros* (produtores de produtos de seguros) e aos *mediadores de seguros que concebem produtos de seguros para venda a clientes*. A primeira obrigação da empresa de seguros ou dos mediadores que concebem produtos de seguros é "manter, aplicar e rever um processo de aprovação de cada produto de seguros ou de adaptações importantes de produtos de seguros existentes antes da sua comercialização ou distribuição aos clientes" (art. 25.º, 1, DDS).

O referido processo de conceção e de aprovação de produtos de seguros deve identificar um "mercado alvo (…) para cada produto" e deve assegurar que a "estratégia de distribuição pretendida seja coerente com o mercado-alvo identificado, e tomar medidas razoáveis para garantir que o produto de seguros seja distribuído no mercado-alvo identificado".

A DDS exige que as empresas de seguros, bem como os mediadores de seguros que concebem produtos de seguros, coloquem à disposição dos distribuidores todas as informações pertinentes sobre o produto de seguros e o processo de aprovação do produto, incluindo o mercado-alvo.

Todavia, a DDS não contempla uma proibição expressa de que a distribuição de produtos de seguros ultrapasse as fronteiras do mercado-alvo identificado.

8. REQUISITOS ADICIONAIS RELATIVOS AOS PRODUTOS DE INVESTIMENTO COM BASE EM SEGUROS (INSURANCE-BASED INVESTMENT PRODUCT (IBIP))

8.1. Âmbitos subjetivo e objetivo

O Capítulo VI da DDS é dedicado aos "requisitos adicionais no que se refere aos produtos de investimento com base em seguros". O art. 26.º da DDS delimita o "âmbito de aplicação dos requisitos adicionais". Aplicam-se estes à "distribuição de seguros que consista na venda de produtos de investimento

com base em seguros", realizada por empresas de seguros e por mediadores de seguros.

Tais requisitos adicionais (ou especiais) acrescentam exigências regulatórias ao que, para a distribuição de produtos de seguros em geral, já resulta dos arts. 17.º (Princípio geral), 18.º (informações gerais a prestar pelo mediador de seguros ou pela empresa de seguros), 19.º (conflitos de interesses e transparência), 20.º (aconselhamento, e normas de venda quando não for prestado aconselhamento).

No Considerando 56, a DDS assinala que é frequente que produtos de investimento com base em seguros sejam disponibilizados aos clientes como potenciais alternativas ou substitutos dos produtos de investimento abrangidos pela Diretiva 2014/65/UE (MiFID II). A fim de assegurar uma proteção coerente dos investidores e de evitar o risco de arbitragem regulatória, é importante que os produtos de investimento com base em seguros estejam sujeitos não apenas a normas de conduta da atividade definidas para todos os produtos de seguros, mas também a normas específicas destinadas a responder ao elemento de investimento constante desses produtos. Estas normas específicas deverão incluir a prestação de informações apropriadas, requisitos de aconselhamento adequado e restrições em matéria de remuneração (considerando 56 da DDS).

Os produtos de investimento com base em seguros são caraterizados no art. 2.º, 17), da DDS. A definição é conseguida pela conjugação de *delimitação negativa* e *delimitação positiva*. Trata-se de um produto de seguros que oferece um prazo de vencimento ou valor de resgate, sempre que esse esse prazo de vencimento ou esse valor de resgate se encontre total ou parcialmente exposto, de forma direta ou indireta, a flutuações de mercado. Por outro lado, vários produtos de seguros são excluídos do perímetro dos produtos de investimento com base em seguros.

8.2. O reforço das Informações pré-contratuais prestadas aos clientes por empresas de seguros e mediadores de seguros

Em matéria de distribuição de produtos de investimento com base em seguros, a DDS vem reforçar os deveres pré-contratuais de informação, sendo designadamente exigido o fornecimento de informação relativa aos *custos e encargos associados*, designadamente o custo de aconselhamento, e as formas de pagamento, incluindo os "pagamentos recebidos de terceiros" (art. 29.º, 1, *c*)). A DDS também exige que os custos sejam agregados, de modo a que

o cliente conheça o custo global e o efeito cumulativo sobre o retorno do investimento.

Se em matéria de distribuição de seguros dos ramos não vida, a DDS impõe que sejam fornecidas, em *formato normalizado*, determinadas informações aos clientes, plasmadas no "documento de informação sobre o produto de seguros", tal exigência de normalização *não se estende* aos IBIPS. Na verdade, o art. 29.º, 1, da DDS, depois de elencar as informações previstas nas alíneas *a*), *b*), e *c*), determina que "os Estados-Membros podem autorizar que essas informações sejam fornecidas em formato normalizado".

A proposta de transposição da Diretiva (art. 40.º da Proposta de Lei 138/XIII) não exige que a informação pré-contratual em caso de venda de IBIPs seja fornecida em formato normalizado.

No modelo de harmonização mínima, a DDS não proíbe os *inducements*. No entanto, admite que os Estados-Membros, através de legislação nacional, possam impor requisitos mais rigorosos em relação às matérias abrangidos pelo art. 29.º. Além disso, os Estados-Membros podem proibir ou restringir ainda mais a oferta ou a aceitação de honorários, comissões ou vantagens não pecuniárias de terceiros em relação à prestação de aconselhamento em matéria de seguros.

8.3. Prevenção de conflitos de interesses

Em matéria de distribuição de produtos de investimento com base em seguros, a DDS, introduz medidas de *governance*, porquanto exige que as empresas de seguros ou mediadores que distribuam produtos de investimento com base em seguros *mantenham e utilizem mecanismos organizativos e administrativos* eficazes destinados a evitar que os conflitos de interesses prejudiquem os interesses dos seus clientes (art. 27.º DDS). Subjaz a esta norma a compreensão de que as empresas de seguros e mediadores, no exercício da atividade de distribuição de produtos de investimento com base em seguros, estão inevitavelmente expostos a conflitos de interesses de vária ordem. O art. 28.º, 1 da DDS oferece uma lista exemplificativa de conflitos de interesses que podem surgir neste contexto: conflitos de interesses entre empresas de seguros e mediadores, incluindo os respetivos gestores e empregados, ou qualquer pessoa que lhes esteja direta ou indiretamente ligada por uma relação de controlo, e os seus clientes, ou entre dois clientes.

Por isso, o art. 27.º da DDS, *respeitando o princípio da proporcionalidade*, exige medidas de *governance* (administrativas e organizatórias) que possam minimizar os conflitos de interesses. Nem a DDS nem o art. 43.º da Proposta

de Lei n.º 138/XIII identificam que medidas são essas. O que significa que caberá aos *titulares do órgão de administração* das empresas de seguros e dos mediadores de seguros-pessoas coletivas (sociedades por quotas e sociedades anónimas, nos termos do art. 13.º da proposta de transposição da DDS), no âmbito do seu dever de "controlo ou vigilância organizativo-funcional"[96], adequar a estrutura organizatória de todas as medidas que permitam cumprir as exigências legais postas pela lei portuguesa[97].

A DDS admite que, apesar das medidas administrativas e organizativas adotadas, não seja possível "garantir, com um grau de certeza razoável, que os riscos de prejuízos para os interesses dos clientes serão evitados" (art. 28.º, 2, DDS). Em tais circunstâncias, a DDS impõe que o mediador ou a empresa de seguros "deve(m) informar claramente o cliente, com a devida antecedência antes da celebração de um contrato de seguro, da natureza genérica ou das fontes destes conflitos de interesses" (art. 28.º, 2, da DDS)[98].

8.4. A harmonização mínima em matéria de inducements

Inducements ou *incentivos* são definidos como: "qualquer remuneração, comissão ou qualquer benefício não pecuniário fornecido ou recebido por um mediador ou empresa relacionado com a distribuição de um produto de investimento com base em seguros, ou fornecido ou recebido por qualquer terceiro distinto do cliente que participe na operação em causa ou qualquer pessoa que atue em nome desse cliente"[99].

A prática empresarial dos *inducements* não nasce com a DDS; é-lhe muito anterior e tem sido objeto de regulação em outros atos de direito derivado da União Europeia. Vejamos, sinteticamente, alguns dos momentos relevantes desta temática.

Em 1993, a ISD (Diretiva dos serviços financeiros), adotando um modelo de harmonização mínima, integrava normas sobre conflitos de interesses, mas não regulava os *inducements*. O "inducement ban" tem a sua origem em 2006, tendo sido introduzido pela Diretiva 2006/73/CE da Comissão de 10 de

96 Abreu, 2007: 20.

97 Cfr. o art. 42.º da proposta de transposição da diretiva DDS para a ordem jurídica portuguesa.

98 Norma reproduzida no art. 42.º, 4, da proposta de transposição da DDS.

99 V. art. 2.º, 2, do Regulamento Delegado (UE) 2017/2359 da Comissão de 21 de setembro de 2017 que complementa a Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de informação e às normas de conduta aplicáveis à distribuição de produtos de investimento com base em seguros.

Agosto, que admitia exceções à proibição de incentivos[100]. De acordo com esta diretiva, "Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento não serão consideradas como actuando de forma honesta, equitativa e profissional e em função do interesse de um cliente se, relativamente à prestação de um serviço de investimento ou auxiliar ao cliente, receberem ou pagarem qualquer remuneração ou comissão ou proporcionarem ou obtiverem qualquer benefício não pecuniário". E aqui reside, como ponto de partida, uma proibição geral de incentivos[101].

O referido "inducement ban" ou proibição de incentivos foi vista como uma medida destinada a proteger o cliente de empresas de investimento, já que a prática empresarial de as empresas de investimento serem parcialmente pagas pelos emitentes é suscetível de induzir o "reward-driven advice behaviour"[102] incompatível com o melhor interesse do cliente.

A MiFID II retoma o assunto em termos ainda mais restritivos, sendo necessário distinguir entre, por um lado, consultoria para investimento prestada numa base independente e a gestão de carteiras (art. 24.º, 7, 8)[103] e, por outro lado, outros serviços de investimento ou serviços auxiliares (art. 24.º, 9).

De acordo com o art. 24.º da MiFID II, uma empresa de investimento que realiza consultoria de investimento numa base independente "não aceita nem aufere remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por qualquer terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro em relação à prestação do serviço aos clientes" (art. 24.º, 7.º, *b*), da MiFID). Como explica o Considerando 74 da MiFID II, "Tal implica que todas as remunerações, comissões e benefícios pecuniários pagos ou prestados por um terceiro deverão ser devolvidos integralmente ao cliente logo que possível após receção destes pagamentos pela empresa e que a empresa não deverá ser autorizada a compensar quaisquer pagamentos de terceiros no quadro das remunerações devidas pelo cliente à empresa".

---

100 Ver o art. 26.º da Diretiva 2006/73/CE da Comissão de 10 de agosto, que aplica a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva. Sobre as exceções, v. Silverentand, Sprecher & Simons, 2017: 209 ss.

101 Sobre este regime, v. Gomes, 2017: 241 ss. Sobre o "gold plating" aplicado por vários Estados-Membros em matéria de incentivos, por considerarem que a regulação da MiFID I era insuficiente, v. Silverentand, Sprecher & Simons, 2017: 210 ss..

102 Silverentand, Sprecher & Simons, 2017: 206.

103 Gomes, 2017: 247, fala em proibição absoluta, para a consultoria para o investimento a título independente e da gestão de carteiras.

Há vários benefícios que estão excluídos desta proibição e que, por isso, são compatíveis com os melhores interesses do cliente." Em particular, esta proibição não se aplica aos benefícios pagos pelo cliente ou por pessoas que atuam em representação do cliente, na condição de que o cliente sabe, tem consciência, de que tais pagamentos estão a ser feitos em sua representação. Além disso, o montante e a frequência de qualquer pagamento devem ser acordados entre o cliente e a empresa de investimento e não deve ser determinado por terceiros" (Considerando 75). O Considerando 75 acrescenta exemplos em que o pagamento de vários benefícios cumpre estes objetivos.

Já o art. 24.º, 9, da MiFID II diz respeito às e*mpresas de investimento que prestam serviços de investimento ou um serviço auxiliar*. Neste caso, *os inducements* são lícitos se: *a*) Se destinam a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente; e ainda *b*) Não interfiram na obrigação da empresa de investimento de agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes.

A MiFID I não abrangia os seguros nem os depósitos. Em razão desta diferença regulatória, foram identificados vários comportamentos oportunistas no setor financeiro destinados a aproveitar-se da "arbitragem regulatória". A experiência mostrou que vários produtos financeiros eram apresentados (se quisermos, "embrulhados") como depósitos ou seguros, de modo a ficarem fora do alcance da regulação da MiFID[104]. Esta tendência para estruturar um determinado produto, não para cumprir as necessidades económicas ou preferências do investidor, mas sim para contornar exigências legislativas ou regulatórias recebe o nome de *arbitragem regulatória*.

A MiFID II abrangeu os depósitos estruturados no seu âmbito de aplicação[105]. A União Europeia reconhecia que também os produtos de investimento com base em seguros necessitavam de serem regulados por regras de conduta de atividade alinhadas com as prescritas pela MiFID II, de modo a garantir o mesmo nível de proteção ao investidor. Acontece, porém, que os produtos de investimento com base em seguros não foram incluídos na MiFID II porque já se encontravam regulados pela DMS que, contudo, limitava-se a prever regras básicas relativas à informação e ao *know your costumer* (arts. 12.º e 13.º DMS). De modo a evitar a arbitragem regulatória, a MiFID

104 Colaert, 2017: 591, refere que vários Estados-Membros consideraram a MiFID I demasiado limitada e, através de legislação nacional, alargaram as regras de conduta a outros produtos financeiros como são os certos produtos de seguros e depósitos estruturados ou até duplicaram as regras da MiFID I na sua legislação sobre seguros ("MiFID-like rules").

105 Veja-se o disposto no art. 1.º, § 4 MiFID II.

II altera a DMS, aplicando aos produtos de investimento com base em seguros regras semelhantes às da MiFID II ("MiFID-like"), em matéria de conflitos de interesses e de regras de conduta da atividade. Entretanto, a DMS foi revogada e substituída pela DDS.

Em princípio, a MiFID II proíbe os incentivos considerando que as empresas de investimento que os recebem não cumprem o dever de atuar com honestidade, lealdade e profissionalismo em conformidade com o interesse do cliente (art. 24, 9, MiFID II). A DDS parece partir de um ponto de partida oposto: os mediadores de seguros ou as empresas de seguros que recebem *inducements são considerados cumpridores* do seu dever de atuar de forma honesta, correta e profissional, em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes (art. 17.º, 1, DDS), se tais incentivos não têm um efeito prejudicial na qualidade do serviço e se não interferem na obrigação de o mediador ou da empresa de seguros de agir de forma honesta, correta e profissional, de acordo com os melhores interesses dos seus clientes (art. 29.º, 2, DDS).

A DDS *não concretiza* que comportamentos de empresas de seguros ou de mediador de seguros configuram "um efeito prejudicial na qualidade do serviço em causa para o cliente". A Comissão Europeia solicitou à EIOPA que esta emitisse orientações técnicas relativas às condições em que os *inducements* podem ter um efeito prejudicial na qualidade do serviço em causa para o cliente, tendo-lhe sido pedido que, na medida do possível, fosse assegurada a consistência entre os produtos de investimento com base em seguros (IBIPs) e a regulação da MiFID II.

A EIOPA sublinha a discrepância regulatória existente nesta matéria entre a DDS e a MiFID II. Enquanto nos produtos de investimento baseados em seguros os *inducements* são lícitos se não tiverem um efeito prejudicial na qualidade de serviço em causa para o cliente (art. 29.º, 2, a), da DDS), no art. 24, 9, a), MiFID II, o *inducement* deve destinar-se "a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente". Do ponto de vista da EIOPA, é importante atender e considerar o relevo destas diferenças[106].

Para responder à pergunta que lhe foi dirigida pela Comissão Europeia, a EIOPA serve-se de uma metodologia baseada, por um lado, num "high level principle" complementado por uma lista não exaustiva de critérios que devem ser ponderados pela empresa de seguros ou pelo mediador de seguros na hora

106 EIOPA, Technical Advice on possible delegated acts concerning the Insurance Distribution Directive, cit., n.º 8.

de avaliar se os *inducements* aumentam o risco de prejuízo para a qualidade do serviço em causa para o cliente[107].

A EIOPA evidencia que a empresa de seguros e o mediador de seguros devem aplicar os arts. 27.º e 28.º, de modo a perceber se eles cumprem os critérios previstos no art. 29.º, 2, da DDS que, como sabemos, identifica os casos em que os *inducements* são *lícitos*. A EIOPA considera que a empresa de seguros ou o mediador de seguros deve aplicar uma análise em dois passos que, em síntese, passam por, em primeiro lugar, identificar os *inducements* que são pagos em conexão com a distribuição de seguros. Num segundo momento, devem ser estabelecidos procedimentos adequados para avaliar se esses inducements são prejudiciais e que medidas organizacionais são adequadas para gerir o risco de prejuízo para o consumidor[108].

A EIOPA recusou apresentar uma lista de circunstâncias em que o pagamento de incentivos por parte de terceiros é, em geral, considerado aceitável [109]. Na avaliação da EIOPA, tal "white list" não seria "futur proof" e, por isso, poderia induzir comportamentos exploradores de arbitragem regulatória[110]. Em consequência, a EIOPA recomendou *não incluir* tal lista nas normas técnicas. Em vez disso, a EIOPA reconhece que circunstâncias específicas podem diminuir o risco de impacto prejudicial na qualidade do serviço prestado ao cliente e que tais circunstâncias devem ser tidas em conta na *avaliação global* a ser feita pela empresa de seguros ou pelo mediador de seguros. Neste contexto, a EIOPA apresenta a lista de circunstâncias que poderão reduzir o risco de efeito prejudicial na qualidade do serviço em causa para o cliente[111]. Na verdade, a EIOPA propõe que o mediador de seguros ou a empresa de seguros desenvolvam uma *análise*[112].

Segundo o art. 8.º do Regulamento Delegado[113], "Considera-se que um incentivo ou um regime de incentivos prejudicam a qualidade do serviço

107 Idem, n.º 15.

108 Idem, n.º 15.

109 Idem, n.º 21.

110 Idem, n.º 21.

111 Idem, n.º 23., n.º 20.

112 Recorrendo à experiência de vários reguladores nacionais, a EIOPA apresenta alguns exemplos de *inducements* que poderão ter um efeito prejudicial para os consumidores. V. EIOPA, Technical Advice on possible delegated acts concerning the Insurance Distribution Directive, cit., n.º 16.

113 Trata-se do Regulamento Delegado (UE) 2017/2359 da Comissão, de 21 de setembro de 2017, que complementa a Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos

prestado ao cliente, quando assumem uma natureza e escala de molde a incentivar a realização de atividades de distribuição de seguros de uma forma que não é consentânea com a obrigação de atuar de forma honesta, correta e profissional, em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes".

O art. 8.º, 2, do Regulamento Delegado devolve à empresa de seguros ou ao mediador de seguros a responsabilidade de realizar uma *análise global* "que tenha em conta todos os fatores relevantes suscetíveis de aumentar ou diminuir o risco de efeitos prejudiciais na qualidade do serviço prestado ao cliente, e quaisquer medidas organizativas tomadas pelo mediador de seguros ou pela empresa de seguros no exercício das atividades de distribuição destinadas a evitar o risco de um impacto prejudicial.". Segue-se uma lista não exaustiva de fatores que as empresas de seguros ou o mediador de seguros deve convocar para a realização da *análise global*.

9. CONCLUSÃO

A DDS procede à harmonização mínima da atividade de distribuição de seguros, introduzindo um novo quadro regulatório moldado na estrutura de fontes de direito multi-nível. Confrontada com os desenvolvimentos da indústria de distribuição de seguros, a União Europeia procura garantir a igualdade na proteção dos clientes, seja qual for o canal de distribuição escolhido. A DDS vai implicar uma maior profissionalização da indústria de distribuição de seguros, representando significativas exigências em matéria de *compliance*.

A DDS apresenta uma regulação centrada no cliente (*client centric approach*), impositiva de deveres de lealdade do distribuidor de seguros para com o cliente. Exige-se do distribuidor de seguros que ele atue no melhor interesse do cliente, que na relação com este atue de modo leal e honesto.

A DDS reconhece que o distribuidor de seguros em geral, e as empresas de seguros e mediadores de seguros que distribuem produtos de investimento com base em seguros em particular, estão expostos a várias fontes de conflitos de interesses, sejam elas as participações no capital social, relações contratuais de exclusividade ou políticas de remuneração. Partindo do princípio que são inevitáveis as situações de conflitos de interesses, a DDS identifica instrumentos destinados a proteger o cliente. As finanças comportamentais

em matéria de informação e às normas de conduta aplicáveis à distribuição de produtos de investimento com base em seguros.

têm adquirido conhecimento que permite duvidar da eficácia de um modelo regulatório do conflito de interesses baseado na *disclosure*. São conhecidas limitações cognitivas e processos de enviesamento que podem comprometer a tutela do consumidor e da decisão informada.

Também a DDS é tributária do "paradigma de informação" como instrumento de proteção do cliente de distribuidor de seguros, mas reconhece que a sobrecarga de informação ou na ignorância racional podem comprometer a decisão informada. Por isso, para além da bateria de deveres de informação a prestar ao cliente, a DDS contempla regras de conduta não informativas e regras sobre governação dos produtos.

A DDS quer evitar os comportamentos próprios de *arbitragem regulatória*, potencialmente lesivos dos interesses dos clientes de distribuidores de seguros. Para tanto, procurou alinhar a regulação da distribuição de seguros com o disposto na MIFID II, em particular no que tange os produtos de investimento com base em seguros. Tratou-se, todavia, de um exercício não completamente bem-sucedido, já que em vários aspetos são observáveis discrepâncias regulatórias que podem fomentar a referida arbitragem regulatória. Um dos aspetos salientes são, justamente, as discrepâncias regulatórias em matéria de *inducements*, se confrontarmos a DMIF II e a DDS. Este é um aspeto relevante porque os *inducements* ou incentivos podem potenciar conflitos de interesses, em que o distribuidor de seguros, em vez de pautar a sua atuação pela defesa do melhor interesse do cliente, substitui-o por "reward-driven behaviour".

A DDS, ao contrário da MIFID II, assume uma postura de aceitação de *inducements*, nos termos do art. 29.º. Seguindo o parecer técnico da EIOPA, o Regulamento de Execução vem exigir que a empresa de seguros ou o mediador de seguros façam uma *análise global* para a qual são identificados alguns fatores de ponderação.

BIBLIOGRAFIA

Abreu, J. M. Coutinho de

1999 *Da empresarialidade. As empresas no direito*, Coimbra: Almedina.

2007 "Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social", *Reformas do Código das Sociedades*, Coimbra: Almedina.

Avgouleas, Emilios

2009 "The global financial crisis and the disclosure paradigm", *European Company and Financial Law Review*.

Beales, Hugh, Craswell, Richard & Salop, Steven

1981 "The efficient regulation of consumer information", *Journal of Law and Economics*.

Câmara, Paulo

2018 *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4ª ed., Coimbra: Almedina.

Chater, Nick, Huck, Steffen & Inderst, Roman,

2010 *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective*, http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?-doi=10.1.1.185.4650&rep=rep1&type=pdf.

Colaert, Veerl

2017 Building blocks of investor protection: All-embracing regulation tightens its grip", disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2943985.

Colaert, Veerle

2017 "MiFID relation to other investor protection regulation. Picking up the crumbs of a piecemeal Approach", in Danny Bush/Guido Ferrarini, *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID and MiFIR*, Oxford University Press.

2018 *Capital Markets Union in Europe, Part. V Fostering retail and institutional investment, 16 Investor protection in the capital markets Union*, ed. BUSH, Danny, AVGOULEAS, Emilios & FERRARINI, Guido, Oxford Legal Research Library.

European Commission

2008a "Open Hearing on Retail Investment Products".

2008b Impact Assessment of the Legislative Proposal Amending the UCITS Directive SEC (2008) 2263, 12.

Fama, Eugene F.

1998 "Market efficiency, long-term returns and behavioural finance", *Journal of Financial Economics*, 49:3.

Fleischer, Victor
2011 "Regulatory Arbitrage", *Texas Law Review*, 89, 2010/2011.
Galvão Teles, Joana
2016 "Deveres de informação das partes", LIMA REGO, Margarida (coord.), *Temas de direito dos seguros*, 2ª ed., Coimbra: Almedina.
Gomes, José Ferreira
2017 "Conflito de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MIFID II", in CÂMARA, Paulo (coord.), *O novo direito dos valores mobiliários. I Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros*, Almedina.
Gonçalves, Diogo Costa
2017 "Produtos financeiros complexos e PRIIPS, ", in CÂMARA, Paulo (coord.), *O novo direito dos valores mobiliários. I Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros*, Almedina.
Grundmann, Stefan
1999 "Trust and Treuhand at the End of the 20th Century. Key Problems and Shift of Interests." *The American Journal of Comparative Law*, vol. 47, no. 3.
Grundmann, Stefan & Hacker, Philipp
2017 "Conflicts of interest", Danny Busch/Guido Ferrarini, *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford: Oxford University Press.
Hudson, Alastair
2013 *The law of finance*, 2ª ed., Sweet & Maxwell.
Moloney, Niamh
2014 *EU Securities and financial markets regulation*, 3rd edition, Oxford University Press, 2014.
Moloney, Niamh, Ferran, Eilís & Payne, Jennifer
2015 *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press.
Oliveira, Madalena Perestrelo de
2016 "Transparência no mercado de capitais: *information overload*, eficiência ou tutela dos investidores", *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 4.
Poças, Luís
2008 *Estudos de direito dos seguros*, Lisboa.
Ramos, Maria Elisabete
2010 *Seguro de responsabilidade civil dos administradores. Entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura*, Coimbra: Almedina.

Ribeiro, Maria Eduarda
"Artigo 207.º", in ROMANO MARTINEZ, Pedro, CUNHA TORRES, Leonor, COSTA OLIVEIRA, Arnaldo, RIBEIRO, Maria Eduarda, PEREIRA MORGADO, José, VASQUES, José & ALVES BRITO, José, *Lei do contrato de seguro anotada*, 3ª ed., Coimbra: Almedina, 2016.

Schwarcz, Daniel & Sielgelman, Peter
2017 "Law and Economics of insurance", in PARISI, Francesco (ed.), *The Oxford Law and Economics, vol. II. Private and commercial law*, Oxford University Press.

Silva, Carlos Pereira da
2001 "Operações financeiras em seguros de vida, operações de capitalização e pensões", em MOREIRA, António & COSTA MARTINS, M., *II Congresso Nacional de Direito dos Seguros. Memórias*, Coimbra, 249.

Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha & Simons, Lisette
2017 "Inducements", in BUSH, Danny & FERRARINI, Guido (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID and MiFIR*, Oxford University Press.