

Recebido 22.08.2025

Aprovado 01.04.2026

v. 22 2026

ISSN 2317-6172

<https://doi.org/10.1590/2317-6172202624>

ARTIGOS

Finanças verdes em democracias em chamas: como as políticas financeiras climáticas podem sobreviver ao negacionismo ambiental?

Mario Gomes Schapiro¹ 

RESUMO Este artigo tem como objetivo avaliar desenhos institucionais resilientes à emergência de políticas negacionistas climáticas no segmento financeiro durante governos com propensão autoritária. Para isso, analisa a governança decisória de duas burocracias econômicas decisivas para as políticas climáticas brasileiras: o Banco Central do Brasil (BCB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os achados confirmam a hipótese de trabalho de que a autonomia administrativa da burocracia pode desempenhar papel de contrapeso ao populismo negacionista climático. O artigo mostra que o BCB, dotado de um regime de autonomia operacional, contou com maior resolutividade em sua atuação prudencial verde, implementando novas agendas verdes mesmo no governo Bolsonaro – um governo negacionista climático. No mesmo período, o BNDES, assentado em um regime de maior liberdade decisória para o governo, apresentou uma reversão de suas políticas financeiras climáticas. No entanto, há um limite para essa fórmula institucional: burocracias autônomas têm mandatos mais estreitos e, com isso, promovem políticas verdes menos ambiciosas e transformadoras. Isto é, embora o BCB tenha sido mais resiliente que o BNDES, o tipo de política implementada é também menos transformador, tratando-se de uma política de caráter prudencial. A transformação ecológica requer ações de maior envergadura, para as quais os mandatos estreitos típicos das soluções de autonomia burocrática são menos adequados.

PALAVRAS-CHAVE Governança decisória; finanças verdes; BNDES; Banco Central; mudança climática.

1. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, São Paulo, Brasil | <https://orcid.org/0000-0003-4136-4516>

Green Finance in Burning Democracies: How Can Climate Financial Policies Survive Environmental Denialism?

Finanzas verdes en democracias en llamas: ¿Cómo pueden las políticas financieras climáticas sobrevivir al negacionismo ambiental?

ABSTRACT This article aims at assessing which institutional design can be more resilient to the emergence of climate denialist policies, in governments with an authoritarian tendency. It analyzes the decision-making governance of two economic bureaucracies decisive for Brazilian climate policies—the Central Bank of Brazil (BCB) and the National Bank for Economic and Social Development (BNDES). The findings confirm the hypothesis that the bureaucracy’s administrative autonomy can play a counterweight role to climate denialist populism. The article shows that the BCB, which has had a regime of operational autonomy, has had greater resoluteness in its green prudential action, implementing new green agendas even in the Bolsonaro government—a climate denialist government. Instead, BNDES, which relies on a regime of greater decision-making freedom for the government, presented a reversal of its climate policies. However, this institutional formula has its limits: autonomous bureaucracies tend to have narrower mandates and, as a result, pursue less ambitious and transformative green policies. In other words, although the BCB has proven more resilient than the BNDES, its innovative policies are also less transformative—they are primarily prudential in nature. Ecological transformation requires broader, large-scale actions, which makes the narrow mandates typical of autonomous bureaucracies less suitable for such purposes.

KEYWORDS Decision-making governance; green finance; BNDES; Central Bank; climate change.

RESUMEN El objetivo de este artículo es evaluar diseños institucionales resilientes frente a la emergencia de políticas negacionistas climáticas en el ámbito financiero durante gobiernos con propensión autoritaria. Para ello, analiza la gobernanza decisoria de dos burocracias económicas decisivas para las políticas climáticas brasileñas: el Banco Central de Brasil (BCB) y el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES). Los hallazgos confirman la hipótesis de trabajo de que la autonomía administrativa de la burocracia puede desempeñar un papel de contrapeso frente al populismo negacionista climático. El artículo muestra que el BCB, dotado de un régimen de autonomía operacional, presentó mayor capacidad resolutoria en su actuación prudencial verde, implementando nuevas agendas verdes incluso durante el gobierno de Bolsonaro —un gobierno negacionista climático. En el mismo período, el BNDES, asentado en un régimen de mayor libertad decisoria para el gobierno, experimentó una reversión de sus políticas financieras climáticas. No obstante, existe un límite para esta fórmula institucional: las burocracias autónomas poseen mandatos más estrechos y, con ello, promueven políticas verdes menos ambiciosas y transformadoras. Es decir, aunque el BCB haya sido más resiliente que el BNDES, el tipo de política implementada es también menos transformadora, tratándose de una política de carácter prudencial. La transformación ecológica requiere acciones de mayor envergadura, para lo cual los mandatos limitados, típicos de las soluciones de autonomía burocrática, resultan menos adecuados.

PALABRAS CLAVE Gobernanza decisoria; finanzas verdes; BNDES; Banco Central; cambio climático.

A Revista Direito GV adota a licença Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY), exceto onde estiver expresso de outro modo, permitindo-se cópias e reproduções, em qualquer meio ou formato, sem restrições, desde que o trabalho original seja corretamente citado. Autores de textos publicados pela Revista Direito GV mantêm os direitos autorais de seus trabalhos.

Introdução¹

Há duas crises contemporâneas na esfera pública global que, individualmente consideradas, são desafiadoras, e, combinadas, podem gerar mecanismos de autor-reforço de difícil superação. Trata-se da crise climática e da crise das democracias. A crise climática é decorrente do aumento exponencial da emissão de gases de efeito estufa na atmosfera desde a Revolução Industrial, um problema cuja solução demanda políticas públicas voltadas a mitigar a emissão dos gases e a adaptar as sociedades aos efeitos climáticos já inexoráveis (IPCC, 2018).² Já a crise das democracias é um fenômeno de múltiplas causas, cujo sintoma transparece na profusão de regimes autocráticos suplantando governos amparados nas liberdades, no respeito às minorias e na prestação de contas.³ Um levantamento de 2020 do projeto “Variedades de democracia” aponta que, em 2019, pela primeira vez desde 2001, o número de governos autocráticos havia superado o número de governos democráticos no mundo – um dado que corrobora uma já extensa literatura acadêmica que aponta um recesso democrático em diversos países (V-Dem Institute, 2020).⁴ Ambas as crises, embora de origens distintas, têm crescentemente se imbricado e constituído reciprocamente complementaridades políticas e institucionais. Afinal, as políticas ambientais e climáticas têm sido um alvo preferencial de lideranças populistas autoritárias, que atuam deliberadamente para esmorecer as medidas de contenção ao aquecimento global e as medidas de preservação ambiental de forma geral, como discutido por Darian-Smith (2022).⁵

Este artigo toma a eventual complementaridade entre agendas negacionistas climáticas e a emergência de governos autocráticos como um problema político que pode se tornar recorrente. É significativo que, em menos de uma década após o Acordo de Paris, os Estados Unidos tenham denunciado duas vezes o tratado sob a presidência de Donald Trump, em seu primeiro e seu segundo mandatos; que a Austrália tenha reeleito, durante 2019, uma coalizão conservadora liderada por Scott Morrison, um opositor declarado da agenda climática global; e que o governo do presidente Bolsonaro, no Brasil, tenha favorecido iniciativas contrárias às políticas ambientais e climáticas (Araújo, 2020; Darian-Smith, 2022).

-
1. O autor agradece à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp) (Auxílio Regular, Processo n. 2024/19021-2) pelo apoio financeiro à pesquisa que gerou este artigo.
 2. Segundo o relatório do Painel Intergovernamental sobre Mudança Climática (IPCC, 2018, tradução nossa), “estima-se que as atividades humanas tenham causado aproximadamente 1,0 °C de aquecimento global acima dos níveis pré-industriais, com uma variação provável de 0,8 °C a 1,2 °C. É provável que o aquecimento global atinja 1,5° C entre 2030 e 2052, se continuar a aumentar no ritmo atual. (alta confiança)”.
 3. Sobre o recesso democrático, ver, entre outros, Bauer *et al.* (2021); Levitsky; Ziblatt (2019); Lotta *et al.* (2024); Scheppele (2018).
 4. Por exemplo, Bauer *et al.* (2021); Levitsky; Ziblatt (2019); Lotta *et al.* (2024); Scheppele (2018).
 5. Ver também, a esse respeito, Bersch; Lotta (2024).

Tendo esse cenário como premissa de análise, o artigo volta-se a avaliar em que medida a governança das burocracias⁶ encarregadas de formular e implementar políticas financeiras climáticas pode garantir resiliência a essas políticas mesmo diante de governos com propensão autoritária e avessos à agenda climática. Isto é, diante do recesso democrático-ambiental em virtude da ascensão de governos negacionistas, dotados da inclinação autoritária de contrariar consensos técnico-científicos, em que medida o desenho institucional das burocracias pode garantir resiliência para as políticas verdes?

O artigo analisa, em particular, se a autonomia da burocracia, ao garantir independência política ao corpo funcional do Estado, oferece proteção para políticas climáticas diante de governos cuja agenda seja contrária a tais medidas. As políticas climáticas examinadas são as de caráter financeiro, a cargo do sistema bancário, também conhecidas sob a rubrica de políticas de “banco central verde”⁷. Trata-se de um conjunto de medidas adotadas pelas burocracias econômicas dedicadas tanto a proteger os sistemas financeiros dos riscos climáticos como a impulsionar o financiamento da transição ecológica. Estão encarregados dessas políticas financeiras os bancos centrais, os bancos públicos e as burocracias regulatórias dos sistemas bancários dos países (Gabor; Braun, 2025). É um conjunto estratégico de políticas, já que lidam com a regulação dos sistemas financeiros e com a alocação de seus recursos na economia.

Embora formulada no contexto da sobreposição das crises climáticas e democráticas, a pergunta deste artigo dialoga também com uma tradicional linha de pesquisa voltada a analisar as relações entre políticos e burocratas e a forma como o Direito disciplina os correspondentes arranjos institucionais (Mashaw, 2006; Olivieri, 2011; Rose-Ackerman, 2010). O debate de fundo nessa linhagem de trabalhos é sobre a tensão entre a representação política dos eleitores e de suas preferências e a capacidade administrativa dos governos de implementar políticas públicas efetivas para a população. Nesse contexto, o empoderamento da burocracia pode favorecer a *expertise* técnica e a capacidade de implementar políticas efetivas, mas à custa de enfraquecer as escolhas e as preferências da maioria, como ilustra a literatura sobre bancos centrais independentes (Tucker, 2018). O fortalecimento dos políticos, por sua vez, pode dar vazão às preferências da maioria, mas ao custo de desajustes na implementação das políticas, quando não de uma prioridade para medidas de curto em detrimento do longo prazo, como indicam os casos de predação política das estratégias de desenvolvimento de longo prazo (Evans, 1995).

6. Para os propósitos deste artigo, o sentido de burocracia é o de órgão de Estado, isto é, uma estrutura formal de poder administrativo; não tem, portanto, conotação pejorativa, referente a custos processuais, ritos excessivos e atrasos decorrentes de cacofonias estatais.

7. Sobre banco central verde, ver Dikau; Volz (2021); Quorning (2024).

A questão climática tratada neste artigo insere-se nessa tensão entre políticos e burocratas, mas adiciona novos problemas de análise. O primeiro deles refere-se ao fato de que a crise da democracia permite a emergência de políticos menos afeitos à prestação de contas com base em critérios racionais. O populismo, entendido como um desvio da democracia liberal (Mukand; Rodrik, 2020), representa um tipo de governo cuja legitimidade não decorre da qualidade e da fundamentação das políticas públicas, e sim da capacidade de identificação, muitas vezes sentimental, entre políticos e seus constituintes. Isso, por si só, torna a relação entre políticos e burocratas mais difícil, já que há uma assimetria de racionalidades potencialmente maior entre ambos. O segundo ponto é que a questão climática também agudiza as tensões entre a política e as políticas públicas, uma vez que não se pode presumir uma transmissão adequada de preferências entre constituintes eleitorais e ações governamentais. Afinal, uma parte expressiva da clientela da política climática é formada por cidadãos que ainda não são eleitores ou sequer nasceram. Em outras palavras, as políticas climáticas enfrentam um problema de inconsistência intertemporal – a tragédia dos horizontes (Carney, 2015)⁸ –, que, por sua vez, é agravado pela emergência do populismo e por sua atenção a ações imediatistas, de forte galvanização.

Para analisar essas questões e, fundamentalmente, avaliar em que medida o desenho institucional da burocracia pode permitir uma salvaguarda à imbricação de ambas as crises, a democrática e a climática, o artigo realiza um estudo de caso de duas burocracias econômico-financeiras brasileiras decisivas para as políticas financeiras climáticas: o Banco Central do Brasil (BCB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Ambas as burocracias desempenham papel-chave na Política Nacional sobre Mudança do Clima (Lei n. 12.187/2009 [Brasil, 2009]), embora apresentem funções diferentes e sejam governadas segundo desenhos institucionais simétricos no que tange às relações entre políticos e burocratas – o que permite uma adequada comparação. Enquanto o BCB conta com autonomia operacional e, desde 2001, com independência legal do Executivo, o BNDES, embora dotado de corpo funcional profissional recrutado por processos meritocráticos, está inserido na cadeia de comando do Executivo.

Ao BCB compete a regulação bancária prudencial, isto é, o estabelecimento de regras sobre a necessidade de capitalização dos bancos em função dos riscos a que estão expostos. Em diversos países, a regulação prudencial tem crescentemente incorporado danos ambientais e climáticos como elementos de risco para o sistema financeiro, determinando, pois, que os bancos estabeleçam reservas de capital específicas para mitigá-los (Bolton *et al.*, 2020; Schapiro, 2022). Trata-se não só de uma boa prática prudencial, mas

8. Em um famoso discurso em 2015, o então presidente do Banco Central da Inglaterra (e hoje primeiro-ministro do Canadá), Mark Carney, apresentou a ideia de tragédia dos horizontes ao tratar da crise climática. Fazia alusão ao fato de que haveria uma assimetria temporal nessa crise, já que os prejudicados por ela estão fora do horizonte daqueles que hoje tomam as decisões capazes de impactá-la.

também de uma política regulatória que pode influenciar indiretamente a transição climática ao tornar mais caro o financiamento da economia vinculada ao carbono (Schapiro, 2022).

Além do banco central, economias em desenvolvimento também costumam contar com a atuação de bancos públicos, os quais, via de regra, encarregam-se do financiamento de atividades de longo prazo e de maior risco. No Brasil, esse é o caso do BNDES, que, desde o segundo pós-guerra, tem ocupado um papel de relevo no financiamento das atividades produtivas. É de se supor, portanto, que o BNDES seja mais uma vez protagonista de uma agenda de transição, desta vez orientada para as adaptações e mitigações climáticas – investimentos de longo prazo e com riscos financeiros.

Diante disso, o artigo procura avaliar em que medida o desenho institucional que conforma a governança decisória do BNDES e do BCB os habilita a superar a inconsistência intertemporal que informa as políticas climáticas em contextos políticos adversos. A comparação proposta leva em conta que são órgãos com finalidades diferentes, mas o objeto da análise não são os resultados de suas políticas, e sim seus desenhos institucionais. Em outras palavras, a comparação é sobre os *inputs*, e não diretamente sobre os *outputs* de ambas essas burocracias, que, de igual modo, ocupam a cúpula do sistema financeiro nacional.

Dadas as premissas de análise do estudo, a hipótese é a de que a autonomia da burocracia, estabelecida por meio de garantias formais e informais, favorece a adoção de políticas que contam com o apoio da comunidade epistêmica, ainda que estas estejam desalinhadas da orientação governamental. Em contrapartida, burocracias com menor autonomia tendem a seguir comandos políticos, mesmo quando estes contrariam o conhecimento prevalente nas comunidades epistêmicas. O artigo, portanto, trabalha com a hipótese de que a autonomia administrativa da burocracia pode desempenhar um papel de contrapeso ao populismo negacionista climático, tornando as relações entre políticos e burocratas menos sujeitas a oscilações políticas e ideológicas.

Espera-se, assim, que, mesmo detendo um mandato de atuação restrito, vinculado à regulação bancária, o Banco Central tenha implementado políticas verdes de forma mais consistente e perene do que o BNDES, a despeito da vocação do banco de desenvolvimento para promover novos setores e de sua maior liberdade para definir agendas de financiamento. No entanto, como discutido na conclusão, há um limite para a solução institucional baseada na autonomia. Como a autonomia tem como correspondente a limitação do mandato, pois, do contrário, pode-se estabelecer um problema significativo de legitimidade democrática, as políticas verdes podem ficar restritas a um conjunto de medidas que, embora resilientes – dada a autonomia –, têm um escopo muito limitado para promover a transição ecológica.

Para percorrer essa análise, o artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução. A primeira seção apresenta uma revisão sucinta da literatura sobre mudança climática, bancos centrais verdes e crise da democracia. A segunda seção apresenta o marco analítico, que é um desdobramento da hipótese de pesquisa, e descreve como a pesquisa foi conduzida. A terceira seção examina os casos do BCB e do BNDES. A última seção discute os resultados e pondera o eventual *trade-off* existente entre arranjos institucionais que são mais resilientes, porém dotados de menor amplitude política (mandatos estreitos), e arranjos de maior amplitude política, porém menos resilientes, justamente por estarem mais sujeitos a oscilações de governo.

1. Mudança climática, bancos centrais verdes e democracias em chamas

Com a celebração do Acordo de Paris, em 2015 (ONU, 2015), a emergência climática passou a receber maior atenção da comunidade de países e da sociedade civil internacional. Mais ambicioso que seus antecessores, notadamente o Protocolo de Kyoto, o Acordo de Paris estabeleceu a meta substantiva de “manter a temperatura média global abaixo dos 2º C e envidar esforços para limitar esse aumento a 1,5º C em relação aos níveis pré-industriais” (ONU, 2015). De acordo com as melhores evidências científicas disponíveis, o patamar de aquecimento da terra em até 2º C, e, desejavelmente, em até 1,5º C, seria um limiar máximo a partir do qual os efeitos da crise climática poderiam se tornar imprevisíveis e ingovernáveis.⁹ Para a consecução desse objetivo, o acordo introduziu a disciplina de um tema incontornável – as finanças. O seu art. 2º, I, “c”, estipula que as partes signatárias do acordo se obrigam a “tornar os fluxos financeiros compatíveis com uma trajetória rumo a um desenvolvimento de baixa emissão de gases de efeito estufa e resiliente à mudança do clima” (ONU, 2015, p. 8).

A regra gerou consequências. Desde a sua celebração, tem sido crescente o número de reformas regulatórias em bancos centrais e agências reguladoras financeiras com vistas a redirecionar suas atuações para que estas se tornem consistentes com a emergência climática (Dikau; Volz, 2021; Quorning, 2024). É o caso, por exemplo, da União Europeia, que instituiu uma abrangente regulação para a padronização de investimentos verdes.¹⁰ Trata-se de uma taxonomia de investimentos, cujo propósito é diferenciar alocações financeiras consistentes com os objetivos verdes daquelas que, embora assim pareçam, pouco ou

9. Ver, sobre isso, o relatório do painel intergovernamental sobre mudança climática (IPCC, 2018).

10. Sobre a taxonomia europeia, ver European Commission (2026).

nada contribuem para os objetivos do acordo. Outras iniciativas têm procurado reforçar as capacidades estatais e os mandatos de atuação dos reguladores, como ocorreu com a reforma realizada pelo governo inglês. Em 2021, o ministro das Finanças do Reino Unido aprovou uma mudança no mandato do Banco Central inglês para habilitar a autoridade monetária a atuar em temas associados ao risco climático.¹¹ Reagindo de forma mais lenta, o Banco Central dos Estados Unidos (FED) deu seus primeiros passos na configuração de uma agenda climática com a posse do governo Biden, quando estabeleceu um grupo de trabalho para a avaliação de riscos e a recomendação de medidas relativas ao aquecimento global.¹² Os países em desenvolvimento também têm caminhado nessa direção, adotando novas medidas prudenciais e estipulando políticas de direcionamento do crédito para os propósitos de mitigação e de adaptação climáticas (Dikau; Ryan-Collins, 2017).

Em paralelo às agendas reformistas domésticas, o Acordo de Paris também tem servido como plataforma para a emergência de redes regulatórias transnacionais. Em 2017, sob a liderança do Banco Central da França, foi constituída a rede transnacional Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) (Helleiner *et al.*, 2024),¹³ iniciativa que congrega banqueiros centrais e reguladores financeiros e destina-se a gerar conhecimento e a balizar políticas regulatórias climáticas no segmento financeiro. Criada dois anos após a celebração do acordo por um grupo exíguo de dez bancos centrais, a NGFS já conta com mais de cem reguladores e autoridades monetárias nacionais, incluindo os principais bancos centrais do mundo, como o Banco Central da China e o Banco Central Europeu (Helleiner *et al.*, 2024; Schapiro, 2022). Na mesma linha, o Financial Stability Board, organização que reúne as autoridades do Grupo dos Vinte (G-20) e que foi estabelecida após a crise de 2008 para monitorar a estabilidade dos sistemas financeiros, instituiu uma força-tarefa para promover taxonomias sobre os investimentos verdes. Semelhante à iniciativa europeia, o objetivo da força-tarefa é oferecer parâmetros regulatórios comuns aos países e, assim, coibir os financiamentos verdes de fachada, o chamado *greenwashing* (TCFD, 2026).

A agenda de bancos centrais verdes ganhou um novo e definitivo capítulo com a entrada do BIS (Bank of International Settlements), conhecido como o banco central dos bancos centrais, no jogo da governança climática. Em um influente relatório publicado em 2020 (Bolton *et al.*, 2020), formuladores de política vinculados ao BIS descortinaram os riscos que a crise climática oferece para os sistemas financeiros e discutiram, ainda, os papéis que bancos centrais e as agências estatais devem desempenhar para debelar tais riscos. Com o sugestivo título de “Cisne Verde”, em alusão ao jargão econômico “Cisne

11. Ver Bank of England (2021).

12. Sobre isso, ver Claire Jones (2021).

13. Ver, também, NGFS (2026).

Negro”, usualmente utilizado para descrever a erupção de crises econômicas inesperadas, o relatório do BIS explica que efeitos climáticos adversos podem causar a destruição física de ativos econômicos, o que, por sua vez, pode levar à inadimplência de financiamentos e também causar prejuízos para a indústria de seguros. A mudança climática também representaria ameaças ao sistema financeiro, porque a reversão dos atuais investimentos em carbono pode gerar perdas econômicas expressivas (Schapiro, 2022).

A constituição global da agenda financeira climática e as sucessivas iniciativas regulatórias destinadas a evitar o “cisne verde” não têm implicado, todavia, fórmulas únicas. Como explica a literatura reunida sob a rubrica de *variedades de capitalismos* (Hall; Soskice, 2001; Schneider, 2013), a despeito da globalização de mercados e da difusão de políticas, as diferenças nacionais têm persistido em diversos segmentos, como é o caso da arquitetura financeira. Essa mesma diversidade se verifica também na governança das finanças verdes. Embora o Acordo de Paris tenha estabelecido as bases para a difusão global da ideia de bancos centrais verdes, o sentido do que venha a ser um banco central verde depende dos contextos nacionais.

Em países em desenvolvimento, por exemplo, a organização das finanças apresenta alguma sobreposição entre o papel regulador dos bancos centrais e a atuação dos bancos públicos no direcionamento do crédito. Tais países contam não apenas com a atuação regulatória de seus bancos centrais, como também se valem de uma expressiva participação de bancos públicos e de mecanismos estatais de direcionamento do crédito, notadamente nas operações de longo prazo (Nölke, 2018; Schapiro, 2021). É o caso de Bangladesh, discutido por Dikau e Ryan-Collins (2017), que adotou políticas financeiras de mitigação climática que estipularam que os bancos devem alocar 5% do total de seus empréstimos para investimentos associados à redução de emissões. Na mesma linha, a Índia determinou como prioridade do sistema financeiro o financiamento de energia renovável, ao passo que a China tem amplamente utilizado o Banco de Desenvolvimento chinês e taxas de juros mais favoráveis para o financiamento da transição verde (Dikau; Ryan-Collins, 2017).

A abrangência da noção de banco central verde para também incluir o direcionamento do crédito amplifica, por sua vez, o desafio institucional da governança das políticas financeiras climáticas. Isso porque o lado reverso da emergência climática é a existência de uma assimetria temporal entre as decisões presentes e os efeitos futuros, o que pode desincentivar a adoção das políticas adequadas. Como explica o ex-presidente do Banco Central do Reino Unido e ex-enviado especial da Organização das Nações Unidas (ONU) para finanças e mudança climática, Mark Carney (2015), a questão climática envolve uma *tragédia de horizontes*. Isso porque a solução da crise climática depende de decisões tomadas por atores que hoje detêm poderes de decisão, mas que não sentirão os efeitos futuros

de suas próprias decisões. A consequência, descreve Carney (2015), é um desincentivo para que as medidas mais acertadas sejam adotadas no tempo necessário. Em suma, em razão dos custos associados à desmobilização da economia de carbono e à criação de infraestruturas de adaptação, tomadores de decisão tendem a incorrer em uma nova forma de negacionismo: o atraso das medidas custosas, porém indispensáveis. No caso dos países em desenvolvimento, a tragédia de horizontes pode afetar tanto a regulação prudencial como o desempenho verde dos bancos públicos.

O ponto crucial é que as democracias em chamas amplificam o problema da tragédia dos horizontes (Darian-Smith, 2022). A ideia de uma democracia em chamas procura descrever uma conjuntura política em que governos antipáticos à agenda climática valem-se de suas posições de poder para vetar a adoção de novos programas e medidas, bem como para conter a implementação de políticas já existentes de mitigação e adaptação ao aquecimento global, como indicam Bersch e Lotta (2024). A emergência de líderes negacionistas que recusam as instâncias climáticas de *accountability*, notadamente internacionais, e flertam com agendas domésticas autoritárias é, tal qual a crise do clima, um fenômeno global, como explica Darian-Smith (2022) em um trabalho que compara os casos do Brasil, da Austrália e dos Estados Unidos. As democracias em chamas acirram o conflito intertemporal das políticas climáticas, na medida em que o governo tende a atuar contra a burocracia do Estado, limitando ou dificultando a implementação das políticas verdes para, com isso, obter ganhos econômicos de curto prazo, via de regra associados a setores econômicos vinculados a elevados passivos ambientais.¹⁴

Embora a literatura identifique com clareza a relação política entre governos negacionistas e a preferência pela descontinuidade das políticas climáticas (Bersch; Lotta, 2024), ela não avançou adequadamente quanto à avaliação dos desenhos institucionais mais ou menos resilientes à emergência de democracias em chamas. Se a crise da democracia persistir e favorecer o surgimento de líderes negacionistas, que tipos de arranjos institucionais de bancos centrais verdes tendem a oferecer maior proteção à tragédia dos horizontes? A autonomia é uma condição necessária e suficiente?

2. Marco analítico e desenho da pesquisa

Este artigo pretende avaliar em que medida a governança da burocracia habilita a implementação de políticas climáticas em um contexto adverso, qual seja, o de uma democracia em chamas. Por governança da burocracia, entende-se a cadeia de delegação,

14. Ver, no caso brasileiro, Bersch; Lotta (2024).

comando e responsabilização na qual a burocracia e suas políticas de financiamento verde estão inseridas.¹⁵ A governança decisória da burocracia pode contar com maior discricionariedade ou estar sujeita a uma vinculação legal previamente estabelecida (Huber; Shipan, 2012; Schapiro, 2017). No primeiro caso, o conteúdo da decisão administrativa é sujeito à escolha política, ou seja, a burocracia atua como uma correia de transmissão das preferências e escolhas das autoridades do Executivo. No segundo caso, a atuação da burocracia é previamente balizada, usualmente por lei, mas também por disposições infralegais, como decretos, que estipulam um mandato para a sua atuação. A atuação da burocracia nesse caso é, pois, menos porosa aos desígnios do Executivo, devendo seus agentes observar os mandatos estabelecidos, com um âmbito restrito, e prestar contas de suas atividades nos termos das atribuições correspondentes (Huber; Shipan, 2012; Schapiro, 2017).

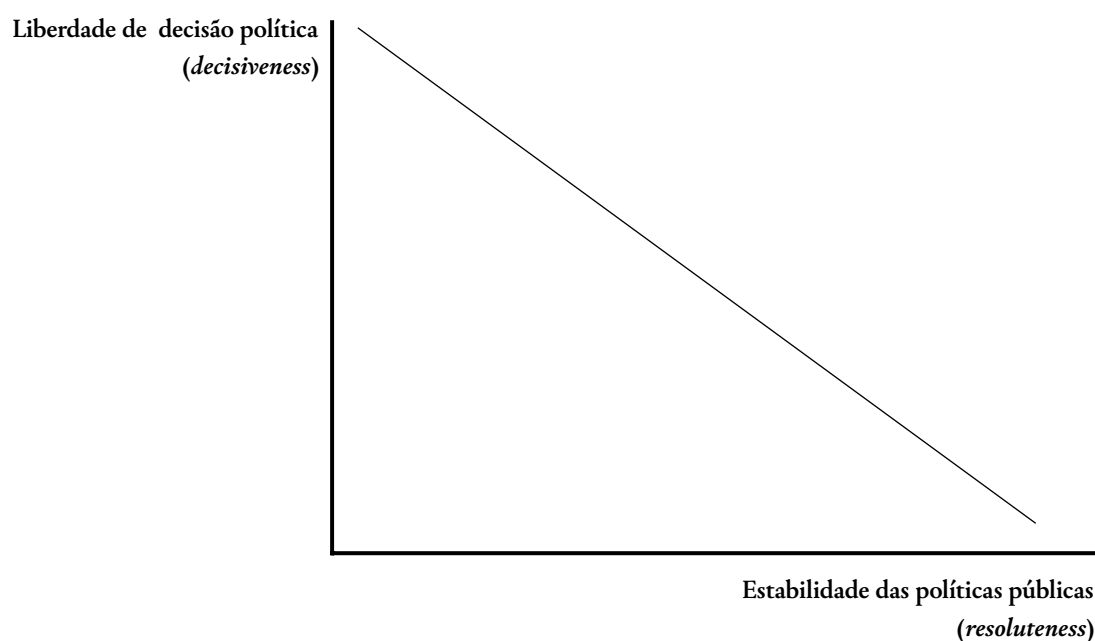
A rigor, as configurações estabelecidas entre políticos e burocratas revelam diferentes alternativas de organização dos governos e de responsabilização dos tomadores de decisão, o que implica, por sua vez, distintas modalidades de política pública. Temas atribuídos ao sistema político e sujeitos ao *accountability* eleitoral procuram endereçar as preferências da maioria, que, se não atendida, pode punir o governo com um resultado eleitoral negativo (Mashaw, 2006). Em contrapartida, há decisões que, ainda que importem à maioria ou afetem minorias, são deslocadas para a decisão de especialistas e para os respectivos mecanismos de prestação de contas. Nesse caso, o propósito é garantir decisões tecnicamente consistentes e evitar respostas cesaristas insensatas que, embora possam agradar a maioria no curto prazo, tendem a gerar prejuízos futuros. É nessa linha que cientistas políticos como Elster (1994) sustentam que determinadas decisões políticas sejam atribuídas a instâncias menos porosas às vontades conjunturais da maioria, como é o caso das políticas monetárias, a cargo dos bancos centrais independentes, e das decisões constitucionais sobre minorias, atribuídas às cortes constitucionais, que devem desempenhar um papel contramajoritário. Em ambos os casos, constituem-se *instituições não majoritárias*, cuja governança é apartada das escolhas políticas de governo.

Traduzindo a questão teórica de fundo em termos analíticos (Figura 1), a governança administrativa das políticas públicas apresenta um *trade-off* entre a liberdade e a estabilidade das decisões. Esse *trade-off* é uma releitura do conflito entre *decisiveness* e *resoluteness* apresentado por Cox e McCubbins (2001), segundo o qual arranjos institucionais que garantam liberdade para decidir (*decisiveness*) são menos comprometidos com a estabilidade das decisões ao longo do tempo (menor *resoluteness*). Afinal, se os governos podem decidir livremente, podem também mudar as decisões de governos

15. Ver, a esse respeito, Huber; Shipan, 2012; Mashaw, 2006; Schapiro, 2017.

anteriores. Já os arranjos dotados de maior resolutividade são aqueles que limitam a capacidade decisória dos governos em prol da estabilidade das decisões previamente tomadas. Se os arranjos dotados de maior liberdade decisória tendem a uma governança discricionária, os arranjos dotados de maior resolutividade valem-se de uma maior vinculação e de mandatos mais exíguos para assim limitar a liberdade decisória e preservar a estabilidade das políticas.

FIGURA 1 Marco analítico



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA COM BASE EM COX E MCCUBBINS (2001).

O artigo trabalha com a hipótese de que, no contexto de democracias em chamas, arranjos governativos que limitem a liberdade decisória dos governos são mais habilitadores da resiliência de políticas financeiras climáticas formuladas e implementadas pela burocracia econômica. Dadas as preferências de curto prazo de governos negacionistas, desenhos de governança que cerceiem a liberdade decisória favoreceriam a resiliência de um curso de políticas climáticas previamente estabelecido, ainda que isso possa representar um custo de representação política e um limite da abrangência das políticas implementadas. Afinal, políticas com menor espaço de liberdade são resultado de um espectro decisório mais exíguo.

Para testar o argumento teórico de que arranjos restritivos à discricionariedade governamental são mais adequados para governar políticas sujeitas a inconsistências

intertemporais, notadamente em conjunturas políticas desfavoráveis, o artigo analisa dois órgãos centrais da burocracia econômica brasileira, o BCB e o BNDES. Trata-se de duas instituições centrais da burocracia econômica nacional, conhecidas por serem ilhas de excelência no Estado. Presume-se, com isso, que ambos os órgãos detenham adequada capacidade estatal (corpo funcional, recrutamento meritocrático, carreira estabelecida) para a implementação de suas políticas, inclusive as políticas climáticas.

Embora semelhantes em termos de capacidade, os órgãos diferem quanto à sua governança decisória – o que permite comparação. O BCB é dotado de autonomia operacional e independência legal, ao passo que o BNDES está sujeito a uma delegação política interna ao Executivo. Nos termos apresentados, é esperado que o BCB tenha tido uma atuação mais estável e tenha alterado menos as suas políticas regulatórias climáticas do que o BNDES, que tende a espelhar com maior sintonia as preferências de governo, inclusive as de governos negacionistas.

Ambas as burocracias formulam e implementam políticas de naturezas diferentes. O BCB é responsável por políticas monetárias e regulatórias e, no que tange às políticas verdes, é habilitado a estabelecer medidas prudenciais voltadas a preservar os bancos de passivos climáticos. O BNDES, por sua vez, é um banco de desenvolvimento com competência para definir linhas e programas de financiamento com a possibilidade de induzir investimentos em áreas que importam para as políticas públicas. Mesmo se tratando de políticas diferentes, a comparação pretendida é possível e válida. Primeiro, porque são ambas burocracias do sistema financeiro e que têm sido objeto de comparação pela literatura de bancos centrais verdes.¹⁶ Segundo, porque, como já assinalado, não estão sendo comparados neste artigo os impactos desses órgãos, mas sim a relação estabelecida entre o tipo de governança de cada um e o consequente teor de resiliência de suas políticas. A comparação, portanto, recai sobre os *inputs* institucionais, e não sobre os *outputs* políticos.

Para a construção dos casos, o artigo recorreu a documentos oficiais, dados produzidos pelos órgãos e análises e descrições produzidas pela literatura. A análise do BCB e do BNDES é concentrada no desenho de sua governança e tem como recorte temporal a fase de elaboração e de eventual alteração das políticas verdes, embora informações de etapas anteriores sejam eventualmente mencionadas para permitir melhor compreensão da atuação de ambas as instituições.

16. Ver, a esse respeito, Gabor; Braun (2025).

3. Banco Central, BNDES e mudança climática

A análise a seguir focaliza os arranjos de governança do BCB e do BNDES e em que medida eles garantem uma estabilidade decisória (*resoluteness*) das políticas climáticas. Isso mesmo diante de governos que porventura se insurjam contra a manutenção de tais agendas.

3.1. A governança do Banco Central e as políticas climáticas

O Banco Central foi estabelecido em 1964 por meio da Lei n. 4.595, que, tardiamente em relação aos demais países da região, instituiu uma autoridade monetária e regulatória sob a forma de autarquia (Brasil, 1964). A lei bancária de 1964 conferiu independência ao BCB e estipulou, em seu desenho original, que seu presidente e seus diretores teriam mandato fixo e, portanto, não poderiam ser exonerados *ad nutum*.

A regra de estabilidade resistiu apenas ao primeiro governo militar, sendo já objeto de contestação no início do governo Costa e Silva. Começava, assim, um novo padrão de governança, segundo o qual o BCB passaria a ser um departamento do Ministério da Fazenda, e seus presidente e diretores seriam nomeados e demitidos sem constrangimentos pelo presidente da República (Franco, 2017). A regra informal criada por Costa e Silva foi institucionalizada no Ato Institucional n. 5 (AI-5), que removeu a estabilidade dos servidores públicos (art. 6º), e, em seguida, especificamente disciplinada pela Lei n. 6.045, que estabeleceu, em seu art. 5º, a demissibilidade *ad nutum* dos dirigentes do BCB (Brasil, 1974). Esse padrão de governança estava afinado com uma preferência política da época de que as políticas monetária e regulatória, embora formuladas e implementadas pelos BCBs, deveriam espelhar as opções de governo (Jácome, 2015). Diante de conflitos e indisposições entre o governo e os BCBs, as autoridades políticas lançavam mão de sua prerrogativa de nomeação e demissão e davam curso a uma troca da guarda na autoridade monetária com a intenção de reconfigurar a política econômica.

Esse padrão de governança veio a ser alterado apenas em 1999, com a nomeação de Armínio Fraga para a presidência do BCB e a realização de uma reforma administrativa infralegal na governança econômica, que implicou a adoção do regime de metas de inflação por meio do Decreto n. 3.088 (Brasil, 1999; Franco, 2017). Nos termos do decreto, a política monetária passou a ser gerida sob uma condição de autonomia operacional do BCB, segundo a qual o Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão que reunia os ministros da Fazenda e do Planejamento e o presidente do BCB, definiria a meta de inflação e o BCB teria liberdade operacional para estipular os mecanismos de política para o alcance da meta. Muito embora o decreto fosse voltado à política monetária, estipulou-se, a partir dali, um novo arranjo de governança entre BCB e governo, não só em temas monetários, mas também regulatórios. O decreto não alterou (nem poderia) o regime de demissibilidade

ad nutum instituído pela Lei n. 6.045, mas reconfigurou o jogo da economia política (Schapiro, 2024). A partir de então, uma demissão *ad nutum* poderia comprometer a higidez do regime de metas e colocar em risco a estabilidade monetária que havia se tornado um bem público.

É ilustrativo desse processo o fato de que, a partir de 1999, nenhum presidente do BCB tenha sido substituído no curso de um mandato presidencial, e todos tenham tido liberdade para manejar as taxas oficiais de juros (Selic), bem como adotar regras globais de prudência bancária (Basileia). Ambas as medidas, elevação da taxa Selic e adoção de regras prudenciais, têm impacto econômico e afetam, no curto prazo, o custo do crédito, tornando-o eventualmente mais caro. É bem conhecido na literatura como a ausência de autonomia dos bancos centrais obstaculiza a adoção de políticas monetárias e regulatórias restritivas quando tais medidas impactam objetivos governamentais de curto prazo (Tamura, 2003, 2005; Walter, 2008).

Foi no bojo desse regime de autonomia operacional infralegal, desenhado inicialmente para a política monetária, mas que alcançou o conjunto das atividades do BCB, que se estabeleceram também as políticas regulatórias climáticas. Desde a década de 2000, autoridades do BCB têm contado com a mesma liberdade operacional para formular e definir políticas climáticas, mesmo em contextos nos quais a agenda do governo federal é menos aderente à convergência climática global.

O início dessa trajetória regulatória pode ser demarcado em 2008 (Quadro 1), quando o CMN estabeleceu a Resolução n. 3.545 (Brasil, 2008a), que disciplinou requisitos especiais que os bancos, públicos e privados, deveriam observar para financiar atividades na Amazônia. A rigor, muito antes disso, em 1995, os bancos públicos já haviam estabelecido protocolos com o Ministério do Meio Ambiente destinados a evitar o financiamento de atividades danosas ao meio ambiente, prática que subsequentemente se espalhou também para os bancos privados (Braga, 2014). Em 2008, o BCB tornou tal adesão voluntária aos protocolos verdes um tema obrigatório, regulando, assim, comportamentos a serem observados pelos bancos ao se envolverem na concessão de crédito na delicada região da Amazônia (Schapiro, 2022).

Em ato quase contínuo, em 2011, o BCB deu um passo adiante, cruzando os caminhos da regulação prudencial e das políticas climáticas, adiantando, desse modo, um passo que reguladores financeiros passariam a adotar apenas após o Acordo de Paris. Em 2011, o BCB, por meio da Circular n. 3.547 (Brasil, 2011), tornou obrigatório o monitoramento dos passivos ambientais no ICAAP dos bancos. A sigla “ICAAP” refere-se ao processo interno de avaliação da adequação de capital, que foi instituído pelo Acordo de Basileia II, cuja finalidade é estipular um mecanismo combinado de avaliação de riscos e definição de capital pelos bancos (BIS, 2001). Em síntese, os acordos de Basileia têm como objetivo

evitar que perdas inesperadas comprometam a saúde financeira dos bancos e, para isso, estabelecem dispositivos regulatórios voltados a garantir uma combinação adequada entre a exposição a riscos e a capitalização dos bancos. O ICAAP é um desses dispositivos, e a novidade introduzida pelo BCB foi incluir os passivos ambientais na avaliação dos riscos e consequente definição de capital (Schapiro, 2022).

Nesse curso de ação, o BCB deu um terceiro passo em 2012, durante a Conferência Rio + 20, que marcava 20 anos da Rio 92. Em alinhamento às políticas climáticas do governo federal, o presidente do BCB apresentou na conferência uma consulta pública de uma resolução ainda mais abrangente que a Circular n. 3.547 (Brasil, 2012). A proposta veio a se tornar a Resolução n. 4.327, editada em 2014 (Brasil, 2014), que determinou às instituições financeiras o estabelecimento de uma Política de Responsabilidade Social e Ambiental (PRSA) e a criação de uma diretoria correspondente, voltada ao monitoramento e ao gerenciamento dos riscos socioambientais, com vistas a mitigar eventuais perdas financeiras associadas a essas áreas (Schapiro, 2022). Mais uma vez, as evidências indicam que o BCB levou para as políticas climáticas a tecnologia regulatória de Basileia. No caso da PRSA, em particular, trata-se do terceiro pilar de Basileia II, que se refere ao monitoramento pelo mercado das ações bancárias. A publicação de relatórios anuais habilitaria, por exemplo, o universo de atores financeiros e investidores a monitorar e porventura punir bancos que administrem eventuais políticas ambientais potencialmente frágeis e expostas a riscos.

A adoção de tais medidas e mesmo a inclusão de objetivos verdes na Agenda BC+ durante o governo do presidente Temer confirmam uma atuação regulatória do BCB informada por *expertise* técnica. Pode-se explicar os desdobramentos dessas medidas regulatórias como uma adaptação local das premissas prudenciais globais, isto é, o BCB teria atuado no âmbito de sua autonomia operacional para definir regras e políticas que, à luz do debate público global, pareciam as mais adequadas para preservar a higidez e a estabilidade do sistema bancário ante os riscos climáticos.

QUADRO 1 – Linha do tempo das medidas verdes do BCB

2008	2011	2012	2014	2017	2021
RESOLUÇÃO N. 3.545	CIRCULAR N. 3.547	CONFERÊNCIA RIO + 20	RESOLUÇÃO CMN N. 4.327	AGENDA BC +	RESOLUÇÃO CMN N. 4.945
Estabelece requisitos especiais para bancos financeiros na Amazônia	Torna obrigatório o monitoramento dos passivos ambientais, exigindo que os bancos os incluíssem em seu processo interno de avaliação da adequação de capital (ICAAP)	Abre consulta pública sobre a regulação de política socioambiental para os bancos	Determina que os bancos devem divulgar relatórios anuais contendo uma avaliação de seu desempenho verde, bem como suas ações e políticas na área	BCB define uma agenda verde e aumenta a visibilidade para o tema da sustentabilidade	Estipula obrigações prudenciais estritamente orientadas à política climática e eventuais passivos climáticos, indo além das disciplinas anteriores, que tratavam o clima como parte da política socioambiental
GOVERNO LULA	GOVERNO DILMA	GOVERNO DILMA	GOVERNO DILMA	GOVERNO TEMER	GOVERNO BOLSONARO

17
FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL.

Contudo, é a partir de 2018 que dois fatos conjugados revelam como a governança decisória do BCB tornou-se um ativo institucional para as políticas climáticas. De um lado, houve uma notória mudança na orientação da política ambiental do governo federal. Entre vários indicadores da mudança, citam-se os conflitos com a presidência do Instituto Nacional de Pesquisas Espaciais (Inpe), órgão responsável por monitorar desmatamentos na Amazônia; o contingenciamento de recursos para os órgãos de proteção ambiental; a vinculação política de grupos garimpeiros às bases políticas do governo; e a mudança de posição política nos foros internacionais, nos quais o Brasil voltou a ventilar uma posição antiga que opõe os interesses globais na proteção da Amazônia à defesa da soberania nacional.¹⁸ De outro lado, no entanto, o Congresso aprovou e o presidente da República sancionou a Lei Complementar n. 179/2021 (Brasil, 2021a), que atribuiu, pela primeira vez, independência legal ao BCB – seu presidente e seus diretores deixaram de ser demissíveis *ad nutum*. A Lei Complementar n. 179 formalizou, assim, o arranjo de autonomia operacional que fora constituído de fato a partir de 1999.

17. Ver, sobre a agenda sustentável do BCB, Brasil (2026).

18. Para um histórico desses conflitos, ver Dias; Schapiro (2026). Sobre esse ponto, ver também Viola; Franchini (2018).

A autonomia operacional do BCB, reforçada pela LC n. 179, habilitou a autoridade a implementar localmente uma nova agenda regulatória verde, convergindo, como já assinalado, com um conjunto de iniciativas internacionais de bases semelhantes. Dotado de autonomia regulatória e inserido nos debates globais, o BCB editou, em 2021, um conjunto de regras prudenciais verdes, bem representadas pela Resolução n. 4.945/2021 (Brasil, 2021b), que estabeleceu mais uma nova camada de *compliance* para os bancos. Desde então, os bancos passaram não só a ter de formular uma política socioambiental e a calcular os eventuais riscos e danos ambientais (como estabelecido em 2014), mas também, principalmente, a monitorar os riscos climáticos a que estão expostos.

A rigor, a Resolução n. 4.945, editada durante o governo Bolsonaro, ampliou as exigências da Resolução de 2014, porque incluiu especificamente a questão climática como item da PRSA dos bancos, que passou a ser denominada Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC). Nos termos do art. 3º, § 2º, I, da resolução, a PRSAC, obrigatoriamente formulada pelos bancos, deve incluir:

Art. 3º [...]

§ 2º Para fins do estabelecimento da PRSAC devem ser considerados:

I – o impacto de natureza social, de natureza ambiental ou de natureza climática das atividades e dos processos da instituição, bem como dos produtos e serviços por ela oferecidos (Brasil, 2021b, Banco Central, Resolução n. 4.945/2021).

Assim, os bancos passaram a observar o quanto estão expostos a riscos de perdas financeiras por efeitos do clima, bem como a avaliar o quanto seus financiamentos os tornam expostos a tais riscos. É discutível o real efeito que tais medidas prudenciais verdes podem ter, ou seja, se têm como efeito uma maior proteção do sistema bancário ou se podem resultar também em um redirecionamento das finanças para atividades verdes. Ainda assim, não parece trivial que o BCB não só tenha adotado sucessivas medidas prudenciais verdes ao longo dos anos 2000, como também as seguiu adotando depois de 2018, em um ambiente doméstico hostil a políticas verdes e climáticas.

3.2. A governança do BNDES e as políticas climáticas

O BNDES não é uma autarquia reguladora como o BCB, mas um banco constituído como uma empresa pública, criado por meio da Lei n. 1.628/1952 (Brasil, 1952). O BNDES é disposto na Lei n. 4.595/1964, que disciplina o sistema bancário, como “o principal instrumento de execução de política de investimentos do Governo Federal” (Brasil, 1964, art. 23), sendo, pois, um órgão central da burocracia econômica brasileira. A rigor, o desenho da Lei n. 4.595/1964 apresentava uma simetria entre o BCB e os bancos públicos, notadamente o

BNDES e o Banco do Brasil (BB). A lei, a despeito de tratar do sistema bancário, especifica as funções do BCB, do BB e do BNDES, tratando-os em nível de igualdade (Schapiro, 2020).

O alinhamento entre as políticas operacionais do BNDES, que estipulam as suas prioridades em termos de política de crédito, e as macrodiretrizes do governo é um fator institucional bastante característico da atuação do banco (Colby, 2013; Schapiro, 2017). Criado nos anos 1950 acompanhado de um fundo federal que habilitou sua capitalização, o BNDES cumpriu a delegação governamental de financiar a constituição da infraestrutura econômica básica do Plano de Metas, período em que seus desembolsos concentraram-se na formação do parque ferroviário, elétrico e metalúrgico (Monteiro Filha, 1994).

Nos anos 1970, dando curso às prioridades do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) de custear o financiamento corporativo de empresas privadas no setor de indústria pesada, o BNDES constituiu subsidiárias que realizavam a subscrição de valores mobiliários, depois reunidas na BNDESPAR (Schapiro, 2010). Nos anos 1990, o BNDES liderou o processo de reforma do Estado, estabelecendo as bases do programa de privatização, bem como financiando a compra das empresas estatais por investidores privados (Doctor, 2014). Finalmente, nos anos 2000, o retorno das agendas de política industrial reposicionou o BNDES como ator estratégico das políticas desenvolvimentistas, primeiro com o financiamento das inovações e, em seguida, com a formação de grandes multinacionais brasileiras (Doctor, 2014; Schapiro, 2010).

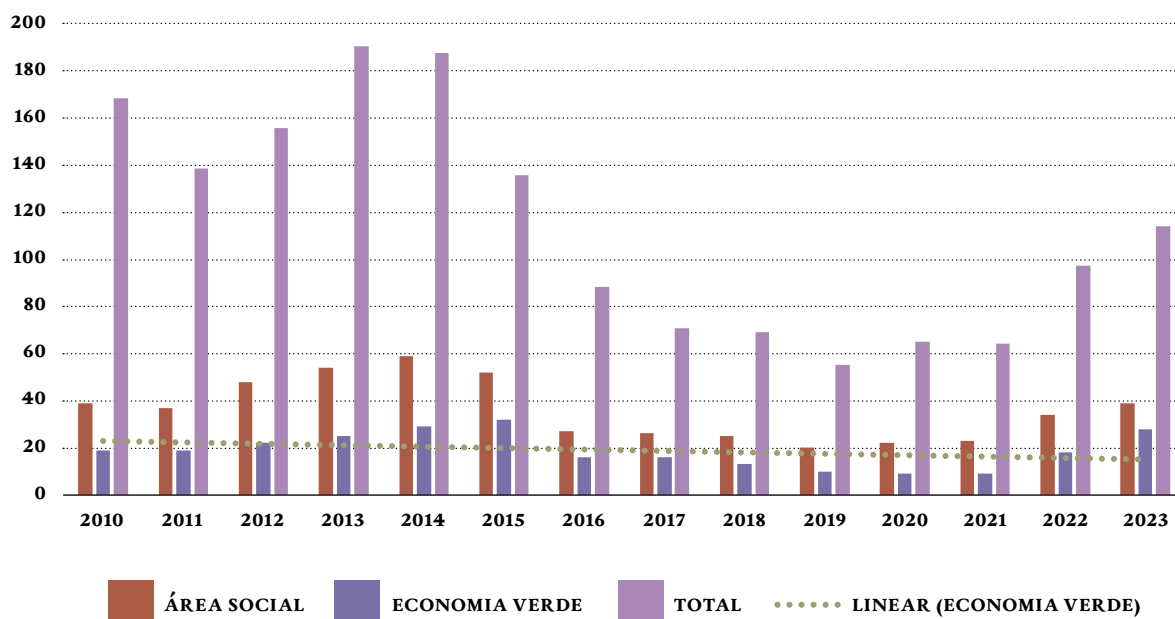
As diferentes fases sucintamente descritas espelham um padrão de governança baseado na delegação política do Executivo. Como descreve Colby (2013), o BNDES, embora seja dotado de uma burocracia profissional e sustentado em racionalidade técnica, é um órgão poroso às opções governativas, que conforma suas políticas à macropolítica econômica do governo federal. A conexão Executivo-BNDES é amparada por um mandato amplo de atuação do banco, isto é, suas atribuições não são restritivamente estabelecidas em lei, o que, por sua vez, confere ao governo a prerrogativa de conformar e alterar as diferentes políticas operacionais do banco em um expediente intraexecutivo (Schapiro, 2017).

Tal espaço político tem reverberado nas opções governamentais relativas às políticas de mudança climática. Como ilustra o Gráfico 1, a seguir, a atuação do BNDES no financiamento da economia verde foi crescente de 2010 a 2015, em consonância com a política de governo de convergência climática. Em 2009, o Congresso aprovou e o presidente da República sancionou a Lei n. 12.187, que instituiu a Política Nacional sobre Mudança do Clima e atribuiu aos bancos públicos um papel de relevo, porém aberto, na consecução de tais objetivos. O art. 5º da Lei n. 12.187/2009 estabeleceu como uma de suas diretrizes a “utilização de instrumentos financeiros e econômicos para promover ações de mitigação

e adaptação à mudança do clima” (Brasil, 2009). Além disso, o art. 6º, VII, da Lei n. 12.187/2009 prescreveu que as linhas de crédito do sistema financeiro são instrumentos da política climática nacional, e o art. 8º da referida lei determinou a criação de linhas de financiamento nas instituições oficiais para promover a transição climática.

Respondendo aos ditames da lei, que, por sua vez, espelhava as prioridades do governo, o BNDES desenvolveu uma linha operacional para a economia verde. Entre 2010 e 2015, o montante desembolsado para esse segmento dobrou em relação ao total desembolsado pelo banco, de 10,7% do total, em 2010, para 22%, em 2015. Relevante observar que, no período, o total desembolsado foi crescente, o que implicou um incremento absoluto no total de valores atribuídos para a economia verde.

GRÁFICO 1 Desembolsos do BNDES – Total, Social e Verde



19
FONTE: BNDES.

A partir de 2015, no entanto, há uma descontinuidade das políticas de desenvolvimento e de transição verde, o que ocorre em dois tempos. Entre 2015 e 2018, refletindo a primazia das políticas de austeridade, o BNDES passou a devolver à União recursos que lhe foram providos na esteira da crise de 2008 com vistas a permitir uma ampliação de sua oferta de crédito. Com isso, há uma reversão em relação ao início da década e o total desembolsado

19. Informações disponíveis em Brasil (2025a, 2025b).

passou a ser cadente. Consequentemente, caiu também em termos absolutos o total de recursos para a economia verde.

De 2018 em diante, por sua vez, não só os recursos desembolsados continuaram caindo, o que refletia certa oposição política ao ativismo financeiro dos anos 2000, como também diminuiu percentualmente o montante alocado para a economia verde. Em 2020, o total desembolsado para a economia verde atingiu os mesmos 10,7% registrados em 2010, com a diferença de que esse percentual se refere agora a um conjunto total de desembolsos significativamente menor. Também é interessante observar que, embora de forma gradual, os desembolsos voltaram a crescer a partir de 2023, com uma nova mudança de orientação política do Executivo, mais favorável às políticas climáticas.

Ainda que outros fatores possam vir a ser considerados, é razoável inferir que o segundo declínio do BNDES, entre 2018 e 2022, reflita opções de governo que podem ser compreendidas no conjunto de outras ações também ligadas ao BNDES, como a desconstituição do Fundo Amazônia.²⁰ Como explica Schapiro (2022), o fundo foi estabelecido pelo Decreto n. 6.527, em 2008 (Brasil, 2008b), era gerido pelo BNDES e tinha como principais doadores os governos da Noruega (94,5%), da Alemanha (5%) e a Petrobras (0,5%), totalizando mais de R\$ 2 bilhões no período.²¹ Em 2019, no entanto, o governo federal destituiu conselheiros e revogou a participação da sociedade civil, o que levou os doadores internacionais a bloquearem a realização de novos repasses.

Em síntese, tanto a paralisação do Fundo Amazônia como a queda dos desembolsos em 2019 sugerem uma mudança de papel do BNDES na crise climática, o que, em última análise, é condizente com a macro-orientação política prevalecente no período. Tal qual nos demais períodos, mais uma vez o BNDES deu azo às preferências do Executivo.

Discussão e conclusão

Este artigo examinou a governança das políticas financeiras climáticas em um contexto de crise e potencial recesso da democracia. A premissa de análise é a de que a emergência de práticas autoritárias de governo, via de regra exercidas em um ambiente de aparente legalidade, tem afetado de maneira preponderante as políticas ambientais e, sobretudo, climáticas – como revelam os casos dos Estados Unidos e do Brasil (Dias; Schapiro, 2026).

20. Ainda que se possa discutir se outros fatores influíram nessa queda dos desembolsos, a possibilidade parece menos plausível do que a inferência apresentada. Afinal, o comportamento dos demais governos no período foi de aumentar o gasto público, sobretudo em razão da pandemia, e a orientação verde de suas políticas monetária e financeira, como forma de aumentar a legitimidade da ação pública na economia, como sustenta Moschella (2024). Assim, é bastante razoável inferir que a retração do BNDES nessa conjuntura seja decorrente de uma opção de governo.

21. Informação disponível em: <http://www.fundoamazonia.gov.br/pt/fundo-amazonia/doacoes/>. Acesso em: 30 maio 2022.

Nesse contexto, o artigo procurou avaliar em que medida uma governança decisória que confere autonomia à burocracia e, assim, independência das decisões do Executivo pode garantir relativa resiliência às políticas financeiras verdes, mesmo em regimes afeitos a práticas autoritárias na área ambiental. Governos com essa inclinação têm se mostrado interventivos nas decisões da burocracia (Bersch; Lotta, 2024) e pouco deferentes a posições que, embora técnicas, contrariem sua orientação política. Além disso, têm sido pouco porosos aos controles sociais e à participação da sociedade civil nas decisões governamentais, fatores esses que retroalimentam o despreço pela agenda climática. Assim, faz sentido analisar se um regime especial de governança da burocracia, a saber, o regime de independência, atribui uma salvaguarda às políticas financeiras verdes capaz de adicionar a estas uma camada adicional de proteção, para além do caráter profissional e do saber técnico da burocracia.

Para isso, o artigo analisou dois órgãos centrais da burocracia econômica brasileira – o BCB e o BNDES –, ambos encarregados da formulação e da implementação de políticas financeiras climáticas. Embora tenham finalidades diferentes, o BCB, encarregado de políticas regulatórias prudenciais, e o BNDES, de políticas de financiamento, ambos são órgãos centrais no sistema financeiro e desempenham papéis-chave na política nacional de mudança do clima. Além disso, são duas burocracias de excelência, com corpo técnico recrutado profissionalmente, boa reputação sobre a qualidade de sua capacidade técnica e um histórico de pouca ou nenhuma injunção partidária em sua governança. A diferença reside no fato de que o BCB adquiriu primeiro um regime de autonomia operacional, com o decreto das metas de inflação, em 1999 (Decreto n. 3.088), e, em 2021, passou a ter independência legal (Lei Complementar n. 179). Em síntese, trata-se de duas burocracias profissionais e comparáveis. O trabalho testou a governança de ambos os órgãos em um contexto adverso, qual seja, o de uma democracia em chamas, capaz de expor os limites e as fragilidades dos respectivos desenhos institucionais.

Consistente com a teoria mobilizada pelo trabalho, o artigo mostrou que o BCB, que tem contado com um regime de autonomia juridicamente mais robusto, garantiu maior estabilidade à sua atuação prudencial verde. Já a governança decisória do BNDES, que oferece ao governo maior liberdade decisória para conformar políticas de crédito em sintonia com as preferências eleitorais, refletiu com maior fidelidade a opção de reversão das políticas climáticas. Enquanto o BCB tornou-se membro da rede internacional de bancos centrais verdes, passou a ocupar uma posição de direção nessa rede e adotou um novo conjunto de medidas prudenciais voltadas ao clima, mesmo durante um governo avesso a pautas climáticas e resistente a posições divergentes da burocracia, o BNDES reduziu o volume total e relativo dos desembolsos verdes e ainda sofreu com uma intervenção na gestão do Fundo Amazônia.

Tais evidências sugerem que o estabelecimento de limites à discricionariedade política, como é tipicamente o caso do mandato dos bancos centrais, tende a preservar a estabilidade de políticas sujeitas a problemas de inconsistência intertemporal, o que é particularmente relevante para as políticas climáticas, em contextos de governos avessos a pautas verdes e resistentes a decisões contrárias à sua agenda política. Isso não significa, contudo, que o estabelecimento de um mandato seja uma espécie de bala de prata a ser adotado como receita por bancos públicos e agências estatais indiscriminadamente. A trajetória dos bancos centrais indica que o excesso de autonomia pode levar a um problema real de legitimidade e déficit democrático. Para além disso, a circunscrição da liberdade política pode também implicar perdas concretas para as políticas climáticas ao reduzir os espaços decisórios e, assim, limitar a atuação dos governos em contextos favoráveis às agendas climáticas. Em outros termos, se a confecção de mandatos pode oferecer resiliência ante governos negacionistas autoritários, pode também eventualmente restringir a liberdade de agenda de governos verdes.

Esse é o lado reverso da independência dos bancos centrais na pauta climática: a independência tem como contrapartida o estabelecimento de mandatos estreitos e, portanto, muito limitados quanto ao que habilitam as burocracias a realizar (Gabor; Braun, 2025). Em concreto, isso torna as políticas financeiras muito atreladas a uma agenda defensiva, isto é, orientada pela definição de políticas prudenciais capazes de proteger o sistema financeiro dos danos climáticos, mas menos afeitas a medidas promocionais, voltadas a promover uma realocação dos recursos financeiros para, assim, promover uma economia verde. Em outros termos, a independência e os mandatos estreitos parecem oferecer resiliência, mas ao custo de políticas de menor amplitude, com menor capacidade transformadora da economia. Já os bancos de desenvolvimento, que são capazes de promover um desenvolvimentismo verde e impulsionar a transição ecológica dada a amplitude de suas possibilidades de atuação – lastreada na agenda política dos governos –, são, por isso mesmo, mais vulneráveis a governos negacionistas climáticos.

O artigo não pretendeu oferecer uma solução de política para esse dilema, e sim apresentar um marco analítico e uma correspondente avaliação sobre as alternativas de governança decisória das políticas financeiras climáticas. Mesmo assim, com base nas evidências apresentadas, pode-se apontar como uma possível implicação de política que a governança adequada residiria em um estabelecimento de um piso regulatório sobre o qual governos autoritários não podem incidir. Esse piso, todavia, não poderia restringir governos verdes de adotarem um conjunto mais extenso de políticas verdes – não pode ser um teto, portanto. Em síntese, o desafio de imaginação institucional é o de buscar uma combinação entre um mínimo de resolutividade, em contextos adversos, e um

máximo de liberdade decisória, quando essa liberdade estiver orientada para aumentar a contribuição nacionalmente determinada de mitigação e de adaptação climáticas.

Referências

ARAÚJO, Suely Mara Vaz Guimarães de. Environmental Policy in the Bolsonaro Government: The Response of Environmentalists in the Legislative Arena. *Brazilian Political Science Review*, Botafogo, v. 14, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1590/1981-3821202000020005>.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Basel II: The New Basel Capital Accord*. [S.l.]: BIS, 2001. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbscao2.htm>. Acesso em: 28 maio 2026.

BANK of England. Londres, 3 mar. 2021. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2021/march/fpc-remit-and-recommendations-letter-2021.pdf?la=en&hash=3C5B23BE764387498155F61CAF255417E665CCE8>. Acesso em: 29 maio 2026.

BAUER, Michael *et al.* *Democratic Backsliding and Public Administration: How Populists in Government Transform State Bureaucracies*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

BERSCH, Katherine; LOTTA, Gabriela. Political Control and Bureaucratic Resistance: The Case of Environmental Agencies in Brazil. *Latin American Politics and Society*, [s.l.], v. 66, n. 1, p. 27-50, 2024. DOI: <https://doi.org/10.1017/lap.2023.22>.

BOLTON, Patrick *et al.* *The Green Swan: Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change*. [S.l.]: Bank for International Settlements, 2020. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>. Acesso em: 28 maio 2026.

BRAGA, Cláudia Oliveira da Silva. *Protocolo verde: as instituições financeiras e a promoção da sustentabilidade ambiental no Brasil*. 2014. 168 f. Dissertação (Mestrado em Gestão Pública para o Desenvolvimento do Nordeste) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/11722>. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Sustentabilidade. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashtag_sustentabilidade. Acesso em: 29 maio 2026.

BRASIL. Detalhamento dos indicadores de Economia Verde e Desenvolvimento Social. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/responsabilidade-social-e-ambiental/nossos-resultados/desembolsos-economia-verde-desenvolvimento-social>. Acesso em: 30 jul. 2025a.

BRASIL. Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/estatisticas-operacionais-sistema-bndes>. Acesso em: 30 jul. 2025b.

BRASIL. *Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Brasília, DF: Presidência da República, 2021a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Resolução CMN n. 4.945, de 15 de setembro de 2021*. Dispõe sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade. Brasília, DF: BCB, 2021b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4945>. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Resolução n. 4.327, de 25 de abril de 2014*. Dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas no estabelecimento e na implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Brasília, DF: BCB, 2014. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_vi_o.pdf. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Discurso do Presidente Alexandre Tombini no Ciclo de Debates Jardim Botânico*. Rio de Janeiro, 13 jun. 2012. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Discurso_Alexandre_Tombini_Ciclo_debates_Jardim_Botanico_13_6_2012.pdf. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Circular n. 3.547, de 7 de julho de 2011*. Estabelece procedimentos e parâmetros relativos ao Processo Interno de Avaliação da Adequação de Capital (Icaap). Brasília, DF: BCB, 2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3547>. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. *Lei n. 12.187, de 29 de dezembro de 2009*. Institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima – PNMC e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2009. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12187.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Resolução n. 3.545*. Altera o MCR 2-1 para estabelecer exigência de documentação comprobatória de regularidade ambiental e outras condicionantes, para fins de financiamento agropecuário no Bioma Amazônia. São Paulo, 29 fev. 2008a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3545_v1_o.pdf. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. *Decreto n. 6.527, de 1º de agosto de 2008*. Dispõe sobre o estabelecimento do Fundo Amazônia pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. Brasília, DF: Presidência da República, 2008b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/decreto/d6527.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. *Decreto n. 3.088, de 21 de junho de 1999*. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. *Lei n. 6.045, de 15 de maio de 1974*. Altera a constituição e a competência do Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF, 1974. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6045.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. *Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF, 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

BRASIL. *Lei n. 1.628, de 20 de junho de 1952*. Dispõe sobre a restituição dos adicionais criados pelo art. 3º da Lei n. 1.474, de 26 de novembro de 1951, e fixa a respectiva bonificação; autoriza a emissão de obrigações da Dívida Pública Federal; cria o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; abre crédito especial e dá outras providências. Rio de Janeiro, 1952. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1950-1969/l1628.htm. Acesso em: 28 maio 2026.

CARNEY, Mark. *Breaking the Tragedy of the Horizon* – Climate Change and Financial Stability, Speech by Mr. Mark Carney, Governor of the Bank of England and Chairman of the Financial Stability Board, at Lloyd's of London, v. 29, p. 220-230, 2015. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>. Acesso em: 28 maio 2026.

COLBY, Seth Stevens. *Searching for Institutional Solutions to Industrial Policy Challenges: A Case Study of the Brazilian Development Bank*. Tese (Doutorado em Filosofia) – Johns Hopkins University, Baltimore, 2013.

COX, Gary; MCCUBBINS, Mathew. The Institutional Determinants of Economic Policy Outcomes. In: HAGGARD, Stephan; MCCUBBINS, Mathew (eds.). *Presidents, Parliaments, and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001. p. 21-63.

DARIAN-SMITH, Eve. *Global Burning: Rising Antidemocracy and the Climate Crisis*. Stanford, CA: Stanford University Press, 2022.

DIAS, Vitor; SCHAPIRO, Mario Gomes. Resisting Democratic Backsliding from within the State: Environmental Politics in Bolsonaro's Brazil. *Policy Studies Journal*, early view, 2026.

DIKAU, Simon; RYAN-COLLINS, Josh. Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies. *New Economic Foundation*, 27 out. 2017. Disponível em: <https://eprints.soas.ac.uk/24876/1/Green-Central-Banking.pdf>. Acesso em: 21 maio 2026.

DIKAU, Simon; VOLZ, Ulrich. Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance. *Ecological Economics*, [s.l.], v. 184, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>.

DOCTOR, Mahrukh. Assessing the Changing Roles of the Brazilian Development Bank. *Bulletin of Latin American Research*, [s.l.], v. 34, n. 2, p. 197-213, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1111/blar.12210>.

ELSTER, Jon. Constitutional Courts and Central Banks: Suicide Prevention or Suicide Pact. *East European Constitutional Review*, [s. l.], v. 3, p. 66-71, 1994.

EUROPEAN COMMISSION. EU Taxonomy for Sustainable Activities. 17 mar. 2026. Disponível em: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en. Acesso em: 29 maio 2026.

EVANS, Peter. *Embedded Autonomy – State and Industrial Transformation*. Princeton: Princeton University Press, 1995.

FRANCO, Gustavo. *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira, 1933-2013*. São Paulo: Zahar, 2017.

GABOR, Daniela; BRAUN, Ben. Green Macrofinancial Regimes. *Review of International Political Economy*, [s.l.], v. 32, n. 3, p. 542-568, 2025. DOI: <https://doi.org/10.1080/09692290.2025.2453504>.

HALL, Peter; SOSKICE, David. An Introduction to Varieties of Capitalism. In: HALL, Peter; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HELLEINER, Eric *et al.* Financial Technocrats as Competitive Regime Creators: The Founding and Design of the Network for Greening the Financial System. *Regulation & Governance*, early view, 2024.

HUBER, John; SHIPAN, Charles. *Deliberate Discretion?* The Institutional Foundations of Bureaucratic Autonomy. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

JÁCOME, Luis. Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years. *IMF Working Paper 15/60*, 2015.

JONES, Claire. The Fed is Catching Up on Climate Change. *Financial Times*, 26 jan. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/468049fc-eb6b-4929-a39c-3d653aeb1f3a>. Acesso em: 29 maio 2026.

LEVITSKY, Steven; ZIBLATT, Daniel. *How Democracies Die*. Nova York: Random House, 2019.

LOTTA, Gabriela Spanghero *et al.* The Procedural Politicking Tug of War: Law-Versus-Management Disputes in Contexts of Democratic Backsliding. *Perspectives on Public Management and Governance*, [s.l.], v. 7, n. 1-2, p. 13-26, mar./jun. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1093/ppmgov/gvadoo8>.

MASHAW, Jerry. Accountability and Institutional Design: Some Thoughts on the Grammar of Governance. In: DOWDLE, Michael (ed.). *Public Accountability: Designs, Dilemmas and Experiences*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006. p. 115-156.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. *A aplicação de fundos compulsórios pelo BNDES na formação da estrutura setorial da indústria brasileira: 1952 a 1989*. 1994. 469 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1994.

MOSCHELLA, Manuela. *Unexpected Revolutionaries – How Central Banks Made and Unmade Economic Orthodoxy*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2024.

MUKAND, Sharun; RODRIK, Dani. The Political Economy of Liberal Democracy. *The Economic Journal*, Londres, v. 130, n. 627, p. 765-792, abr. 2020. DOI: <https://doi.org/10.1093/ej/ueaa004>.

NETWORK OF CENTRAL BANKS AND SUPERVISORS FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS). Disponível em: <https://www.ngfs.net/en>. Acesso em: 29 maio 2026.

NÖLKE, Andreas. Dependent Versus State-Permeated Capitalism: Two Basic Options for Emerging Markets. *International Journal of Management and Economics*, Varsóvia, v. 54, n. 4, p. 269-282, dez. 2018. DOI: <https://doi.org/10.2478/ijme-2018-0026>.

OLIVIERI, Cecília. Os controles políticos sobre a burocracia. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 45, n. 5, p. 1395-1424, set./out. 2011. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0034-76122011000500007>.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). *Acordo de Paris*. [S.l.], 2015. Disponível em: https://www.gov.br/mcti/pt-br/acompanhe-o-mcti/sirene/publicacoes/acordo-de-paris-e-ndc/arquivos/pdf/acordo_paris.pdf. Acesso em: 28 maio 2026.

QUORNING, Stine. The ‘Climate Shift’ in Central Banks: How Field Arbitrageurs Paved the Way for Climate Stress Testing. *Review of International Political Economy*, [s.l.], v. 31, n. 1, p. 74-96, jan. 2024. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/taf/rripxx/v31y2024i1p74-96.html>. Acesso em: 28 maio 2026.

ROSE-ACKERMAN, Susan. Regulation and Public Law in Comparative Perspective. *University of Toronto Law Journal*, Toronto, v. 60, n. 2, p. 519-535, 2010. DOI: <https://doi.org/10.3138/utlj.60.2.519>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. As bases jurídico-institucionais da autonomia operacional do Banco Central do Brasil – 1999-2020. *Revista Direito & Práxis*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, p. 1-25, 2024. DOI: <https://doi.org/10.1590/2179-8966/2022/63379>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Variedades da atuação financeira do Estado na crise climática: evidências do caso brasileiro. In: MIOLA, Iagê *et al.* (orgs.). *Finanças verdes no Brasil: perspectivas multidisciplinares sobre o financiamento da transição verde*. São Paulo: Blucher, 2022. p. 267-294.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Prudential Developmentalism: Explaining the Combination of the Developmental State and Basel Rules in Brazilian Banking Regulation. *Regulation & Governance*, [s.l.], v. 18, n. 2, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1111/rego.12389>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. A regulação executiva da moeda: a variedade institucional da regulação monetária na Nova República. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 279, n. 2, p. 141-183, 2020. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rda/article/view/82008>. Acesso em: 28 maio. 2026.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Legalidade ou discricionariedade na governança de bancos públicos: uma análise aplicada ao caso do BNDES. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 51, n. 1, p. 105-128, jan./fev. 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/0034-7612155828>.

SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. 2010. 326 f. Tese (Doutorado) – Departamento de Direito Econômico e Financeiro da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023/>. Acesso em: 28 maio 2026.

SCHEPPELE, Kim Lane. Autocratic Legalism. *The University of Chicago Law Review*, Chicago, v. 85, n. 2, p. 545-584, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol85/iss2/2>. Acesso em: 28 maio 2026.

SCHNEIDER, Ben Ross. *Hierarchical Capitalism in Latin America: Business, Labor, and the Challenge of Equitable Development*. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

TAMURA, Kentaro. *Preference Formation, Negotiations and Implementation: Japan and the Basle Capital Accord*. Tese (Doutorado em Relações Internacionais) – London School of Economics and Political Science, Londres, 2005.

TAMURA, Kentaro. A Regulator's Dilemma and Two-Level Games: Japan in the Politics of International Banking Regulation. *Social Science Japan Journal*, Tóquio, v. 6, n. 2, 2003. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/31000718_A_Regulator's_Dilemma_and_Two-level_Games_Japan_in_the_Politics_of_International_Banking_Regulation. Acesso em: 28 maio 2026.

TASK FORCE ON CLIMATE RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD). Disponível em: <https://www.fsb-tcfd.org/>. Acesso em: 29 maio 2026.

THE INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC). *Global Warming of 1.5°C*. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty. Cambridge, UK; Nova York, NY: Cambridge University Press, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1017/9781009157940.001>.

TUCKER, Paul. *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*. Princeton: Princeton University Press, 2018.

V-DEM INSTITUTE. *Autocratization Surges—Resistance Grows: Democracy Report 2020*. [S.l.]: V-Dem Institute. 2020. Disponível em: https://www.v-dem.net/documents/14/dr_2020_dqumD5e.pdf. Acesso em: 29 maio 2026.

VIOLA, Eduardo; FRANCHINI, Matías. *Brazil and Climate Change: Beyond the Amazon*. Nova York: Routledge, 2018.

WALTER, Andrew. *Governing Finance – East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008.

AUTORIA

MARIO GOMES SCHAPIRO Professor em Tempo Integral na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV DIREITO SP). Realizou pós-doutorado na New York University School of Law e na University of Melbourne School of Social and Political Sciences, ambos com bolsa da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp). Doutor e mestre em Direito Econômico pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP). Bacharel em Direito pela mesma faculdade. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0582647154959175>. mario.schapiro@fgv.br

COMO CITAR ESTE ARTIGO

SCHAPIRO, Mario Gomes. Finanças verdes em democracias em chamas: como as políticas financeiras climáticas podem sobreviver ao negacionismo ambiental? *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 22, e2624, 2026. DOI: <https://doi.org/10.1590/2317-6172202624>

EDITOR RESPONSÁVEL

Pedro Salomon Bezerra Mouallem (Editor-chefe)
Três decisões editoriais, incluindo *desk review* e
decisão final.

DECLARAÇÃO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS

Não há dados vinculados a este artigo.

DECLARAÇÃO DE CONFLITO DE INTERESSES

O autor declara não haver conflito de interesses.