



Universidade de Brasília  
Instituto de Ciência Política

**O Papel da Securities and Exchange Commission (SEC) na  
Regulação de Derivativos de Crédito: O caso da crise financeira de  
2008 nos Estados Unidos.**

Maria Fabiana Matamoros Mena

Brasília - DF  
ago/2025



Universidade de Brasília  
Instituto de Ciência Política

**O Papel da Securities and Exchange Commission (SEC) na  
Regulação de Derivativos de Crédito: O caso da crise financeira de  
2008 nos Estados Unidos.**

Maria Fabiana Matamoros Mena

Monografia apresentada ao Curso de  
Ciência Política, do Instituto de Ciência  
Política, Universidade de Brasília como  
requisito parcial para obtenção do grau de  
Bacharel em Ciência Política sob orientação  
do professor Paulo Carlos Du Pin Calmon.

Brasília - DF

## AGRADECIMENTOS

Quero começar agradecendo minha família, que foi a base de tudo nessa trajetória. Aos meus pais, Lorena e Raul, que lutaram para que eu pudesse estudar no Brasil. Estar longe deles tem sido um grande desafio, e sua paciência e apoio foram fundamentais para eu chegar até aqui. Também agradeço à minha avó Eleonora e à minha sobrinha Gia, que, mesmo distantes, são as pessoas que movem meu coração.

Aos amigos, agradeço a todos que, mesmo à distância, se preocuparam comigo e estiveram presentes, mostrando que a saudade supera qualquer distância. Aos que estão em Brasília e no Brasil, vocês foram minha rede de apoio diária, especialmente os amigos do curso e do Projeto Politeia, que transformou minha formação acadêmica e pessoal.

Ao meu orientador, sou muito grata pela paciência e pela brilhante orientação desde o início do trabalho, que foram essenciais para o sucesso desta pesquisa.

Agradeço também à Secretaria de Direitos Humanos da UnB, à Secretaria de Assuntos Acadêmicos e ao coordenador do curso, Denilson Bandeira Coelho, que fizeram o possível e o impossível para que eu pudesse retomar meus estudos e reafirmaram que meu lugar é na UnB..

O Instituto de Ciência Política (IPOL) foi uma verdadeira casa, onde cresci muito além do acadêmico. O Projeto Politeia ampliou minha visão de mundo e me deu força para enfrentar infinitos desafios, além de conexões importantes para a vida.

Agradeço à Catherina Pignaton, meu suporte constante no último ano, pela amizade genuína que construímos.

Por fim, agradeço a Deus, que nunca me abandonou, sustentando-me especialmente nos momentos difíceis, enquanto coordenava o Politeia e elaborava este trabalho. Deus foi minha fonte constante de força, paz e esperança.

## RESUMO

Este estudo analisa o papel da Securities and Exchange Commission (SEC) como agência reguladora na crise financeira de 2008 nos Estados Unidos, com foco nos derivativos de crédito, especialmente Credit Default Swaps (CDS). A partir de uma perspectiva neoinstitucionalista histórica combinada à escolha racional, aborda a regulação financeira e a mudança institucional decorrente do colapso. Considera a trajetória da SEC, destacando a crise como janela de oportunidade para sua reestruturação e adaptação de políticas para reestabilizar o sistema. Examina a regulação dos CDS, produtos financeiros que agravaram a crise, evidenciando a falta de evolução regulatória no mercado de capitais. O estudo revela dinâmica institucional marcada por pressões políticas, competência regulatória e reconfiguração do papel do Estado. Adota abordagem qualitativa fundamentada na teoria institucionalista, buscando compreender a resposta da SEC aos desafios regulatórios e sua contribuição para a estabilização do sistema e o redesenho do aparato regulador norte-americano no pós-crise.

**Palavras-chave:** Crise financeira de 2008. Securities and Exchange Commission. Derivativos de crédito. Credit Default Swaps. Mudança institucional.

## ABSTRACT

This study analyzes the role of the Securities and Exchange Commission (SEC) as a regulatory agency during the 2008 financial crisis in the United States, focusing on credit derivatives, especially Credit Default Swaps (CDS). Using a historical neoinstitutionalist perspective combined with rational choice theory, it explores challenges in financial regulation and institutional change after the financial collapse. The SEC's trajectory is examined, highlighting the crisis as a window of opportunity for restructuring and adapting policies to re-stabilize the system. The regulation of CDS is analyzed as a key factor in the crisis escalation, exposing regulatory shortcomings in the capital market. The study reveals institutional dynamics shaped by political pressures, regulatory competence, and the redefinition of the State's role. Through a qualitative approach grounded in institutional theory, it investigates the SEC's response to regulatory challenges and its contribution to system stabilization and the redesign of the U.S. regulatory framework post-crisis.

**Keywords:** 2008 financial crisis. Securities and Exchange Commission. Credit derivatives. Credit Default Swaps. Institutional change.

## **LISTA DE SIGLAS**

AE – Aparelho do Estado

AIE – Aparelho Ideológico do Estado

ARE – Aparelho Repressivo do Estado

CDO – Collateralized Debt Obligation

CDS – Credit Default Swap

CFMA – Commodity Futures Modernization Act

CFTC – Commodity Futures Trading Commission

COP – Congressional Oversight Panel

FCIC – Financial Crisis Inquiry Commission

MBS – Mortgage-Backed Security

OTC – Over-the-Counter

SEC – Securities and Exchange Commission

SPV – Special Purpose Vehicle

TARP – Troubled Asset Relief Program

## SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	2
LISTA DE SIGLAS.....	4
1. INTRODUÇÃO.....	7
2. REFERENCIAL TEÓRICO: INSTITUIÇÕES E DINÂMICAS INSTITUCIONAIS.....	11
2.1 Instituições e Dinâmica Institucional.....	11
2.2 Regulação Econômica e Captura Regulatória.....	14
2.3 Desempenho Institucional e Políticas Públicas.....	15
2.4 Integração Teórica e Contextualização da Crise de 2008.....	16
3. METODOLOGIA.....	18
3.1 Abordagem.....	18
3.2 Fontes e coleta de dados.....	18
3.3 Análise dos dados.....	20
3.4 Leitura crítica e triangulação das fontes.....	21
3.5 Justificativa da abordagem metodológica.....	21
4. ENTENDENDO A CRISE FINANCEIRA DE 2008: UM PANORAMA ESSENCIAL.....	22
4.1 Introdução à Crise Financeira de 2008: Causas, Dinâmicas e Implicações.....	22
4.2 O Contexto Histórico e Ideológico da Desregulação Financeira.....	23
4.3 A Securitização e os Riscos Associados.....	24
4.4 Os Credit Default Swaps (CDS) e a Amplificação dos Riscos Sistêmicos.....	25
4.5 A Atuação da SEC e os Limites Institucionais.....	26
4.6 Influências Políticas, Ideológicas e a Construção do Paradigma da Desregulação.....	27
4.7 Repercussões e a Urgência da Reforma Regulatória.....	28
5. A SEC E A DESREGULAÇÃO FINANCEIRA (PRÉ-2008): UMA ANÁLISE DA CAPTURA INSTITUCIONAL.....	29
5.1. Contexto Histórico e Ideológico da Desregulação.....	29
5.2 Captura Regulatória e Limites Institucionais da SEC.....	31
5.3 Credit Default Swaps (CDS) e Securitização: Falhas de Supervisão.....	33
5.4 Fatores Políticos e Dependência de Trajetória.....	34
5.5 Considerações Críticas e Transição para a Re-regulação.....	36
6. A CRISE COMO JANELA DE OPORTUNIDADE: MUDANÇA INSTITUCIONAL E A RECONFIGURAÇÃO DA SEC (PÓS-2008).....	37
6.1 Crise de 2008 como Ponto de Inflexão Institucional.....	37
6.2 A Crise e a Fragilidade do Arranjo Regulatória Pré-2008.....	38
6.3 O TARP como Resposta Emergencial: Estrutura, Implementação e Críticas.....	39
6.4 Reações Estratégicas e Recomposição Institucional.....	40
6.5 A Lei Dodd-Frank e a Expansão das Competências da SEC.....	41
6.6 Entre a Legitimidade e o Conflito: a Reação dos Atores Setoriais.....	42

6.7 Entre Mudança e Continuidade Institucional.....	43
7. CONCLUSÃO.....	44
Referências Bibliográficas.....	48

# 1. INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 foi um fenômeno que começou nos Estados Unidos e repercutiu de forma contundente no mercado global de capitais e na economia como um todo. Agentes do setor privado e público tiveram participação no colapso do sistema financeiro. Entre acordos e arranjos, para moldar as regras do jogo, foram tomadas decisões de alto risco de capital e de baixa accountability. Um dos principais contribuintes ao agravamento da crise foi um produto financeiro chamado Credit Default Swap (CDS), que circulou de forma desmesurada na época. O CDS é um tipo de derivativo de crédito que permite especular sobre a solvência de um outro ativo capital, funcionando como uma forma de seguro contra o risco de inadimplência. Considerando sua natureza especulativa, espera-se um certo risco envolvido, porém para os grandes bancos, agências avaliadoras de crédito e entes reguladores, o mercado que é objeto dos CDS, era razoavelmente estável (DUQUERROY, 2009).

Uma das instituições de controle com mais competência e jurisdição para atuar na regulação do mercado de capitais é a Securities and Exchange Commission (SEC). A crise representou um ponto crucial para a mudança institucional da agência e seu reposicionamento como autoridade estatal responsável pela regulação do mercado financeiro. Em um cenário como o do mercado de capitais, que está em constante transformação e adaptação às novas demandas do sistema econômico global, a agência reguladora deve ser capaz de acompanhar esse ritmo de evolução. Não se trata apenas de aplicar regras, mas também de criar uma estrutura regulatória flexível, que permita a adaptação gradual e constante à dinâmica dos mercados. Isso inclui não apenas o aprimoramento das ferramentas de monitoramento, mas também a criação de uma abordagem mais eficaz e integrada para lidar com as complexidades do mercado financeiro moderno, além da necessidade de ter recurso humano capacitado que consiga entender a complexidade do setor. Tal estrutura regulatória precisa ser dinâmica e robusta, para garantir não apenas a estabilidade interna do sistema financeiro, mas também assegurar a confiança e a transparência do mercado, fatores fundamentais para que o sistema financeiro se desenvolva de maneira saudável e progressiva.

Nesse sentido, o impacto da regulação não se restringe ao mercado nacional, mas reverbera além das fronteiras dos Estados Unidos, afetando diretamente o mercado internacional e a economia global, dada a interdependência dos mercados financeiros. A forma como a SEC respondeu a esses desafios é crucial, pois determinou não apenas sua credibilidade, mas também



a segurança do sistema financeiro como um todo, influenciando a confiança dos investidores e a resiliência do mercado financeiro global (BARNARD, 2010).

Produtos financeiros complexos, como os Credit Default Swaps (CDS), entre outros instrumentos de especulação, têm uma base que depende da capitalização especulativa. Esse tipo de prática se torna particularmente arriscada, pois em especulações sobre a solvência de ativos financeiros, ela amplifica os riscos de instabilidade nos mercados. De acordo com DUQUERROY (2009), essas operações geram um ambiente de volatilidade onde o controle e a regulação adequados se tornam essenciais. A falta de fiscalização rigorosa pode resultar em colapsos financeiros que afetam não apenas as instituições envolvidas, mas também as estruturas econômicas globais, como demonstrado pela crise financeira de 2008. A necessidade de intervenção estatal, com resgates financeiros, é um reflexo claro de como a falha no controle de produtos financeiros complexos pode ter consequências catastróficas para a economia, os agentes envolvidos e a sociedade (DUQUERROY, 2009).

Além disso, o papel das agências reguladoras ganha relevância na manutenção da estabilidade financeira. DUQUERROY (2009) destaca que o desempenho das agências reguladoras é determinante para evitar os riscos do mercado especulativo, especialmente em tempos de incerteza econômica. Quando o desempenho institucional é baixo, e as agências falham em atuar com autonomia, o mercado fica suscetível a manipulações, que acabam por prejudicar o equilíbrio da economia e a confiança pública, consequentemente afetando o status quo da mesma. Já em um ambiente regulatório robusto, as agências têm um papel crucial na prevenção de abusos, ao estabelecer limites e regras que asseguram a proteção dos interesses públicos. A análise de DUQUERROY (2009) enfatiza que a qualidade da regulação e a eficiência das intervenções são essenciais para garantir que os produtos financeiros, como os CDS, sejam manejados com segurança, sem comprometer a saúde financeira global.

O papel da SEC como formuladora e implementadora das políticas antes e após a crise de 2008 é um aspecto fundamental para a análise desse processo de transformação institucional. A crise financeira foi um divisor de águas para as instituições regulatórias, e a SEC, enquanto principal agente responsável pela supervisão e regulação do mercado financeiro, teve sua função repensada à medida que os danos econômicos se desenrolaram. A atuação da SEC, especialmente após o colapso do sistema financeiro global, foi marcada pela necessidade urgente de reestruturação das suas práticas regulatórias. Portanto, para analisar o caso, será necessário

um estudo do histórico de desregulamentação e da falta de adaptação das políticas, como fonte para o enfraquecimento da legitimidade institucional de um ente regulador. Assim como também, será necessário abordar como a agência alterou significativamente a sua configuração e estrutura para reconstruir a confiança no sistema financeiro, assim, implementando mecanismos e dispositivos regulatórios que elevassem seu desempenho institucional a um novo patamar, sendo comprovado pela reestabilização do sistema (BARNARD, 2010).

O estudo da principal instituição envolvida na crise se justifica pela força do impacto que teve na dinâmica socioeconômica americana. Apesar de haver agências avaliadoras de crédito, que em tese deveriam contribuir à autorregulação das atividades do mercado, a SEC é uma instituição pública que realmente tem o poder de utilizar a repressão como mecanismo de estruturação do setor. Por meio das suas políticas, molda a arena onde os agentes operam. Assim, sua eficiência e desempenho tornam-se de alta relevância para a área da Ciência Política, pois o estudo revela como, em ocasiões, as relações de poder e interesses particulares se sobrepõem às premissas da soberania do Estado, resultando em perda de controle e confiança.

No campo da Ciência Política, a análise da SEC é importante porque permite examinar as complexas interações entre o Estado, o mercado e os diversos grupos de interesse. A agência reguladora não opera em um espaço neutro, mas sim em um ambiente permeado por pressões políticas e econômicas que influenciam suas decisões e sua capacidade de atuação. Esse cenário exemplifica a teoria da captura regulatória, que aponta para o risco de que agências públicas sejam progressivamente dominadas pelos interesses que deveriam fiscalizar, comprometendo a efetividade da regulação e a legitimidade do Estado.

Além disso, a atuação da SEC está diretamente ligada à discussão sobre soberania estatal e governança em sociedades complexas e globalizadas. A crise de 2008 evidenciou as limitações do Estado para controlar mercados financeiros sofisticados e internacionalizados, trazendo à tona desafios relacionados à capacidade institucional, autonomia burocrática e mecanismos de prestação de contas (accountability). Essa perspectiva é fundamental para compreender a dinâmica de mudança institucional observada na agência, que precisou se adaptar a novos contextos políticos e econômicos para recuperar sua legitimidade e eficácia.

Dessa forma, o estudo da SEC difere de análises exclusivamente econômicas ou jurídicas ao integrar conceitos da Ciência Política, como poder, interesses, burocracia e mudança

institucional, oferecendo uma visão mais abrangente sobre o papel do Estado na regulação financeira e suas implicações políticas e sociais.

Para conseguir compreender o papel da SEC na crise, será necessário entender como os CDS ganharam relevância e como criou-se um círculo vicioso dentro do mercado de capitais, criando mercados paralelos, tornando os grandes bancos de investimento nas próprias armas que os levaram à falência. Produtos como este tiveram uma rápida expansão no mercado, eventualmente expondo as falhas sistêmicas do setor e da regulação financeira americana. Diante desse cenário, a questão central que orienta este estudo é: Como as estruturas institucionais e o contexto político influenciaram a resposta da SEC à crise financeira de 2008?

O estudo, de natureza qualitativa, tem como objetivo geral analisar de que forma as instituições regulatórias, como a SEC, podem ser moldadas por pressões políticas e interesses particulares que permeiam o ambiente regulatório. A partir dessa perspectiva, busca apontar as principais características da dinâmica política que se manifesta dentro de uma instituição técnica, evidenciando como decisões técnicas frequentemente se entrelaçam com jogos de poder e negociações entre atores estatais, privados e políticos. Além disso, o trabalho examina a evolução institucional da SEC, com o propósito de compreender como a agência tem se adaptado e reformulado suas práticas como mecanismo para aprimorar as políticas públicas de regulação financeira no período pós-crise. O estudo também visa analisar como essas mudanças institucionais resultam não apenas de necessidades técnicas, mas também de disputas políticas e reconfigurações estratégicas, afetando a efetividade e a legitimidade das políticas implementadas. Por fim, pretende-se identificar em que medida tais transformações contribuíram para a contenção e prevenção de danos sistêmicos após a crise financeira de 2008, reforçando o papel da SEC no aparato regulatório norte-americano.

Assim, este trabalho será dividido em seis partes. A primeira parte abordará a teoria política institucional, combinando uma visão neoinstitucionalista histórica com a perspectiva da escolha racional, enfatizando os conceitos de poder, influência e as dinâmicas políticas que moldam as instituições. A segunda parte apresentará a metodologia adotada, detalhando o caráter qualitativo da pesquisa, as fontes e técnicas de análise utilizadas. A terceira parte contextualizará a crise financeira de 2008, apresentando o panorama da dinâmica do mercado financeiro, o papel dos CDS como um dos principais contribuintes para a crise, além das falhas sistêmicas, causas diretas e agentes envolvidos. A quarta parte analisará a Securities and Exchange Commission

(SEC) como agência reguladora, suas competências, limitações e sua atuação antes e depois da crise. A quinta parte realizará uma análise institucional da SEC, com base na teoria política, destacando seu papel como componente fundamental do aparato estatal e os resultados das mudanças institucionais a partir da crise. Por fim, a sexta parte será a conclusão, na qual serão reunidos os principais argumentos e resultados, oferecendo uma reflexão crítica sobre os desdobramentos políticos e institucionais evidenciados na pesquisa.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO: INSTITUIÇÕES E DINÂMICAS INSTITUCIONAIS**

### **2.1 Instituições e Dinâmica Institucional**

De acordo com Lowndes e Roberts (2013), as instituições são entendidas como construções sociais essenciais para a organização das interações humanas em qualquer sociedade. Elas são compostas por um conjunto de normas, regras e práticas que orientam e moldam os comportamentos dos indivíduos dentro de um sistema, seja ele político, econômico ou social. Ao contrário de visões mais simples que tratam as instituições como meras estruturas formais ou legais, os autores propõem uma abordagem mais dinâmica, onde essas instituições são vistas como entidades que evoluem com o tempo, sendo constantemente moldadas e transformadas por interações sociais, conflitos de interesse e pressões externas. Essa visão do neoinstitucionalismo destaca a interdependência entre as ações individuais e as normas institucionais, argumentando que a forma como os indivíduos se comportam e tomam decisões não é apenas resultado de escolhas racionais, mas também das limitações e oportunidades impostas pelas instituições. Em vez de serem vistas como estruturas imutáveis, as instituições são tratadas como elementos históricos, adaptativos e evolutivos, que desempenham um papel fundamental na configuração das práticas sociais e nas condições em que a ação política e econômica ocorre.

Para Louis Althusser (1980), as instituições que compõem o Aparelho do Estado (AE) são fundamentais para a manutenção da ordem social e das relações de poder dentro de uma sociedade. O AE pode ser visto como um conjunto de instituições que não apenas regulam a vida social, mas também garantem que a estrutura de dominação e hierarquia permaneça intacta. Althusser divide o AE em dois tipos distintos de aparelhos: o Aparelho Repressivo do Estado

(ARE) e o Aparelho Ideológico do Estado (AIE), cada um com uma função específica na reprodução das condições sociais.

O primeiro é o Aparelho Repressivo do Estado (ARE), que engloba aquelas instituições que têm como principal função a manutenção da ordem por meio da força física e da coerção. Essas instituições, como polícia, tribunais, exército e outras agências de segurança, são responsáveis por impor as leis e garantir que qualquer tentativa de subversão ou resistência ao status quo seja reprimida. O ARE opera por meio de métodos coercitivos, como prisões, sentenças judiciais e até o uso de violência quando necessário; assim, sua principal função é garantir que o funcionamento da sociedade ocorra dentro dos limites legais e estabelecidos, protegendo o bem-estar coletivo e evitando rupturas na ordem social.

Em contraste, o Aparelho Ideológico do Estado (AIE) é constituído pelas instituições que moldam o comportamento e as percepções dos indivíduos de maneira mais sutil, mas igualmente eficaz. O AIE engloba organizações como escolas, igrejas, mídia e família, que, por meio da disseminação de valores, ideias e normas sociais, influenciam a forma como as pessoas entendem o mundo e sua posição nele. Ou seja, ao invés de usar a força física, o AIE funciona como um mecanismo de controle indireto, trabalhando na formação da consciência dos indivíduos e naturalizando as relações de poder. Essa naturalização faz com que as pessoas aceitem as desigualdades como parte da ordem social, sem perceber que estão sendo manipuladas ideologicamente.

Ambos os aparelhos, ARE e AIE, são interdependentes e, juntos, garantem a reprodução das condições sociais e a manutenção da estrutura de poder na sociedade. O ARE age diretamente para garantir que os movimentos de contestação sejam contidos, enquanto o AIE atua no nível da formação ideológica, moldando as ideias e comportamentos das pessoas para que elas aceitem e reforcem as normas dominantes. Althusser destaca que, enquanto o ARE pode ser visto como um aparato visível e muitas vezes violento, o AIE é um mecanismo muitas vezes imperceptível para os indivíduos, mas extremamente eficaz na legitimação do poder e das desigualdades sociais. Juntos, esses aparelhos fazem com que o Estado continue a ser um instrumento de dominação, seja por força direta, seja por meio da conformação ideológica (ALTHUSSER, 1980).

A teoria de Kenneth Shepsle apresenta uma abordagem inovadora para compreender o funcionamento das instituições políticas, contrastando com perspectivas anteriores que viam

essas instituições como entidades estáticas ou determinísticas. Para Shepsle (2010), as instituições são mais do que simples estruturas normativas; elas são ambientes dinâmicos em que os indivíduos, movidos por interesses estratégicos, moldam as regras do jogo. Essa visão destaca as relações e interações constantes entre os atores políticos e as instituições, refletindo como as estruturas institucionais não apenas influenciam, mas também são constantemente reconfiguradas pelas ações estratégicas dos indivíduos dentro de um sistema político.

No campo da jurisdição, Shepsle (2010) oferece uma visão detalhada sobre como as competências institucionais são distribuídas, enfatizando que as divisões de autoridade entre diferentes órgãos e esferas de poder são cruciais para o funcionamento do sistema político. A jurisdição, para ele, não é apenas uma questão de competência técnica ou responsabilidade formal, mas também uma estratégia de controle que ajuda a definir os limites do poder. Ao desenhar essas fronteiras, as instituições estabelecem uma espécie de mapa de ações possíveis, o que, por sua vez, contribui para orientar o comportamento dos agentes políticos e garantir a coerência no processo decisório.

A competência dentro das instituições, para Shepsle, é um fator determinante para a eficácia das políticas públicas e para o desempenho estratégico dos agentes políticos. As instituições devem ser desenhadas de forma a incentivar decisões informadas e ações coordenadas entre diferentes agentes, permitindo que os indivíduos atuem de forma estratégica dentro dos limites impostos pelas regras institucionais. Assim, a competência não é apenas uma característica técnica dos atores, mas uma condição essencial para o funcionamento do sistema institucional, ajudando a garantir que as decisões tomadas dentro dessas instituições atendam ao interesse coletivo e ao bem-estar social, diminuindo os custos do processo decisório.

Por fim, o conceito de comportamento estratégico, central na teoria de Shepsle, é crucial para compreender como os indivíduos agem dentro das instituições. Diferentemente de outras teorias que veem os indivíduos como meros implementadores de regras pré-estabelecidas, Shepsle (2010) sugere que os atores políticos são constantemente influenciados pelas restrições e oportunidades fornecidas pelas instituições e pelas ações dos outros agentes. Isso significa que o comportamento dos indivíduos não é apenas reativo, mas proativo, com os atores ajustando suas estratégias e ações de acordo com as expectativas sobre as ações dos outros e com as limitações institucionais. Essa abordagem explica como as estruturas institucionais não apenas regulam,

mas também induzem comportamentos estratégicos que, em última instância, afetam o funcionamento do sistema político e a qualidade das decisões coletivas.

## **2.2 Regulação Econômica e Captura Regulatória**

A teoria de Stigler (1971) sobre a regulação econômica ressalta que as políticas regulatórias não surgem apenas como respostas técnicas para problemas de mercado, mas muitas vezes são moldadas pelas relações de poder entre os diferentes grupos de interesse. No seu modelo, as instituições reguladoras evoluem ao longo do tempo, frequentemente se tornando instrumentos para beneficiar interesses particulares de determinados grupos que buscam maximizar suas vantagens em detrimento do interesse público. Esse processo de evolução institucional pode ser entendido como um mecanismo de captura regulatória, no qual setores dominantes conseguem moldar as políticas regulatórias de acordo com seus próprios objetivos, frequentemente por meio de um sistema de clientelismo político, em que os reguladores se alinham com interesses privados para garantir apoio político ou vantagens pessoais. Esse fenômeno é central para compreender como as instituições regulatórias podem, em muitos casos, funcionar não como garantidores da equidade e da justiça, mas como aparelhos repressivos do Estado que reforçam as desigualdades sociais ao invés de corrigi-las.

Ademais, a interação entre instituições regulatórias e os agentes privados muitas vezes se dá em um contexto de interesses conflitantes, onde as decisões políticas sobre regulação estão longe de serem neutras. Os agentes políticos e reguladores, ao interagirem com grupos de poder privados, podem ser pressionados a adotar políticas públicas que não refletem necessariamente o bem comum, mas sim os interesses econômicos e estratégicos de pequenos grupos com poder para influenciar as decisões do Estado. Nesse sentido, as políticas regulatórias podem ser vistas não apenas como um conjunto de normas e diretrizes técnicas, mas como uma arena de negociações, onde o poder político e os interesses privados se entrelaçam, muitas vezes resultando em regulações favoráveis a grupos dominantes. O que inicialmente poderia ser interpretado como uma intervenção estatal para corrigir falhas de mercado pode, na prática, acabar funcionando como uma estratégia de controle social, através da regulação que beneficia interesses privados em detrimento de uma verdadeira regulação para o bem comum da sociedade (STIGLER, 1971).

Segundo Gaetano Mosca (1985) e Vilfredo Pareto (1978), toda sociedade é estruturada em torno de uma minoria organizada, as elites, que detêm o poder político, econômico e social, exercendo influência direta sobre a formulação e aplicação das regras. Para Mosca, essa minoria governa não apenas pela força, mas também pelo controle dos mecanismos institucionais que legitimam sua autoridade, mantendo-se no poder ao moldar as normas e as instituições em seu próprio benefício. Pareto complementa essa visão ao destacar o caráter cíclico das elites, argumentando que, mesmo quando ocorrem mudanças aparentes no grupo dominante, a estrutura de poder essencial permanece, apenas substituindo uns líderes por outros com interesses semelhantes. Essa leitura clássica permite compreender como, em contextos contemporâneos, elites econômicas e políticas podem capturar órgãos reguladores e influenciar políticas públicas, transformando instrumentos criados para proteger o interesse coletivo em mecanismos que reforçam a sua própria posição privilegiada, dinâmica central no fenômeno da captura regulatória.

### **2.3 Desempenho Institucional e Políticas Públicas**

Sob a ótica do neoinstitucionalismo histórico, Robert Putnam (1993) destaca que as instituições políticas são moldadas não apenas por suas estruturas formais, mas também pelo contexto social e pela cultura cívica em que estão inseridas ao longo do tempo. Para Putnam, a eficácia das instituições democráticas está profundamente vinculada ao nível de engajamento social, à participação cívica ativa e ao capital social cultivado pelos cidadãos em um determinado contexto histórico. Em sociedades caracterizadas por elevados níveis de confiança, práticas de cooperativismo e participação comunitária, as instituições tendem a operar com maior eficiência, uma vez que as interações sociais são baseadas na cooperação, no respeito mútuo e na reciprocidade. Assim, as práticas e normas sociais historicamente construídas influenciam diretamente a percepção e o funcionamento das instituições, conferindo-lhes legitimidade e contribuindo para a estabilidade e eficácia do sistema democrático.

Por outro lado, a perspectiva da escolha racional, representada por autores como Kenneth Shepsle (2010), enfatiza que os indivíduos, ao tomarem decisões dentro das instituições, atuam de maneira estratégica, buscando maximizar seus interesses pessoais diante das restrições e incentivos impostos pelo ambiente institucional. Nesse modelo, a ação política é concebida como um processo de avaliação constante dos custos e benefícios das escolhas, em que os agentes



ajustam suas estratégias conforme as expectativas sobre as ações dos demais atores. As instituições, por sua vez, são estruturadas para alinhar os interesses individuais aos objetivos coletivos, criando regras que incentivam a cooperação e minimizam conflitos. Assim, o desempenho institucional está diretamente relacionado à capacidade dessas estruturas de influenciar e regular as decisões dos agentes, promovendo a ação coordenada em prol do bem comum.

O desempenho institucional emerge como um elemento central para o êxito ou fracasso das políticas públicas, influenciado tanto pelo desenho das instituições quanto pela sua capacidade de adaptação frente às demandas políticas e sociais. A qualidade do capital social, refletida na confiança e no engajamento cívico, também exerce papel crucial na efetividade das políticas, ao possibilitar a mobilização de recursos e o alinhamento das ações individuais com objetivos coletivos. Conforme enfatizam Jann e Wegrich (2007), o ciclo de políticas públicas revela que, em cada fase do processo decisório, as escolhas dos agentes são condicionadas pelas restrições e incentivos políticos impostos pelo contexto institucional, evidenciando a interdependência entre estrutura institucional e resultados. Portanto, a efetividade das políticas públicas não se restringe à eficiência burocrática, mas envolve a capacidade das instituições políticas e sociais de criar um ambiente propício à cooperação, minimizando os custos de implementação e favorecendo a construção de consensos que garantam a continuidade e a legitimidade das ações governamentais.

## **2.4 Integração Teórica e Contextualização da Crise de 2008**

Através da análise de diferentes teorias institucionais, como as dos autores abordados, é possível perceber que as instituições desempenham um papel fundamental na moldagem das políticas públicas e na configuração das relações de poder dentro de uma sociedade. As teorias do neoinstitucionalismo histórico e da escolha racional oferecem uma compreensão profunda de como as instituições e os agentes políticos tomam decisões baseadas em incentivos e restrições estruturais. O desempenho institucional é central para a eficácia de políticas públicas, pois é a partir da capacidade de adaptação e do desempenho das instituições que o poder político se exerce e os interesses privados ou coletivos são negociados e definidos. Nesse sentido, a dinâmica do poder e das relações de interesse não é apenas uma questão de decisões individuais, mas de como as instituições moldam o ambiente para essas decisões.

As agências reguladoras são um exemplo claro de instituições que desempenham um papel crucial na implementação de políticas públicas. Com base nas teorias de Stigler (1971), é possível perceber como o funcionamento das agências reguladoras pode ser influenciado por interesses privados, resultando muitas vezes em captura regulatória e, conseqüentemente, em um baixo desempenho institucional. O clientelismo político, uma prática amplamente analisada no campo da ciência política, pode também comprometer a autonomia dessas agências, permitindo que interesses privados ou políticos se sobreponham ao bem-estar coletivo. Porém, quando essas agências funcionam dentro de um contexto de boas práticas institucionais, com transparência, responsabilidade e independência, elas podem ser fundamentais para o desenvolvimento de políticas públicas eficazes, garantindo uma regulação equilibrada que favorece o bem comum e protege os interesses da sociedade.

Por fim, o desempenho institucional de agências reguladoras é diretamente impactado pela sua capacidade de operação e adaptação dentro do sistema político. A teoria de Jann e Wegrich (2007) sobre o ciclo de políticas públicas ilustra como as instituições regulatórias devem interagir com outros atores sociais e políticos para garantir que as políticas sejam implementadas com eficiência. Um bom desempenho institucional significa que as agências reguladoras conseguem, de fato, implementar e monitorar políticas públicas que contribuem para o bem-estar coletivo, enquanto um baixo desempenho pode resultar em ineficiência e desigualdade. Dessa forma, compreender as dinâmicas de poder, os incentivos políticos e a estrutura das instituições é crucial para entender como as políticas públicas são moldadas e como suas conseqüências afetam as relações de poder na sociedade. A capacidade das agências reguladoras de agirem de forma eficiente é, portanto, central para o funcionamento do sistema político.

Esta análise visa aprofundar o entendimento sobre os múltiplos fatores que se entrelaçaram para desencadear a crise de 2008, com foco especial na interseção entre inovação financeira, regulação institucional e dinâmica política. Ao compreender essas conexões, é possível delinear os desafios que se impuseram à regulação financeira e as lições que orientam as reformas pós-crise. A compreensão da crise e de suas causas, a partir de uma análise crítica das práticas financeiras e do contexto regulatório, é essencial para orientar políticas públicas eficazes e sustentáveis. O debate acadêmico e político deve considerar os aspectos institucionais,

ideológicos e estratégicos que moldaram o sistema financeiro, para evitar a repetição de episódios semelhantes.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1 Abordagem**

A presente pesquisa acadêmica adota uma abordagem qualitativa, focada na análise interpretativa e crítica das dinâmicas institucionais e políticas envolvidas neste estudo de caso sobre a crise financeira de 2008 e a subsequente reconfiguração da Securities and Exchange Commission (SEC). Optou-se por uma metodologia qualitativa devido à complexidade do fenômeno investigado, que envolve múltiplos atores, interesses conflitantes, processos institucionais dinâmicos e aspectos políticos que não podem ser capturados plenamente por métodos quantitativos tradicionais.

A escolha dessa abordagem permite aprofundar o entendimento sobre as relações de poder, os mecanismos institucionais e as estratégias dos agentes políticos e econômicos que influenciaram a evolução da regulação financeira nos Estados Unidos, especialmente no que tange ao papel da SEC antes e depois da crise. A análise qualitativa possibilita, portanto, explorar não apenas os aspectos formais das normas e leis, mas sobretudo as práticas, discursos, negociações e decisões que moldaram o cenário regulatório.

#### **3.2 Fontes e coleta de dados**

Para a construção do corpus da pesquisa, foram selecionadas fontes primárias e secundárias que oferecessem uma compreensão ampla e detalhada do processo regulatório e do contexto político em que a crise financeira de 2008 se desenrolou. As fontes primárias consistem em documentos oficiais, como audiências públicas, depoimentos de agentes envolvidos, legislações e relatórios governamentais, que fornecem acesso direto às falas, interpretações e decisões dos atores-chave, permitindo uma análise contextualizada e fundamentada na realidade empírica do caso. Já as fontes secundárias abrangem textos teóricos e acadêmicos que aportam as bases conceituais e analíticas necessárias para interpretar os dados coletados, articulando a pesquisa ao debate contemporâneo em ciência política, especialmente no que tange ao modelo de Estado e ao contexto dos Estados Unidos, foco do estudo de caso. Essa combinação

metodológica visa garantir rigor e profundidade na análise, conciliando a investigação empírica com a fundamentação teórica adequada.

Fontes primárias, como mencionado anteriormente, consistem de relatórios, audiências públicas e depoimentos realizados perante comissões do Congresso dos Estados Unidos relacionadas à crise financeira de 2008 e à regulação do mercado de derivativos de crédito. Esses documentos foram acessados por meio dos registros oficiais do Congresso e transcrições disponíveis, incluindo gravações em vídeo quando possível. Parte dessas gravações, originalmente produzidas pela C-SPAN, foi obtida em plataformas digitais como o YouTube e publicações do The Wall Street Journal, que disponibilizam registros das audiências. Acompanhando as audiências, foram analisados os discursos, questionamentos e respostas dos reguladores, representantes do setor financeiro e demais atores envolvidos.

Outro recurso fundamental para a pesquisa foi o documentário Inside Job (2010), dirigido por Charles Ferguson, que oferece uma síntese crítica e aprofundada da crise financeira de 2008, destacando o papel das instituições financeiras, reguladores e agentes políticos. A utilização desse material audiovisual teve dupla função: por um lado, contribuiu para uma visão geral contextualizada e abrangente do fenômeno; por outro, serviu como fonte para identificação de temas recorrentes, argumentos e interpretações críticas que guiaram a análise documental e teórica subsequente.

Complementarmente, foram incorporadas entrevistas e reportagens do The Wall Street Journal, veículo de referência para o acompanhamento do setor financeiro, sobretudo aquelas realizadas com atores chave do mercado e da regulação durante o período crítico. Essas entrevistas permitiram compreender as perspectivas do setor privado e suas reações às mudanças regulatórias propostas, bem como os desafios e resistências enfrentados pela SEC e outras instituições governamentais.

Para organizar e sistematizar as informações coletadas, foi realizada uma leitura crítica minuciosa dos documentos, vídeos e textos selecionados, com o objetivo de identificar padrões, temas emergentes e contradições. Esse processo foi orientado por categorias analíticas derivadas do referencial teórico do neoinstitucionalismo histórico e da teoria da escolha racional, assim como das contribuições específicas sobre captura regulatória, comportamento estratégico e jurisdição institucional. As principais categorias utilizadas foram: captura regulatória, que investiga a influência dos interesses privados sobre as agências; comportamento estratégico dos

agentes políticos, que analisa as decisões tomadas com base em incentivos e restrições institucionais; autonomia e jurisdição institucional, que examina os limites e a independência das instituições reguladoras; e processos de mudança institucional, para compreender os momentos de ruptura e continuidade no sistema regulatório.

### **3.3 Análise dos dados**

A análise dos dados seguiu a técnica da análise de conteúdo temática, que consiste na identificação, codificação e interpretação de padrões recorrentes no material coletado, possibilitando a construção de uma narrativa coerente e fundamentada sobre o fenômeno investigado. Essa técnica é particularmente adequada para pesquisas qualitativas que buscam compreender o significado das práticas, discursos e decisões dentro de um contexto institucional complexo.

Inicialmente, foi realizada uma leitura teórica com base na bibliografia previamente definida, a fim de estabelecer o arcabouço conceitual que orientaria toda a pesquisa. Essa etapa permitiu selecionar conceitos-chave da teoria política contemporânea, como mudança institucional, captura regulatória e desempenho institucional, entre outros, que serviram de lente analítica para as fases seguintes.

Em seguida, iniciou-se a pesquisa textual em documentos oficiais, artigos acadêmicos e relatórios, priorizando fontes diretamente relacionadas ao papel da SEC, à crise financeira de 2008 e às reformas subsequentes. Posteriormente, foram analisadas gravações em vídeo, incluindo audiências públicas, entrevistas e documentários, o que possibilitou acessar narrativas, discursos e interações entre atores institucionais e do setor financeiro.

A partir da análise desses vídeos, novas informações, eventos e dispositivos legais considerados relevantes emergiram, levando à busca de textos complementares que aprofundassem temas específicos, por exemplo, leis e regulações mencionadas durante os depoimentos. Esse processo, de caráter cíclico e interligado, permitiu articular evidências empíricas provenientes de diferentes tipos de fontes, sempre interpretadas à luz do referencial teórico previamente definido.

O neoinstitucionalismo histórico, em particular, auxiliou na análise dos processos de mudança e continuidade institucional, permitindo identificar os momentos críticos (critical junctures) e as dinâmicas de path dependence que influenciaram as decisões regulatórias. Por sua

vez, a teoria da escolha racional e a análise do comportamento estratégico dos agentes políticos foram fundamentais para compreender como as decisões tomadas na SEC e em outras esferas governamentais refletiram interesses particulares e estratégias de poder.

### **3.4 Leitura crítica e triangulação das fontes**

A triangulação das fontes, audiências públicas, documentário e entrevistas, foi essencial para garantir a robustez e a validade da análise. Ao confrontar diferentes tipos de documentos e perspectivas, foi possível reduzir vieses e enriquecer a interpretação, buscando um equilíbrio entre as narrativas oficiais, as críticas da mídia e as percepções dos diversos atores envolvidos.

A leitura crítica envolveu a identificação de discursos hegemônicos e de resistência, a análise das justificativas apresentadas para as políticas adotadas e a avaliação das consequências práticas dessas decisões para o sistema financeiro e a sociedade em geral. Essa etapa permitiu destacar os aspectos ideológicos que permearam a regulação e a reforma pós-crise, evidenciando como interesses econômicos e políticos influenciaram a configuração institucional.

Além disso, o estudo buscou identificar lacunas e silêncios nas narrativas oficiais e midiáticas, sobretudo no que diz respeito à atuação da SEC como órgão regulador. A análise crítica visou revelar as limitações institucionais, os desafios de implementação e as tensões entre autonomia regulatória e captura política.

Ainda que a triangulação das fontes tenha contribuído para uma análise robusta e equilibrada, é importante reconhecer uma limitação significativa deste estudo está relacionada ao acesso integral às fontes primárias, especialmente as audiências públicas e documentação oficial disponibilizadas em sites governamentais. Nem todas as sessões foram integralmente gravadas, transcritas ou preservadas de forma acessível, o que restringiu o alcance da análise documental e pode ter limitado a abrangência das evidências consideradas. Essa limitação impôs um recorte temporal e temático para a seleção das fontes, focando nos materiais mais completos e representativos disponíveis, o que, apesar de garantir a qualidade da análise, compromete a totalidade do panorama investigado.

### **3.5 Justificativa da abordagem metodológica**

A escolha pela pesquisa qualitativa, aliada ao uso das fontes descritas, está justificada pela necessidade de compreender o fenômeno sob uma ótica holística, que abarque a

complexidade política e institucional da crise financeira e sua regulação. Métodos quantitativos, embora úteis para análises estatísticas e econométricas, não permitiriam captar as nuances das interações políticas, os jogos de poder e as interpretações subjetivas que são centrais para o objeto de estudo.

A utilização de audiências públicas como fonte permite acessar diretamente o processo decisório e a dinâmica política envolvida, revelando as estratégias discursivas e as negociações que permeiam a formulação e aplicação das políticas públicas. O documentário e as entrevistas complementam esse quadro ao oferecerem interpretações críticas e contextos que enriquecem a compreensão dos fatos.

Por fim, a fundamentação na teoria política contemporânea oferece um arcabouço analítico sólido para relacionar os dados empíricos com as discussões acadêmicas sobre instituições, regulação e mudança institucional, possibilitando conclusões que dialoguem com o campo da ciência política e forneçam subsídios para futuras pesquisas e debates.

## **4. ENTENDENDO A CRISE FINANCEIRA DE 2008: UM PANORAMA ESSENCIAL**

### **4.1 Introdução à Crise Financeira de 2008: Causas, Dinâmicas e Implicações**

A crise financeira de 2008 representa um dos eventos mais dramáticos e complexos da história econômica recente, cuja amplitude ultrapassou fronteiras nacionais e colocou em xeque a estabilidade do sistema financeiro global. Esse colapso não foi resultado de um único fator isolado, mas de um conjunto de elementos, entre os quais se destacam a proliferação de instrumentos financeiros complexos, a fragilidade das instituições reguladoras e uma ideologia amplamente aceita que sustentava que os próprios mercados seriam mais eficientes se deixados livres para se autorregular.

Os Credit Default Swaps (CDS) desempenharam um papel central ao longo desse processo. Os CDS foram criados, a princípio, como formas de proteção contra o risco de crédito. No entanto, passaram a ser usados com fins especulativos, o que aumentou a alavancagem do sistema financeiro e acelerou a velocidade com que os choques se espalharam pelos mercados. Essa transformação evidencia as limitações regulatórias que permitiram a expansão descontrolada desses derivativos (DI CESARE; GUAZZAROTTI, 2010).

Ademais, a crise evidenciou falhas estruturais profundas no sistema financeiro americano e global, especialmente em relação à securitização de ativos subprime, à opacidade do mercado de derivativos e à atuação limitada da Securities and Exchange Commission (SEC) no papel de reguladora do sistema financeiro. Essas falhas ocorreram em um contexto político-ideológico marcado pela ascensão do neoliberalismo, que defendeu a desregulamentação e a premissa de que mercados autorregulados seriam eficientes e funcionariam como motores do crescimento econômico (DANIELSON, 2009).

#### **4.2 O Contexto Histórico e Ideológico da Desregulação Financeira**

A trajetória que culminou na crise de 2008 tem raízes históricas que remontam às transformações econômicas e políticas das últimas décadas do século XX. A desregulação financeira, que se intensificou a partir dos anos 1980, não deve ser compreendida meramente como um ajuste técnico ou uma liberalização espontânea dos mercados, mas como parte de um projeto político-ideológico alinhado com o pensamento neoliberal. Durante os governos de Ronald Reagan e Bill Clinton, consolidou-se a diretriz segundo a qual os mercados financeiros deveriam operar com maior autonomia em relação à supervisão estatal, sob o argumento de que a autorregulação seria mais eficiente do que a intervenção governamental (DANIELSON, 2009). Essa visão ganhou respaldo entre formuladores de políticas, acadêmicos e atores financeiros, que defenderam a redução do papel do Estado na economia e a flexibilização das normas prudenciais.

Nesse cenário, a Securities and Exchange Commission (SEC), criada originalmente para proteger investidores e assegurar a transparência do mercado de capitais, viu seu papel institucional enfraquecido. Conforme apontado por Barnard (2010), a SEC enfrentou uma erosão de seus recursos e da sua capacidade de atuação independente, ficando cada vez mais dependente das informações e da autorregulação promovida pelos próprios agentes de mercado.

A teoria da captura regulatória, formulada por Stigler (1971), oferece uma explicação teórica para essa fragilidade. Segundo esse conceito, as agências reguladoras tendem a ser influenciadas pelos interesses das indústrias que regulam, transformando a regulação em um mecanismo que atende mais às demandas dos setores econômicos do que ao interesse público. No caso da SEC, essa dinâmica permitiu que os interesses particulares das instituições financeiras prevalecessem sobre a fiscalização rigorosa e a mitigação de riscos sistêmicos.



A inovação financeira, vista como um vetor de crescimento e competitividade, também contribuiu para o enfraquecimento das barreiras regulatórias. Instrumentos como os CDS, os *mortgage-backed securities* (MBS) e outras formas de securitização expandiram-se rapidamente, muitas vezes em um ambiente de supervisão fragmentada e insuficiente (ADRIAN; SHIN, 2009).

A aprovação da Commodity Futures Modernization Act (CFMA) em 2000 isentou derivativos de balcão (OTC), como os CDS, da supervisão da SEC e da Commodity Futures Trading Commission (CFTC), criando uma lacuna regulatória que comprometeu a estabilidade financeira (ALLEN; LAMSON, 2011). Isso permitiu o crescimento descontrolado do mercado de CDS e o acúmulo de riscos significativos por grandes instituições, em um ambiente permissivo para práticas financeiras arriscadas que culminaram na crise de 2007-2008.

#### **4.3 A Securitização e os Riscos Associados**

A securitização de ativos, sobretudo de hipotecas residenciais, integrou o conjunto de práticas que moldaram o funcionamento dos mercados no período anterior à crise de 2008. Esse mecanismo financeiro consiste na transformação de créditos, como empréstimos imobiliários, em títulos negociáveis no mercado de capitais. Na prática, os bancos originavam hipotecas e as vendiam para veículos especiais de propósito específico (SPVs, na sigla em inglês), que, por sua vez, agrupavam esses créditos em pacotes chamados *mortgage-backed securities* (MBS) e os colocavam no mercado. Apesar de apresentar vantagens em termos de liquidez e diversificação, a securitização gerou graves distorções de incentivos. Conforme analisam McCoy, Pavlov e Wachter (2009), o processo fragmentou a cadeia de responsabilidade entre os originadores dos créditos e os investidores finais, enfraquecendo os mecanismos tradicionais de avaliação e controle de riscos. Os bancos, ao venderem os empréstimos, reduziram seu interesse pela qualidade das hipotecas concedidas; um comportamento facilitado pela ausência de regulação e fiscalização eficazes sobre a avaliação dos MBS. Isso incentivou a concessão de crédito de baixa qualidade, especialmente os chamados *subprime loans*, caracterizados por maior risco de inadimplência.

Essa prática criou um ciclo perigoso: o crescimento da demanda por títulos lastreados em hipotecas estimulava a expansão do crédito imobiliário, muitas vezes sem a devida análise e avaliação da capacidade dos contratantes de empréstimo. A consequência foi a criação de uma

bolha no mercado imobiliário, sustentada por premissas errôneas sobre a valorização contínua dos imóveis e o desempenho dos ativos subjacentes (MCCOY; PAVLOV; WACHTER, 2009).

A opacidade das estruturas financeiras envolvidas agravou ainda mais o problema. Os produtos securitizados foram frequentemente embalados em tranches de risco diversificado, com diferentes níveis de prioridade de pagamento, o que dificultava a avaliação precisa do risco por parte dos investidores. Essa complexidade favoreceu práticas especulativas e aumentou a vulnerabilidade do sistema a choques. Nesse contexto, as agências de classificação de risco desempenharam um papel controverso. Elas atribuíram notas elevadas a instrumentos financeiros altamente complexos e expostos a riscos significativos, contribuindo para uma percepção equivocada de segurança entre os investidores institucionais. McCoy, Pavlov e Wachter (2009, p. 493) observam que as agências “tenderam a superestimar a qualidade de muitos títulos lastreados em hipotecas subprime”, o que permitiu sua disseminação massiva nos portfólios de grandes instituições financeiras. A aparente credibilidade dessas classificações reforçou a falsa confiança no valor dos ativos, mesmo em face de fundamentos frágeis.

Adrian e Shin (2009) destacam que esse modelo se integrou ao fenômeno do *shadow banking system*, um conjunto de intermediários financeiros que operavam fora do escopo da regulação bancária tradicional. Essas entidades usavam a securitização e os derivativos para alavancar posições e ampliar os riscos sistêmicos, aumentando a fragilidade do sistema financeiro. Nesse contexto de crescente complexidade e interconexão financeira, a insuficiência da supervisão regulatória, principalmente devido às limitações impostas pela CFMA e pela fragmentação da autoridade entre a SEC e a CFTC, permitiu que esses riscos se acumulassem sem a devida visibilidade ou controle (ALLEN; LAMSON, 2011).

#### **4.4 Os Credit Default Swaps (CDS) e a Amplificação dos Riscos Sistêmicos**

Os CDS são contratos financeiros que funcionam como seguros contra o risco de inadimplência de um ativo, permitindo que o comprador do CDS transfira o risco de crédito para o vendedor. Embora sua função original fosse mitigar riscos, esses derivativos foram amplamente utilizados para especulação, alavancagem financeira e arbitragem, aumentando consideravelmente os riscos no sistema (SHADAB, 2010).

A ausência de uma regulação clara sobre os CDS, em grande parte decorrente da CFMA, criou um mercado opaco e fragmentado. Conforme Shadab (2010), a maioria das transações era

bilateral e realizada fora das bolsas organizadas, dificultando a mensuração e o monitoramento dos riscos acumulados. Isso gerou uma "zona cinzenta" regulatória, na qual as autoridades competentes careciam de instrumentos para avaliar o tamanho real das exposições e interdependências.

A concentração dos riscos em poucas instituições, como a American International Group (AIG), que vendeu garantias em larga escala sem possuir capital suficiente para cobrir perdas potenciais, expôs o sistema à possibilidade de contágio sistêmico (UNITED STATES, 2011). O colapso da AIG quase provocou um efeito dominó, que só foi evitado por uma intervenção governamental massiva.

O relatório da Financial Crisis Inquiry Commission (UNITED STATES, 2011), ressalta que a inexistência de mecanismos de compensação centralizada para os CDS contribuiu significativamente para a rápida propagação da crise. Tais mecanismos atuavam como intermediários nas transações, conferindo maior transparência e segurança ao processo de liquidação. Na ausência dessas estruturas, as operações eram realizadas de forma bilateral e não padronizada, dificultando a rastreabilidade dos riscos e tornando o mercado ainda mais opaco. Dessa forma, as perdas foram transmitidas diretamente entre os agentes envolvidos, sem a mediação de amortecedores institucionais capazes de conter os efeitos negativos em cascata.

A combinação entre securitização, CDS e Shadow Banking formou um sistema financeiro interconectado e altamente alavancado, em que os riscos eram subestimados ou mal compreendidos. Essa estrutura fragilizou a resiliência do mercado, tornando-o suscetível a choques e contágios que levaram à crise global.

#### **4.5 A Atuação da SEC e os Limites Institucionais**

No período que antecedeu a crise de 2008, a Securities and Exchange Commission (SEC) enfrentou limitações institucionais que comprometeram sua atuação fiscalizatória. Conforme apontado por Barnard (2010), a agência privilegiou uma postura regulatória mais cooperativa e baseada na autorregulação, o que, somado à influência de interesses privados via fenômenos como a “porta giratória” (STIGLER, 1971), enfraqueceu a eficácia dos mecanismos de controle do mercado financeiro.

A aprovação da CFMA em 2000 agravou o quadro ao excluir derivativos de balcão, da supervisão da SEC e da Commodity Futures Trading Commission (CFTC), limitando a

capacidade estatal de monitorar riscos associados a esses instrumentos (ALLEN; LAMSON, 2011). A ausência de coordenação entre os órgãos reguladores contribuiu para a expansão do sistema financeiro paralelo, que, segundo Sarra (2009), operava sem exigências de capital consistentes e com baixa transparência, ampliando vulnerabilidades sistêmicas.

Nesse ambiente, práticas como a securitização de hipotecas subprime prosperaram. McCoy, Pavlov e Wachter (2009) observam que a dependência de modelos estatísticos excessivamente otimistas e as falhas das agências de classificação de risco, não contidas de forma eficaz pela SEC, ampliaram a assimetria de informações e subestimaram riscos.

Em síntese, a atuação da SEC antes da crise foi limitada por fragilidade institucional, fragmentação regulatória, influência de interesses privados e insuficiência de recursos, fatores que permitiram o acúmulo de riscos sistêmicos sem supervisão efetiva.

#### **4.6 Influências Políticas, Ideológicas e a Construção do Paradigma da Desregulação**

O avanço da desregulação financeira nas décadas anteriores à crise de 2008 foi impulsionado por concepções ideológicas predominantes à época (DANIELSON, 2009). Essa perspectiva justificou um arcabouço legal que incentivava a autorregulação e a liberalização dos mercados financeiros. Conforme Shepsle (2010), as instituições políticas são arenas nas quais atores buscam maximizar seus interesses, utilizando estratégias que envolvem barganha e pressão política. No caso da desregulação, grandes bancos e fundos de investimento atuaram como agentes estratégicos para moldar o ambiente regulatório em seu benefício, por meio do lobby intenso e da influência sobre o Congresso e órgãos reguladores.

Lowndes e Roberts (2013) ressaltam que o conceito de dependência de trajetória (path dependence) é crucial para entender a persistência das políticas de desregulação. Uma vez estabelecido um conjunto de regras e normas, as instituições tendem a se adaptar a esse paradigma, tornando difíceis mudanças significativas mesmo quando surgem evidências claras de falhas e riscos crescentes. Essa inércia institucional resulta de custos políticos, interesses arraigados e do efeito cumulativo de decisões passadas.

Putnam (1993) complementa essa visão ao apontar que a eficácia das instituições depende da existência de capital social e da capacidade de coordenação entre atores. No cenário financeiro americano, a assimetria de poder entre reguladores e agentes do mercado favoreceu a

consolidação de um modelo regulatório que priorizava o crescimento e a inovação financeira, ainda que isso significasse aceitar riscos elevados e falta de transparência.

A influência de figuras centrais, como Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve durante grande parte do período, também foi determinante. Greenspan defendia publicamente a autorregulação do mercado financeiro, acreditando que os próprios agentes econômicos teriam incentivos para controlar riscos sem necessidade de intervenções externas. No entanto, em depoimento posterior ao Congresso, reconheceu que essa convicção foi um erro de julgamento que contribuiu para a crise (UNITED STATES, 2011).

Essas influências ideológicas e políticas moldaram a agenda regulatória, restringindo a capacidade da SEC e outras instituições de exercer uma supervisão rigorosa e integrada. A combinação de fragilidade institucional e captura regulatória consolidou um cenário de fiscalização limitada e de acúmulo de vulnerabilidades no sistema financeiro.

#### **4.7 Repercussões e a Urgência da Reforma Regulatória**

A magnitude e o impacto da crise evidenciaram a necessidade de profundas mudanças na arquitetura regulatória americana e global. O reconhecimento das falhas levou à formulação de legislações como o Dodd-Frank Act (2010), que buscou corrigir lacunas, especialmente no controle dos derivativos e na supervisão das instituições sistêmicas. Allen e Lamson (2011) analisam que o Dodd-Frank introduziu mecanismos como a compensação centralizada (clearinghouses) para os CDS, maior transparência e a ampliação dos poderes da SEC e da CFTC. Essas medidas visaram fortalecer a supervisão, reduzir riscos sistêmicos e evitar a repetição dos erros do passado.

O processo, à época, revelou-se complexo e enfrentou significativas resistências políticas e econômicas. Como observa Barnard (2010), a captura regulatória e os interesses já enraizados representavam obstáculos concretos à efetividade das reformas propostas no período imediatamente posterior à crise. A reconstrução da credibilidade das agências reguladoras, no contexto pós-crise, exigia não apenas a promulgação de novas normas, mas também transformações institucionais que ampliassem sua independência, seus recursos e sua capacidade técnica.

## **5. A SEC E A DESREGULAÇÃO FINANCEIRA (PRÉ-2008): UMA ANÁLISE DA CAPTURA INSTITUCIONAL**

### **5.1. Contexto Histórico e Ideológico da Desregulação**

A desregulação financeira que marcou as últimas décadas do século XX nos Estados Unidos não pode ser compreendida apenas como um processo técnico de flexibilização normativa. Ela resultou de um projeto político e ideológico, enraizado na ascensão do neoliberalismo e na crença de que os mercados seriam intrinsecamente eficientes, bastando apenas uma regulação mínima para assegurar o crescimento econômico (DANIELSON, 2009). Essa visão ganhou força durante os governos de Ronald Reagan e, posteriormente, de Bill Clinton, consolidando um ambiente político favorável à redução do papel das agências reguladoras.

De acordo com Stigler, “as políticas de regulação são frequentemente moldadas pelos interesses dos setores regulados, um fenômeno denominado captura regulatória” (STIGLER, 1971, p. 3). Essa perspectiva explica em parte por que as instituições financeiras conseguiram influenciar diretamente o desenho regulatório durante as décadas que antecederam a crise de 2008. A SEC, criada na década de 1930 para proteger investidores e garantir a integridade dos mercados de capitais, passou a enfrentar um cenário em que os interesses de Wall Street prevaleciam sobre a função pública da regulação.

A evolução do sistema financeiro, com o crescimento de instrumentos complexos como os CDS e a proliferação do shadow banking, exacerbou as limitações da SEC. Conforme observam Adrian e Shin (2009), o shadow banking system emergiu como uma rede de intermediários não bancários que desempenhavam funções similares às dos bancos tradicionais, mas fora do escopo da supervisão prudencial. Esse sistema dependia fortemente da securitização de ativos e da rotação constante de títulos, criando riscos sistêmicos ocultos.

Segundo McCoy, Pavlov e Wachter (2009), a securitização privada, isto é, aquela conduzida por instituições financeiras sem garantias do governo, permitiu que os riscos fossem transferidos para investidores finais sem que houvesse mecanismos efetivos de avaliação de qualidade ou transparência. A ausência de regulamentação consistente levou a uma “corrida para o fundo”, em que as instituições competiam para emitir produtos cada vez mais arriscados, amparadas pela crença de que poderiam transferir totalmente o risco de crédito.

A ideologia pró-mercado também se refletiu em decisões políticas cruciais, como a revogação da Lei Glass-Steagall (1933) pelo Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. Essa mudança abriu caminho para a formação de conglomerados financeiros que integravam atividades de bancos comerciais e de investimento, ampliando a exposição sistêmica e reduzindo as barreiras que antes limitavam a tomada de risco. Ao eliminar a separação entre essas funções, aumentou-se a possibilidade de conflitos de interesse entre diferentes áreas de atuação das instituições, sem que fossem implementados mecanismos proporcionais de mitigação. Nesse sentido, o relatório da Financial Crisis Inquiry Commission (2011) destaca que essas instituições passaram a estruturar operações complexas, nas quais riscos eram internalizados e transferidos de forma opaca. Conforme Sarra (2009), fundos vinculados a bancos de investimento podiam assumir posições em derivativos, como os CDS, relacionados a ativos dessas mesmas instituições, o que potencializava vulnerabilidades ao dificultar a avaliação e a mitigação dos riscos sistêmicos. Por exemplo, um hedge fund vinculado a um banco podia adquirir CDS emitidos pelo próprio banco, criando uma relação circular de risco que agravava a fragilidade do sistema financeiro.

A aprovação da CFMA em 2000 marcou um ponto decisivo na trajetória da desregulação financeira anterior à crise de 2008. Essa lei excluiu os derivativos OTC, como os CDS da supervisão tanto da SEC quanto da CFTC, criando uma lacuna regulatória significativa (ALLEN; LAMSON, 2011). No caso da SEC, a competência regulatória poderia se estender à fiscalização dos agentes e transações no mercado de valores mobiliários relacionados aos CDS, enquanto a CFTC teria autoridade sobre o próprio contrato derivativo caso ele estivesse sob sua jurisdição. Com a CFMA, nenhuma das duas agências manteve poder sobre esses instrumentos, o que permitiu sua rápida expansão em um ambiente sem mecanismos adequados de monitoramento ou contenção de riscos sistêmicos.

Paralelamente, a SEC passava por um enfraquecimento institucional que reduziu sua autonomia e capacidade de atuação. Barnard (2010) aponta que a agência operava com recursos limitados e dependia crescentemente de informações fornecidas pelas próprias instituições reguladas, o que restringia sua habilidade de atuar de forma preventiva diante da crescente complexidade dos produtos financeiros. A fragmentação da autoridade regulatória entre órgãos, aliada à ausência de coordenação efetiva entre SEC e CFTC, dificultou a identificação e o controle dos riscos emergentes.

Assim, a CFMA não foi apenas uma atualização normativa, mas parte de um movimento político que reforçou a visão pró-mercado predominante na virada do século, segundo a qual a supervisão estatal era percebida como entrave à inovação financeira. A lacuna regulatória resultante e a fragilidade institucional da SEC criaram condições que facilitaram a proliferação de práticas arriscadas que feriram o sistema financeiro (ALLEN; LAMSON, 2011; BARNARD, 2010).

Sob a ótica do neoinstitucionalismo histórico, esses eventos se inserem em um processo de dependência de trajetória (path dependence), no qual decisões institucionais iniciais criam padrões autorreforçadores difíceis de reverter. A adoção do paradigma da desregulação, acompanhada por mudanças legislativas e práticas regulatórias mais lenientes, consolidou um arcabouço que condicionava as ações futuras dos formuladores de políticas. Mesmo diante de sinais recorrentes de fragilidade no sistema financeiro, prevaleceu um viés institucional em favor da manutenção dessa lógica, reforçando a resistência a reformas estruturais (LOWNDES; ROBERTS, 2013).

## **5.2 Captura Regulatória e Limites Institucionais da SEC**

A captura regulatória é um fenômeno central para compreender as limitações enfrentadas pela Securities and Exchange Commission (SEC) durante o período que antecedeu a crise financeira de 2008. Quando as agências reguladoras passam a atuar prioritariamente em benefício dos interesses dos setores que deveriam fiscalizar, há uma distorção no equilíbrio entre regulação e mercado, que compromete a eficácia das normas e a proteção dos interesses públicos. Esse processo não apenas reduz a capacidade de prevenção de riscos sistêmicos, mas também enfraquece a confiança no sistema regulatório, gerando vulnerabilidades que se manifestam em crises financeiras e prejuízos sociais.

Além disso, a análise da captura regulatória permite compreender as complexas interações entre poder econômico e instituições políticas, evidenciando como interesses privados podem influenciar decisões técnicas e políticas. Essa perspectiva torna possível identificar os mecanismos institucionais que facilitam a submissão da agência reguladora a pressões externas, revelando os limites institucionais que restringem sua autonomia e capacidade de atuação efetiva. Portanto, a captura regulatória configura-se como um conceito-chave para explicar tanto



os desafios enfrentados pela SEC quanto às falhas estruturais que impactaram negativamente a regulação financeira naquele momento histórico.

Barnard (2010) destaca que a SEC adotou uma postura de enforcement evolutivo, priorizando a autorregulação das instituições financeiras em detrimento da aplicação rigorosa das normas legais. Essa abordagem refletia o contexto regulatório da época, marcado pela crença na capacidade dos mercados de se autoajustarem e pela busca por um equilíbrio entre fiscalização e cooperação com os agentes do mercado. No entanto, essa postura contribuiu para o enfraquecimento dos mecanismos tradicionais de controle, dificultando a identificação e a prevenção de práticas contraproducentes no sistema financeiro. Concomitantemente, a agência enfrentava restrições orçamentárias e uma elevada rotatividade de pessoal qualificado, que frequentemente migrava para o setor privado e vice-versa, no fenômeno conhecido como “porta giratória”. Essa dinâmica reduziu a autonomia institucional da SEC e restringiu sua capacidade, tanto técnica quanto decisória, de responder de forma antecipada às inovações financeiras e aos riscos emergentes.

A aprovação da CFMA (2000) ilustra bem esse fenômeno de captura institucional. O texto legislativo, elaborado com intensa participação de lobistas do setor financeiro, retirou da SEC qualquer poder de supervisão sobre derivativos OTC. Conforme Allen e Lamson (2011), essa decisão reforçou a fragmentação regulatória ao estabelecer fronteiras rígidas entre as competências da SEC e da CFTC, criando um vazio normativo que se mostrou desastroso. Shadab (2010) complementa que a ausência de uma estrutura de governança eficaz para o mercado de CDS permitiu o crescimento de uma rede opaca de transações bilaterais, onde os riscos sistêmicos não eram visíveis nem para os reguladores nem para os próprios participantes do mercado. Esse vácuo regulatório foi, em grande parte, um produto da pressão política exercida por instituições como a AIG e os grandes bancos de investimento, que temiam que a supervisão pudesse reduzir sua lucratividade.

O documentário Inside Job (2010) expõe de forma contundente como as instituições reguladoras foram cooptadas por interesses privados, mostrando o papel de figuras políticas e acadêmicas que atuaram para enfraquecer a regulação em nome da “eficiência do mercado”. Esse contexto é fundamental para entender por que a SEC, apesar de sua missão formal, não foi capaz de conter a escalada de práticas arriscadas, como a concessão indiscriminada de hipotecas subprime e a criação de produtos estruturados complexos.

### **5.3 Credit Default Swaps (CDS) e Securitização: Falhas de Supervisão**

A expansão dos CDS no mercado de derivativos de balcão (OTC) é um dos elementos centrais para compreender a fragilidade do sistema financeiro pré-2008. Esses instrumentos, originalmente concebidos como seguros contra inadimplência de ativos, foram amplamente utilizados para especulação, aumentando a alavancagem do sistema e disseminando riscos para além da capacidade de controle dos reguladores (SHADAB, 2010).

Segundo McCoy, Pavlov e Wachter (2009), a combinação entre a securitização de hipotecas subprime e a utilização de CDS gerou incentivos que distorciam a avaliação de risco. Como os créditos eram rapidamente repassados para investidores distantes da origem dos ativos, os originadores deixavam de se preocupar com a qualidade das hipotecas concedidas, priorizando o volume de empréstimos em detrimento da solvência dos mutuários. Essa dinâmica levou à criação de títulos lastreados em ativos de baixa qualidade, que, ao serem “cobertos” por contratos de CDS, recebiam classificações máximas, como AAA, pelas agências de rating, entre elas Standard & Poor’s e Moody’s. Essas notas transmitiam ao mercado a falsa impressão de segurança, mascarando o risco real e facilitando a distribuição desses instrumentos a investidores institucionais em escala global. Além disso, a obtenção do selo AAA permitia que bancos, seguradoras e fundos atendessem aos requisitos de capital exigidos pela regulação prudencial, incentivando a manutenção e a expansão dessas operações, mesmo quando os ativos subjacentes apresentavam risco elevado.

A ausência de regulamentação específica e a isenção de supervisão regulatória dos CDS, a partir do CFMA, gerou um vácuo institucional que dificultou o acompanhamento e a contenção dos riscos crescentes associados a esses derivativos. Em consequência, grandes instituições, como a American International Group (AIG), puderam assumir posições expressivas e altamente alavancadas em CDS, sem a necessidade de manter garantias adequadas que servissem como contrapeso a tais exposições. A fragilidade deste modelo ficou evidente quando a crise de 2008 expôs como a interligação desses contratos e a falta de transparência resultaram em um colapso em cadeia, onde o fracasso de uma entidade poderia desencadear impactos sistêmicos severos, revelando as falhas estruturais de uma regulação fragmentada e insuficiente.

No shadow banking system, os CDS eram utilizados por fundos de hedge e veículos de investimento estruturados para transferir e redistribuir riscos, operando fora das exigências

regulatórias tradicionais. Conforme Adrian e Shin (2009), essas instituições, ao não estarem sujeitas às mesmas regras e exigências de capital que os bancos convencionais, assumiam posições significativas em derivativos, o que aumentava a complexidade e a opacidade do sistema financeiro. Essa estrutura dificultava o monitoramento da real exposição ao risco sistêmico, pois os CDS circulavam por múltiplas camadas do sistema paralelo. Sarra (2009) destaca que a falta de transparência e a ausência de regulamentação adequada permitiram a acumulação de vulnerabilidades sem o devido controle das autoridades, ampliando as possibilidades de contágio financeiro em momentos de crise.

O relatório da Financial Crisis Inquiry Commission (UNITED STATES, 2011) confirma que o colapso do mercado de CDS foi uma das principais causas do agravamento da crise. A ausência de mecanismos de compensação centralizada (clearinghouses) significava que as perdas eram transmitidas diretamente de um agente para outro, sem amortecedores institucionais. Documentos e depoimentos coletados pelo Congresso americano, como o pronunciamento do Secretário do Tesouro Henry Paulson (C-SPAN, 2008), evidenciam que o governo e os reguladores foram pegos de surpresa pela magnitude da exposição aos derivativos. O documentário Inside Job (2010) reforça essa narrativa ao mostrar como as autoridades ignoraram repetidos alertas sobre os riscos acumulados no sistema.

Portanto, o mercado de CDS, associado à securitização, tornou-se o símbolo máximo de um modelo financeiro sem transparência e sem contrapesos institucionais, resultado direto da captura regulatória e da ideologia de autorregulação que dominou a política financeira americana nas décadas anteriores.

#### **5.4 Fatores Políticos e Dependência de Trajetória**

O avanço da desregulação não foi um fenômeno exclusivamente técnico, mas o resultado de decisões políticas deliberadas, influenciadas por um contexto ideológico específico. O governo Clinton, por exemplo, foi um dos principais patrocinadores do Gramm-Leach-Bliley Act (1999) e da CFMA (2000), reformas que eliminaram barreiras históricas à integração de atividades financeiras (TOPHAM, 2010).

Conforme a análise de Shepsle (2010), o processo político pode ser compreendido como uma arena na qual atores estratégicos buscam moldar decisões de acordo com seus interesses. No caso da desregulação financeira nos Estados Unidos, grandes bancos de investimento, apoiados

por um lobby financeiramente robusto e bem articulado, exerceram influência significativa sobre a agenda legislativa. Essa atuação incluiu a defesa da revogação de barreiras regulatórias, como a Lei Glass-Steagall, e a resistência a propostas de fiscalização mais rigorosa dos derivativos. Ao vincular a desregulação a ideias de competitividade, inovação e crescimento econômico, essa coalizão de interesses obteve apoio no Congresso e no Executivo. Essa narrativa, reforçada pelo contexto de prosperidade econômica e pela globalização financeira dos anos 1990, consolidou um cenário político favorável à redução da intervenção estatal nos mercados financeiros.

Lowndes e Roberts (2013) argumentam que a noção de path dependence ajuda a explicar a persistência desse modelo. Uma vez estabelecidas as regras pró-desregulação, tornou-se difícil revertê-las, mesmo diante de sinais evidentes de vulnerabilidade, pois as instituições regulatórias foram moldadas estruturalmente para favorecer o mercado. Nesse cenário, medidas como a revogação da Glass-Steagall Act em 1999 ou a aprovação da CFMA em 2000 consolidaram arranjos institucionais que beneficiavam grandes conglomerados financeiros. Qualquer tentativa de reformar esse arcabouço enfrentava não apenas barreiras formais, mas também a atuação coordenada de grupos de interesse com forte influência sobre o Congresso e sobre os próprios órgãos reguladores.

Putnam (1993) acrescenta que a qualidade e o desempenho das instituições dependem, em grande medida, do capital social e da capacidade de articulação coletiva de seus atores. Aplicada ao contexto regulatório, essa perspectiva sugere que instituições como a SEC não operam isoladamente, mas em um campo político no qual diferentes grupos competem por influência. A fragilidade pré-crise da SEC ilustra como a assimetria de poder entre reguladores e regulados pode comprometer a autonomia institucional: enquanto os reguladores dispunham de recursos limitados e dependiam de canais formais para promover mudanças, o setor financeiro mobilizava redes densas de relacionamento, expertise técnica e recursos econômicos para moldar políticas públicas em seu favor. Nessa configuração, a balança institucional tende a pender para os atores mais organizados e com maior capacidade de ação estratégica, reforçando padrões de captura e dificultando reformas estruturais.

Esse cenário pode ser compreendido sob a ótica da teoria das elites, como discutido por Mosca (1985) e Pareto (1978), que destacam o papel central de grupos organizados na estruturação do poder político e na definição das regras institucionais. As elites econômicas e financeiras, atuando como coalizão dominante, utilizaram sua capacidade organizacional e

recursos para influenciar decisivamente o ambiente regulatório, consolidando vantagens institucionais que limitavam a atuação autônoma dos órgãos reguladores. Dessa forma, o campo político no qual a SEC estava inserida não era neutro, mas permeado por dinâmicas de poder que favoreciam a manutenção do status quo e dificultavam intervenções que pudessem contrariar interesses estabelecidos, caracterizando um processo de captura regulatória.

Essa forte influência das elites econômicas e financeiras contribuiu para a consolidação de uma visão predominante entre os formuladores de políticas de que o mercado seria capaz de se autorregular. Essa crença, amplamente difundida e adotada por figuras centrais do establishment financeiro, como Alan Greenspan, então presidente do Federal Reserve, orientou as decisões regulatórias durante o período pré-crise. Em depoimento ao Congresso após o colapso financeiro, Greenspan reconheceu que sua confiança excessiva na capacidade autorregulatória dos mercados foi um erro grave, com consequências devastadoras para a estabilidade econômica (UNITED STATES, 2011).

## **5.5 Considerações Críticas e Transição para a Re-regulação**

A crise de 2008 representou uma ruptura importante no modelo de intervenção estatal reduzida que predominava nas décadas anteriores. Essa abordagem, ao priorizar a mínima interferência do Estado nos mercados financeiros, gerou um ambiente caracterizado por elevada imprevisibilidade e complexidade crescente. A falta de mecanismos regulatórios robustos dificultou não apenas a identificação precoce de riscos sistêmicos, mas também a implementação de estratégias eficazes para mitigá-los. A opacidade das operações, especialmente no mercado de derivativos de balcão, como os credit default swaps, impediu o monitoramento adequado das interconexões entre instituições financeiras, tornando quase impossível rastrear a propagação dos choques financeiros. Além disso, a escassez de estudos e análises aprofundadas sobre os impactos potenciais dessas inovações financeiras limitou a capacidade dos reguladores e dos formuladores de políticas de responderem de forma proativa às vulnerabilidades emergentes.

Allen e Lamson (2011) destacam que o Dodd-Frank Act (2010) procurou corrigir as lacunas da CFMA, estabelecendo novas regras para derivativos, exigindo compensação centralizada e conferindo maiores poderes à SEC e à CFTC. Embora esse processo de re-regulação tenha sido complexo e ainda alvo de críticas, ele marca uma mudança institucional significativa em comparação ao período pré-crise. Porém, o reconhecimento tardio das falhas não

anula o fato de que a captura institucional da SEC antes de 2008 teve efeitos profundos. A agência, incapaz de agir preventivamente, permitiu a formação de uma bolha financeira alimentada por práticas de risco extremo. Como nota McCoy et al. (2009), a combinação de securitização descontrolada, CDS não regulados e incentivos distorcidos criou um ambiente no qual a instabilidade era inevitável.

Essa análise do período pré-2008 é essencial para compreender os desafios atuais da regulação financeira. A transição para uma nova fase, marcada por tentativas de reconstruir a credibilidade da SEC e de reforçar os mecanismos de supervisão, será discutida no próximo capítulo, com foco nas respostas institucionais do pós- crise e nas reformas introduzidas pelo Dodd-Frank Act.

## **6. A CRISE COMO JANELA DE OPORTUNIDADE: MUDANÇA INSTITUCIONAL E A RECONFIGURAÇÃO DA SEC (PÓS-2008)**

### **6.1 Crise de 2008 como Ponto de Inflexão Institucional**

A crise financeira de 2008, considerada a maior desde a Grande Depressão, representou uma inflexão crítica na arquitetura regulatória dos Estados Unidos. Como identificam Pierson (2004) e Thelen (2003), momentos de disjunção institucional (ou critical junctures) são propícios para a redefinição de arranjos institucionais que anteriormente pareciam estáveis ou resistentes à mudança. No caso norte-americano, o colapso do sistema financeiro expôs não apenas falhas de mercado, mas, sobretudo, limites profundos na regulação federal do setor financeiro, especialmente no que se refere aos derivativos de crédito. Esse contexto abriu espaço para uma reconfiguração do papel da Securities and Exchange Commission (SEC), cuja atuação no período anterior à crise esteve marcada por uma postura permissiva, de viés desregulatório, como será demonstrado.

A mudança institucional analisada neste capítulo será compreendida a partir da incorporação dos conceitos de dependência da trajetória (path dependence), mudança institucional gradual (gradual institutional change) e captura regulatória (regulatory capture). A crise, entendida aqui como um ponto de bifurcação, ativou disputas políticas e institucionais que colocaram em xeque o modelo anterior de regulação fragmentada. Nesse cenário, medidas emergenciais como o Troubled Asset Relief Program (TARP), instituído pelo governo federal em 2008, revelaram a tentativa de restaurar a confiança nos mercados e mitigar o risco sistêmico. No

entanto, o próprio desenho e a implementação do TARP geraram tensões entre os princípios de accountability e a urgência da ação estatal. A análise deste capítulo integra o conteúdo do relatório oficial do Congressional Oversight Panel (2009), que avalia o desempenho do TARP e seus desdobramentos institucionais.

A atuação da SEC, como regulador principal dos mercados de capitais, foi profundamente impactada pela crise e pelas reformas subsequentes. Este capítulo examinará como a crise serviu de gatilho para a reestruturação institucional da agência, analisando os efeitos políticos e institucionais da emergência financeira e da resposta do Estado. A narrativa será construída com base em documentos oficiais, literatura especializada e categorias analíticas da ciência política, visando compreender a mudança institucional no pós-crise.

## **6.2 A Crise e a Fragilidade do Arranjo Regulatória Pré-2008**

Antes da crise, o sistema regulatório norte-americano operava com base em uma divisão funcional de competências entre diferentes agências, marcada por sobreposição e lacunas regulatórias. A aprovação do Commodity Futures Modernization Act (CFMA) em 2000 institucionalizou uma desregulamentação dos derivativos de crédito, retirando da SEC e da Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a autoridade para fiscalizar contratos como os credit default swaps (CDS). A justificativa ideológica era de que a intervenção regulatória poderia inibir a inovação financeira (UNITED STATES CONGRESS, 2000).

Essa lógica se alinha à teoria da captura regulatória de Stigler (1971), que argumenta que reguladores tendem a atender aos interesses das indústrias que deveriam supervisionar. No caso da SEC, a proximidade com atores de Wall Street e a pressão por competitividade internacional levaram a uma postura de desregulação tácita. O resultado foi a institucionalização de um arcabouço regulatório que favorecia a opacidade, o risco excessivo e a expansão descontrolada de instrumentos financeiros complexos, como os CDS e os Collateralized Debt Obligations (CDOs).

Com a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, o risco sistêmico tornou-se evidente. O colapso atingiu os principais bancos de investimento, empresas seguradoras e o mercado de crédito interbancário. A SEC foi amplamente criticada por não ter previsto a dimensão da crise e por sua incapacidade de agir com presteza diante dos sinais de alerta. Essa

crítica está presente em documentos como o relatório da Financial Crisis Inquiry Commission (2011), que aponta para falhas de supervisão e omissão regulatória (UNITED STATES, 2011).

### **6.3 O TARP como Resposta Emergencial: Estrutura, Implementação e Críticas**

Diante da magnitude da crise, o Congresso aprovou, em outubro de 2008, a Emergency Economic Stabilization Act, criando o Troubled Asset Relief Program (TARP). O programa autorizava o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos a utilizar até US\$ 700 bilhões para adquirir ativos problemáticos das instituições financeiras e injetar liquidez no sistema.

Segundo o relatório oficial do Congressional Oversight Panel (2009), o TARP foi criado com três objetivos centrais: (i) restaurar a estabilidade do sistema financeiro; (ii) proteger os contribuintes; e (iii) assegurar responsabilidade e transparência. No entanto, o painel aponta que a execução do programa não foi acompanhada de metas mensuráveis, o que dificultou a avaliação de seu impacto:

A ausência de critérios objetivos e metas públicas no uso dos recursos do TARP tornou o programa vulnerável a críticas de favoritismo e ineficácia. A falta de mecanismos claros de prestação de contas agravou ainda mais a percepção negativa (UNITED STATES, 2009, p. 22).

O relatório também critica a estratégia de capitalização direta dos bancos, substituindo a ideia original de compra de ativos problemáticos. Essa mudança, embora considerada necessária pelo Tesouro, não foi devidamente comunicada ao Congresso nem ao público:

O Tesouro não forneceu uma explicação clara sobre por que abandonou a proposta de comprar ativos tóxicos e adotou, em vez disso, a recapitalização bancária. Isso gerou incerteza e contribuiu para a erosão da confiança pública (UNITED STATES, 2009, p. 25).

A crítica central do painel recai sobre a transparência do processo decisório. Embora o TARP tenha sido bem-sucedido em evitar o colapso imediato do sistema bancário, sua condução revelou uma tensão latente entre a necessidade de ação rápida e a obrigação democrática de accountability:

Não havia exigência formal de que os bancos participantes utilizassem os fundos do TARP para expandir o crédito ou ajudar mutuários inadimplentes. Isso comprometeu o potencial do programa como instrumento de política econômica (UNITED STATES, 2009, p. 31).

Essa avaliação corrobora a tese de que o TARP, embora emergencial, foi marcado por uma implementação que privilegiou a estabilidade sistêmica em detrimento da transparência. Em



termos político-institucionais, o programa expôs a dificuldade do aparato estatal em equilibrar os imperativos da governança democrática com a urgência das medidas anticrise.

#### **6.4 Reações Estratégicas e Recomposição Institucional**

A literatura sobre mudança institucional gradual, conforme desenvolvida por Mahoney e Thelen (2010), é particularmente útil para compreender a trajetória da SEC após a crise. Esses autores argumentam que, mesmo em contextos de estabilidade institucional aparente, podem ocorrer transformações significativas por meio de mecanismos como conversão (*conversion*), substituição (*displacing*) ou sobreposição (*layering*). No caso da SEC, a mudança não se deu por ruptura completa, mas por realinhamentos progressivos de suas competências e da sua posição no ecossistema regulatório.

A Comissão, ciente das críticas que recebeu pela sua omissão pré-crise e pela baixa capacidade de prevenir abusos no mercado de derivativos, passou a buscar maior protagonismo. Esse movimento se deu tanto por iniciativas internas quanto por articulação com o Congresso e outras agências. A SEC reorganizou seu corpo técnico, passou a criar grupos especializados em produtos estruturados e contribuiu ativamente para o debate legislativo que resultou em mudanças substanciais, como a supervisão de agências de rating e de hedge funds (BARNARD, 2010).

Importa notar que a recomposição institucional da SEC não ocorreu em um vácuo político. Como observa Stigler (1971), os processos regulatórios estão imersos em disputas entre grupos de interesse, sendo constantemente moldados por pressões externas. Durante o período pós-crise, essas disputas ficaram particularmente intensas, com o setor financeiro buscando limitar o alcance das novas regras e com atores políticos propondo fortalecer a supervisão estatal. Embora a posse de Barack Obama, em 2009, tenha sinalizado mudanças no discurso regulatório, conforme indicado no documentário *Inside Job* (2010), a composição de seu gabinete econômico manteve forte continuidade em relação a administrações anteriores, preservando figuras com vínculos estreitos com o setor financeiro. Nesse cenário, a SEC buscou reposicionar-se de forma a conquistar legitimidade e influência junto a atores políticos e econômicos que, historicamente, não lhe conferiam centralidade no processo de formulação de políticas.

## 6.5 A Lei Dodd-Frank e a Expansão das Competências da SEC

A promulgação do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, em julho de 2010, marcou o ponto culminante da resposta legislativa à crise de 2008. Trata-se da mais ambiciosa reforma financeira dos Estados Unidos desde a década de 1930, com impactos diretos sobre o escopo, os instrumentos e o papel institucional da SEC. Ao contrário de reformas anteriores centradas em ajustes marginais ou incrementais, a Dodd-Frank procurou redesenhar o aparato regulatório, fortalecendo sua capacidade de intervenção e mitigando riscos sistêmicos associados à financeirização e à desregulação dos mercados (OMAROVA, 2011).

O novo marco legal expandiu de forma significativa a jurisdição da SEC, conferindo-lhe atribuições que, até então, lhe eram vedadas. Entre as mudanças mais relevantes, estava a autoridade para regular os mercados de derivativos de crédito, competência anteriormente negada pela CFMA (2000). A partir da Dodd-Frank Act, a SEC passou a compartilhar com a CFTC a responsabilidade pela formulação de normas para swaps, incluindo a obrigatoriedade de registro de todos os participantes do mercado, a supervisão de plataformas centralizadas de negociação (*swap execution facilities*) e a imposição de requisitos de margem e garantias. Essas mudanças buscavam reduzir a opacidade característica do mercado de balcão (OTC), criando trilhas de auditoria que permitissem rastrear operações e avaliar riscos sistêmicos. Na prática, operações de CDS que antes podiam ser contratadas bilateralmente, sem registro ou supervisão efetiva, passaram a ser reportadas a repositórios autorizados (*swap data repositories*), permitindo aos reguladores monitorar concentrações de risco e interconexões entre instituições financeiras (ALLEN; LAMSON, 2011).

Essa transformação institucional pode ser interpretada, à luz do neoinstitucionalismo, como um caso de *conversion*, em que estruturas preexistentes são reorientadas para novos fins (MAHONEY; THELEN, 2010). Em vez de criar uma nova agência, o Congresso optou por redirecionar e ampliar a missão da SEC, sinalizando confiança na sua capacidade de adaptação. No entanto, esse processo foi marcado por desafios operacionais, resistências políticas e limitações estruturais, como a dificuldade em recrutar e reter especialistas para lidar com derivativos complexos (BARNARD, 2010), a oposição de parte do setor financeiro a exigências mais rigorosas de transparência e capital (ALLEN; LAMSON, 2011) e a necessidade de coordenar ações com outras agências reguladoras em um cenário de jurisdição fragmentada (SARRA, 2009).

A SEC também foi incumbida de fiscalizar as agências de rating, cujas falhas durante a crise contribuíram para a má precificação de riscos. A Dodd-Frank estabeleceu requisitos de governança, transparência metodológica e responsabilização civil para essas entidades, buscando quebrar o ciclo de incentivos perversos que havia sido amplamente denunciado por analistas e pela FCIC (UNITED STATES, 2011). Essa reconfiguração exigiu da SEC a criação de divisões especializadas e o fortalecimento de sua capacidade técnica.

Outro avanço importante introduzido pela Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010) foi a criação, no âmbito da SEC, do Office of Credit Ratings, responsável por monitorar e investigar as práticas das agências de classificação de risco. A medida buscou institucionalizar mecanismos permanentes de supervisão e restaurar a credibilidade do sistema de avaliação de riscos. A lei também conferiu à SEC novas competências na proteção de investidores e na supervisão de hedge funds, até então praticamente não regulados, ampliando o papel da agência na prevenção de abusos e na mitigação de riscos sistêmicos.

Contudo, conforme argumenta Omarova (2011), a Dodd-Frank não conseguiu eliminar a fragmentação do sistema regulatório norte-americano, tampouco enfrentou os conflitos de jurisdição entre SEC, CFTC, FED e outros órgãos. Isso comprometeu parte da eficácia normativa da reforma e criou sobrecargas institucionais. O excesso de coordenação exigido entre agências tornou a implementação das regras um processo lento e, por vezes, conflitivo, como observado em decisões conjuntas sobre derivativos (ALLEN; LAMSON, 2011).

Em termos políticos, a Dodd-Frank representou uma inflexão institucional significativa, mas que manteve espaços para a influência dos grupos de interesse. A SEC, como órgão historicamente permeável à captura, teve sua autoridade fortalecida, mas permaneceu sujeita a pressões do setor financeiro e a constrangimentos orçamentários. A expansão de competências não veio acompanhada, proporcionalmente, de reforço institucional, o que dificultou a fiscalização efetiva (BARNARD, 2010).

## **6.6 Entre a Legitimidade e o Conflito: a Reação dos Atores Setoriais**

A nova arquitetura regulatória definida pela Dodd-Frank provocou reações imediatas entre os atores do setor financeiro. Bancos de investimento, fundos de cobertura e grandes conglomerados exerceram forte pressão para moldar o conteúdo das normas secundárias e limitar os efeitos da lei. Tal comportamento se enquadra nas dinâmicas de resistência institucional

descritas por Mahoney e Thelen (2010), em que os atores afetados por reformas tentam reinterpretar ou neutralizar suas consequências.

A SEC passou a atuar em um campo de batalha institucional em que seu novo protagonismo era constantemente desafiado. A implementação das regras relativas aos derivativos, por exemplo, foi objeto de disputas prolongadas, com o setor alegando impactos negativos sobre a liquidez e a competitividade internacional. Além disso, o número elevado de lobbies registrados junto à SEC e ao Congresso nos anos seguintes à Dodd-Frank evidencia a tentativa de captura normativa por parte da indústria financeira (SHADAB, 2010).

Apesar das resistências, a SEC adotou estratégias para afirmar sua legitimidade regulatória. Promoveu audiências públicas, reforçou os mecanismos de consulta e buscou parcerias com outras agências e instituições acadêmicas. Esse movimento pode ser interpretado como uma tentativa de reforçar sua posição enquanto "autoridade epistêmica", isto é, uma entidade cujo poder é legitimado por sua expertise técnica e capacidade de coordenar consensos regulatórios (LOWNDES; ROBERTS, 2013).

Entretanto, essa recomposição institucional foi permeada por tensões internas. Como mencionado anteriormente, aumento das atribuições não foi acompanhado por um crescimento proporcional do orçamento da agência, gerando sobrecarga de trabalho e atrasos na implementação de normas. A escassez de recursos humanos qualificados, somada à complexidade das inovações financeiras, limitou o alcance prático das novas competências atribuídas à SEC (DANIELSON, 2009).

Ademais, o modelo de governança imposto pela Dodd-Frank exigia da SEC uma postura mais ativa na regulação macroprudencial, área em que a agência possuía pouca tradição. Como destaca Bair (2009), a transição para um sistema financeiro mais seguro dependia não apenas da criação de novas regras, mas da internalização de uma cultura institucional orientada à prevenção de riscos sistêmicos. Nesse sentido, a SEC precisou adaptar suas estruturas e práticas a um novo ethos regulatório, voltado não apenas à proteção do investidor individual, mas à estabilidade do sistema como um todo.

## **6.7 Entre Mudança e Continuidade Institucional**

A análise da SEC no contexto pós-crise revela um processo de mudança institucional complexo, atravessado por disputas políticas, constrangimentos estruturais e tentativas de

recomposição de legitimidade. A crise de 2008 funcionou como uma janela de oportunidade, conforme definido por Kingdon (2003) e retomado por Pierson (2004), ao criar um ambiente propício para reformas que anteriormente eram politicamente inviáveis.

A reconfiguração da SEC foi marcada por um duplo movimento: de um lado, a ampliação de suas competências e escopo de atuação, em resposta às falhas regulatórias prévias; de outro, a persistência de fragilidades institucionais, como a exposição à captura, os conflitos interagenciais e a limitação de recursos. A Lei Dodd-Frank, embora representativa de um novo paradigma regulatório, encontrou limites práticos em sua implementação e eficácia.

Utilizando os conceitos do neoinstitucionalismo histórico, pode-se afirmar que a mudança na SEC se deu por mecanismos de *conversion* e *layering*, em que novas atribuições foram sobrepostas a estruturas preexistentes, reorientando seus objetivos sem ruptura total com o passado. Esse tipo de transformação, embora menos visível que reformas disruptivas, possui efeitos duradouros sobre a lógica de funcionamento da instituição (MAHONEY; THELEN, 2010).

Em última instância, a trajetória da SEC após 2008 ilustra como momentos de crise podem gerar inflexões institucionais importantes, mas também como a mudança é condicionada por legados organizacionais, pela ação estratégica dos atores e pela estrutura de incentivos políticos. A reforma da SEC não deve ser lida como uma vitória definitiva da regulação estatal sobre o poder financeiro, mas como parte de uma disputa contínua entre interesses econômicos e imperativos públicos, disputa que segue moldando a paisagem institucional norte-americana.

## **7. CONCLUSÃO**

O presente estudo buscou compreender a dinâmica institucional que envolveu a Securities and Exchange Commission (SEC) antes, durante e após a crise financeira de 2008, com foco especial no papel dos CDS e das pressões políticas e econômicas que moldaram a atuação regulatória. A análise realizada permitiu não apenas identificar as falhas e limitações da regulação pré-crise, mas também interpretar as transformações institucionais subsequentes, ressaltando os desafios políticos e técnicos enfrentados pela SEC na tentativa de restabelecer a confiança no sistema financeiro norte-americano.

Um dos principais achados do trabalho foi a constatação de que o ciclo vicioso da captura regulatória se manifestou de forma clara no período pré-crise, alinhado à teoria de Stigler (1971),

segundo a qual reguladores tendem a ser dominados pelos interesses da indústria que supervisionam. Essa captura regulatória pode ser associada, em parte, ao fenômeno conhecido como revolving door, que envolve a circulação frequente de profissionais entre o setor financeiro e cargos regulatórios, potencialmente criando uma proximidade que dificulta a plena autonomia da agência reguladora. Esse cenário criou um ambiente em que políticas públicas e decisões regulatórias foram deliberadamente moldadas para favorecer os interesses das instituições financeiras, em detrimento da estabilidade sistêmica e da proteção do interesse público. A ausência de um controle mais rigoroso sobre os derivativos, especialmente os CDS, exemplifica essa dinâmica, na qual o mercado, considerado autossuficiente, foi deixado à mercê da especulação desenfreada.

Os CDS, conforme analisado, não foram apenas instrumentos financeiros complexos, mas também objetos de uso especulativo que criaram uma camada adicional de risco sistêmico. A falta de transparência, aliada à estruturação desses produtos para funcionarem como apostas sobre a inadimplência de ativos subjacentes, permitiu que atores como hedge funds operassem com conflitos de interesse explícitos, comprando seguros contra instituições das quais também eram financiadores ou parceiros comerciais. Tal situação revelou as falhas institucionais que vão além da simples regulação técnica e se inserem nas disputas de poder e influência que permeiam o campo político e econômico. Assim, a crise evidenciou como uma regulação fragmentada, aliada a interesses setoriais convergentes, pode criar mercados paralelos e opacos, que colocam em risco a saúde financeira global.

A atuação da SEC, enquanto órgão regulador, refletiu a tensão entre o imperativo de autonomia técnica e a pressão política e econômica exercida pelos grupos de interesse. O estudo demonstrou que, mesmo após a crise, a agência enfrentou desafios significativos para consolidar sua autoridade e ampliar sua capacidade regulatória. A Lei Dodd-Frank representou uma tentativa de corrigir algumas dessas falhas estruturais, expandindo as competências da SEC e introduzindo mecanismos para aumentar a transparência e o controle sobre produtos como os CDS. Todavia, a aplicação dessa legislação enfrentou desafios decorrentes das resistências internas e externas ao processo, da complexidade intrínseca dos mercados e das limitações estruturais da agência, como restrições orçamentárias e a escassez de profissionais especializados.

O confronto dos achados com a literatura neoinstitucionalista, especialmente a abordagem de Mahoney e Thelen (2010), permitiu interpretar a mudança institucional da SEC como um processo de transformação gradual, marcado por mecanismos de layering e conversion. Diferentemente de uma ruptura radical, a agência incorporou novas atribuições e ajustou suas práticas dentro da estrutura existente, evidenciando a dependência da trajetória e a influência dos legados organizacionais. Tal processo é consonante com a ideia de que instituições não mudam simplesmente por vontade política, mas por meio de rearranjos e adaptações graduais, condicionados por contextos políticos, econômicos e sociais.

Ao mesmo tempo, a análise revelou que a SEC, apesar de ampliada em suas competências, continua vulnerável aos riscos de captura e à influência dos grupos de interesse, o que coloca em xeque a eficácia plena das reformas pós-crise. Isso aponta para a persistência de uma disputa contínua entre interesses públicos e privados no campo regulatório, em que avanços institucionais são frequentemente contrabalançados por pressões que buscam preservar espaços de autonomia para o setor financeiro. Dessa forma, a estabilidade do sistema financeiro não pode ser garantida apenas por medidas técnicas ou legislativas, mas requer um ambiente político que favoreça a transparência, a accountability e a autonomia regulatória.

Do ponto de vista prático, o estudo sinaliza a necessidade de aprimoramento constante das instituições reguladoras, não apenas por meio do fortalecimento legal, mas pela construção de capacidades técnicas e pela criação de mecanismos de governança que reduzam a dependência da agência em relação aos atores do mercado. É fundamental garantir recursos humanos qualificados e estratégias que limitem a rotatividade prejudicial provocada pela revolving door. Além disso, a cooperação entre diferentes órgãos reguladores precisa ser aprimorada para superar a fragmentação histórica do sistema americano, evitando lacunas e sobreposições que fragilizam a fiscalização.

As limitações deste estudo residem, principalmente, no caráter qualitativo e no recorte institucional específico focado na SEC. Embora essa abordagem tenha permitido uma análise aprofundada das dinâmicas políticas e institucionais, ela não esgota todas as dimensões do problema, como aspectos macroeconômicos mais amplos ou as repercussões internacionais das decisões regulatórias americanas. Também cabe reconhecer que as fontes disponíveis, em sua maioria documentos oficiais, relatórios e literatura secundária, restringem a análise àquilo que foi

registrado formalmente, não capturando plenamente as relações informais e as redes de influência que atuam no backstage regulatório.

Outra dificuldade encontrada é o acesso à documentação e evidências detalhadas acerca das interações entre a legislação e regulação em níveis federal e subnacional nos Estados Unidos. Embora reconheça-se a importância do sistema federativo e as possíveis sobreposições ou conflitos regulatórios entre essas esferas, a escassez de fontes acessíveis e a complexidade de mapear essas dinâmicas impediram uma análise aprofundada desse aspecto. Dessa forma, a pesquisa concentra-se prioritariamente no nível federal, especificamente na atuação da Securities and Exchange Commission (SEC) e do Congresso, ficando as interações com as jurisdições estaduais para investigações futuras.

Por fim, ao investigar como as estruturas e dinâmicas institucionais moldaram a resposta da SEC à crise financeira de 2008, fica evidente que a mudança institucional é um processo intrinsecamente complexo, condicionado por múltiplas forças e interesses. A atuação da SEC durante e após a crise não pode ser vista apenas como uma questão técnica ou legal, mas sim como resultado direto das tensões políticas e das disputas pelo controle em um ambiente regulatório profundamente permeado pela financeirização e pela concentração de poder econômico. A agência, embora dotada de competências legais, frequentemente teve seu desempenho limitado pelas pressões externas que influenciaram suas decisões e prioridades, revelando um conflito estrutural entre autonomia regulatória e captura política. Essa ambivalência mostra que garantir uma regulação eficaz requer mais do que instrumentos formais; demanda enfrentamento das relações de poder que desafiam a soberania estatal e a proteção do interesse público. A trajetória da SEC ilustra as contradições centrais do sistema regulatório americano, apontando para a necessidade de aprofundar a compreensão sobre como instituições reguladoras podem, de fato, responder às crises sem sucumbir a influências que comprometem sua legitimidade e eficácia.

Dessa forma, a crise de 2008 não apenas expôs falhas e vulnerabilidades institucionais, mas também constituiu uma janela de oportunidade para a reconfiguração da regulação financeira. O ciclo vicioso da captura regulatória, a utilização especulativa de instrumentos financeiros complexos e os conflitos de interesse contínuos ilustram que a consolidação de uma regulação eficaz exige não só reformas pontuais, mas um compromisso permanente com a autonomia e a transparência das instituições. Assim, a trajetória da SEC pós-2008 exemplifica



tanto os avanços quanto as persistências de um sistema regulatório que segue em construção, dentro de uma arena política onde o equilíbrio entre interesses públicos e privados permanece em constante negociação.

## Referências Bibliográficas

ADRIAN, T.; SHIN, H. S. The shadow banking system: implications for financial regulation in *The Future of Financial Regulation, Financial Stability Review*. Banque de France. 2009.

ALLEN, H.; LAMSON, D. SEC and CFTC joint rulemakings under Dodd-Frank: a regulatory odd couple?. *Banking Report* (BNA), v. 43, 2011. Disponível em: [https://digitalcommons.wcl.american.edu/facsch\\_lawrev/1870/](https://digitalcommons.wcl.american.edu/facsch_lawrev/1870/). Acesso em: 18 jul. 2025.

ALTHUSSER, L. *Ideologia e Aparelhos Ideológicos do Estado*. Editorial Presença. 1980.

AUSTIN, D. A; MILLER, R. S. Treasury Securities and the U.S. Sovereign Credit Default Swaps Market in *Congressional Research Service*. 2011.

BAIR, S. C. Managing the transition to a safer financial system in *The Future of Financial Regulation, Financial Stability Review*. Banque de France. 2009.

BARNARD, J W., Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission (December 8, 2009). *University of Pittsburgh Law Review*, 2010, William & Mary Law School Research Paper No. 09-19, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1520697>.

C-SPAN. *Bush On Economic Crisis*. [S. l.]: YouTube, 25 set. 2008. 1 vídeo (13:14). Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=1SFz6AsUUrQ>>. Acesso em: 15 jul. 2025.

C-SPAN. *Treasury Sec. Paulson Statement to Financial Services Cmte.*. [S. l.]: YouTube, 24 set. 2008. 1 vídeo (8:48). Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=SvF4r03MCQQ>>. Acesso em: 15 de set. 2008.

C-SPAN. *Troubled Asset Relief Program Report*. [S. l.]: YouTube, 28 de Dez. 2010. 1 vídeo (2:37:59). Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=UxyrOQKiA1M>>. Acesso em: 15 jul. 2025.

DANIELSON, J. On the efficacy of financial regulations in *The Future of Financial Regulation, Financial Stability Review*. Banque de France. 2009.

DI CESARE, A. and GUAZZAROTTI, G. An Analysis of the Determinants of Credit Default Swap Spread Changes Before and During the Subprime Financial Turmoil (March 22, 2010).

*Bank of Italy Temi di Discussione* (Working Paper) No. 749, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1670045>

DUQUERROY, A.; GAUTHIER, N.; GEX, M. Credit default swaps and financial stability: risks and regulatory issues in *The Future of Financial Regulation, Financial Stability Review*. Banque de France. 2009.

ESTADOS UNIDOS. *Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act)*. Public Law 73-66, 48 Stat. 162, 16 June 1933.

ESTADOS UNIDOS. *Commodity Futures Modernization Act of 2000*. Public Law 106-554, 114 Stat. 2763A-365, 21 Dec. 2000.

ESTADOS UNIDOS. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Public Law 111-203, 124 Stat. 1376, 21 July 2010.

ESTADOS UNIDOS. *Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (Troubled Asset Relief Program – TARP)*. Public Law 110-343, 122 Stat. 3765, 3 Oct. 2008.

ESTADOS UNIDOS. *Gramm-Leach-Bliley Act*. Public Law 106-102, 113 Stat. 1338, 12 Nov. 1999.

FERGUSON, C.. *Inside Job*. Sony Pictures Classics, 2010. Documentário (1h48min).

JANN, W.; WEGRICH, K. The theory of the policy cycle. In: FISCHER, Frank; MILLER, Gerald T.; SIDNEY, Mara S. (orgs.). *Handbook of public policy analysis*. Boca Raton: CRC Press, 2007. p. 43-62.

LOWNDES, V.; ROBERTS, M. *Why institutions matter: the new institutionalism in political science*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2013.

MAHONEY, J.; THELEN, K. *Explaining institutional change: ambiguity, agency, and power*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

McCOY, P. A.; PAVLOV, A. D.; WACHTER, Susan M. Systemic risk through securitization: the result of deregulation and regulatory failure. *Connecticut Law Review*, v. 41, p. 493-541, maio 2009. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1367973>. Acesso em: 18 jul. 2025.

MOHAN, R. Emerging contours of financial regulation: challenges and dynamics in *The Future of Financial Regulation, Financial Stability Review*. Banque de France. 2009.

MOSCA, G. *Elementos de Ciência Política*. Tradução de José Paulo Netto. São Paulo: Editora UNESP, 1985.

OMAROVA, S. T. The Dodd-Frank Act: a new deal for a new age?. *North Carolina Banking Institute*, [s. l.], v. 15, p. 83-163, mar. 2011. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1023>. Acesso em: 20 jul. 2025.

PARETO, V. *Tratado de Sociologia Geral*. Tradução de Milton Santos. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1978.

PIERSON, P. *Politics in time: history, institutions, and social analysis*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

PUTNAM, R. D. *Making democracy work: civic traditions in modern Italy*. Princeton: Princeton University Press, 1993.

SARRA, J. P. Financial market destabilization and the role of credit default swaps: an international perspective on the SEC's role going forward. *University of Cincinnati Law Review*, Cincinnati, v. 78, n. 2, p. 629-656, 2009.

SHADAB, H. B., Counterparty Regulation and Its Limits: The Evolution of the Credit Default Swaps Market (March 23, 2010). *New York Law School Law Review*, Vol. 54, No. 2, 2009/10, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1558625>

SHEPSLE, K. *Analyzing Politics: Rationality, Behavior, and Institutions: Rationality, Behavior, and Institutions*. W. W. Norton & Company; 2nd edition. 2010.

STIGLER, G. J. The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, n. 1, p. 3-21, spring 1971. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003160>. Acesso em: 1 mar. 2023.

TEED, D. G. Legislation of Ethics in the Early Years of the Securities and Exchange Commission in *Review of Business and Finance Studies*, Volume 4 number 2. Troy University. 2013.

THE WALLSTREET JOURNAL. *The 2008 Financial Crisis: Explaining the Start*. [S. l.]: YouTube, 16 de ago. 2017. 1 vídeo (2:26). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=zkl8na9gE8>. 15 de jul. 2025.

TOPHAM, W. S. Re-regulating “financial weapons of mass destruction,” observations on repealing the Commodity Futures Modernization Act and future derivative regulation. *Washington Law Review*, v. 85, n. 1, p. 133-161, 2010. Disponível em: <https://my.willamette.edu/site/law-journals/pdf/volume-47/wlr-47-1-topham.pdf>. Acesso em: 17 jul. 2025.

UNITED STATES. House. Committee on Financial Services. *Proceedings of the Hearing before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 112th Congress, Serial No. 112-56*. Washington, D.C.: U.S. Government Publishing Office, 2011. Hearing on The Final Report from the Financial Crisis Inquiry Commission, 16/02/2011, 112th Cong. Serial No. 112-56. PDF. Disponível em: <https://www.congress.gov/112/chrg/CHRG-112hhrg64556/CHRG-112hhrg64556.pdf>. Acesso em: 17 jul. 2025.

UNITED STATES. Congressional Oversight Panel. *Accountability for the Troubled Asset Relief Program*. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, Jan. 2009. Disponível em: <https://www.loc.gov/item/2023694257/>. Acesso em: 23 jul. 2025.