

MESTRADO
ECONOMIA E GESTÃO DO AMBIENTE

A Regulação do Relato de Sustentabilidade na UE – Implicações e Oportunidades de Crescimento Para as PMEs

Pedro Carvalho do Nascimento

M

2022



A Regulação do Relato de Sustentabilidade na UE – Implicações e Oportunidades de Crescimento Para as PME's

Pedro Carvalho do Nascimento

Dissertação

Mestrado em Economia e Gestão do Ambiente

Orientado por

Professor Doutor Manuel Castelo Branco

2022

Agradecimentos

Este documento representa, para mim, muito mais do que a conclusão de um curso.

Este é o ponto final num ciclo que me foi muito doloroso, mas também recheado de lições que levo comigo para toda a vida.

Meu não seria se não deixasse as primeiras palavras ao meu grande exemplo, minha mãe guerreira. A ela, dedico esta e todas as minhas (e também suas) conquistas.

À minha namorada, Carolina, um especial agradecimento por me fazer ver, e ter, razões para ser e fazer melhor.

Aos meus amigos, aqueles que tanto me ampararam, mesmo sem saber, deixo o meu agradecimento pelos momentos de felicidade, e pela certeza de que, neste mundo de loucos, ainda me restam boas razões para lutar.

Ao meu pai, meu velho amigo, deixo aqui eternizado um beijo de saudade, para que, no futuro, possamos recordar que nenhuma distância nos pôde separar.

Ao meu orientador, Professor Manuel Castelo Branco, um muito obrigado pelo acompanhamento e, acima de tudo, por me dar a conhecer a minha verdadeira vocação.

Por fim, deixo, também, um especial agradecimento a todos aqueles que, a bem ou a mal, fizeram parte do meu percurso, e me tornaram no homem que hoje sou.

Resumo

Este projeto de dissertação centra-se no estudo do possível impacto da Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) sobre a quantidade e qualidade de informação não-financeira divulgada pelas empresas da União Europeia (UE), dando maior ênfase sobre o impacto desta diretiva sobre as pequenas e médias empresas desta região, indiscutivelmente consideradas o motor da sua economia.

Ao longo do documento, são apresentados temas essenciais à plena compreensão do momento e razões que levam à necessidade de se impor uma maior consciencialização das empresas para as questões socioambientais que atualmente enfrentamos.

É feita, também, uma apresentação da Non-Financial Reporting Directive (NFRD), diretiva atualmente em vigor e a ser suplantada pela CSRD, bem como os efeitos da sua introdução sobre as empresas abrangidas e principais limitações associadas. Numa segunda fase, é introduzida a CSRD e as propostas que a diferenciam da NFRD, bem como o documento de consulta pública a stakeholders empresariais no processo de formulação desta diretiva.

Após uma projeção do efeito das principais características da CSRD sobre as empresas pertencentes à UE, com base em estudos científicos relacionados, considera-se expectável o efeito positivo que esta revisão possa surtir sobre estas empresas, com efeitos relacionados a um melhor relacionamento com partes interessadas, e consequentes melhorias a nível da distribuição de investimentos a empresas com práticas mais sustentáveis.

Mais ainda, espera-se que as PMEs possam beneficiar desta nova diretiva, ainda que grande parte destas empresas não esteja obrigada a reportar sob as normas da CSRD. Com a introdução de um sistema de acesso único a informação, espera-se que estas empresas desenvolvam fortemente as suas iniciativas de sustentabilidade, com vista a desenvolver uma possível vantagem competitiva em relação às suas concorrentes setoriais.

Abstract

This dissertation project dwelves around the study of the possible impacts of the Corporate Sustainability Directive (CSRD) on the quality and quantity of non-financial information disclosed by companies in the European Union (EU), with special focus being given on the resulting effects of this directive on Small and Medium Enterprises (SMEs), considered to be the motor of its economy.

Concepts essential to the full comprehension of this matter and the factors that lead to EU's pledge on companies to take a stand on more sustainable practices will be presented throughout this document.

Both Non-Financial Reporting Directive (NFRD) and CSRD will be presented, with special focus on the main differences between both directives and the reasons behind the revision of the NFRD, as well as the results following the public consultation on stakeholders regarding the formulation of the CSRD.

After a detailed analysis on the current proposal of the CSRD, the possible impacts of this directive on EU's companies are presented, based on literature related to the approached topics.

Lastly, conclusions are drawn regarding the eventual impact of this new directive on SMEs, even though most of these companies are not obliged to report under the norms drawn by the CSRD. With the introduction of this directive, as well as the European Single Access Point (ESAP), designed to help stakeholders better access corporate's disclosed information, it is expected that all companies with a strong approach on sustainability, SMEs included, can benefit from the related effects of this strong regulatory shift promoted by the European Union. Moreover, benefits regarding a stronger level of knowledge from stakeholders can represent significant financial benefits to growing companies, specially SMEs looking to thrive on european soil.

Índice

1.	Introdução.....	1
1.1.	Propósito de Investigação	5
1.2.	Estrutura da dissertação.....	5
2.	Revisão da Literatura.....	6
2.1.	A evolução da política ambiental na União Europeia	6
2.2.	O Acordo de Paris	7
2.3.	A Responsabilidade Social das Empresas e o Relato de Sustentabilidade.....	8
2.4.	Principais abordagens teóricas ao relato de sustentabilidade	12
3.	O conceito e definições das Pequenas e Médias Empresas.....	16
4.	A regulação do relato de sustentabilidade na União Europeia.....	20
4.1.	Da NFRD à CSRD: definições e principais diferenças.....	20
4.2.	O processo de consulta pública à NFRD	28
4.2.1.	Enquadramento do processo de consulta	28
4.2.2.	Resultados obtidos.....	30
4.3.	Implicações da CSRD no relato de sustentabilidade das empresas da UE.....	32
5.	Considerações finais	35
6.	Referências	37

Lista de Figuras

Figura 1 – Níveis totais de emissão de CO₂ resultantes da produção energética e processos industriais e volumes de alteração anual

Figura 2 – Alteração dos níveis de emissão de CO₂ dos combustíveis fósseis (2019-2021)

Figura 3 – Fatores de interesse empresarial de acordo com a Triple Bottom Line

Figura 4 – Mapa *demonstrativo* de stakeholders de uma grande

Figura 5 – Percentagem de PMEs na UE. em 2020, por setor

Figura 6 – Posicionamento do ESAP no processo de colheita e partilha de informação empresarial

Figura 7 – Distribuição dos acesso a informação empresarial no panorama da EU

Figura 8 – Tipologia das 588 participações válidas ao processo de consulta pública realizado pela UE a 20 de Fevereiro de 2020

Figura 9 – Tipologia de empresas participantes do processo de consulta pública realizado pela UE a 20 de Fevereiro de 2020

Lista de abreviaturas

CE – Comissão Europeia
CMU – Capital Markets Union
CO2 – Dióxido de Carbono
COP – Conference of Parties
CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive
EAP – Environmental Action Programme
ESAP – European Single Access Point
ESG – Environment, Social and Governance
GEE – Gases com Efeito de Estufa
GRI – Global Reporting Initiative
IPCC – Intergovernmental Panel on Climate Change
KPI – Key Performance Indicator
NDC – Nationally Determined Contribution
NFRD – Non-Financial Reporting Directive
OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
ODS – Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONG – Organização Não-Governamental
PEE – Pacto Ecológico Europeu
PME – Pequena e Média Empresa
PRI – Principles for Responsible Investing
RSE – Responsabilidade Social das Empresas
SASB – Sustainability Accounting Standards Board
TCFD – Task-force on Climate-related Financial Disclosures
UE – União Europeia

1. Introdução

As condições em que habitamos o nosso planeta têm vindo a deteriorar-se, sendo esta uma consequência da atividade humana, sentida de forma cada vez mais intensa ao longo dos últimos anos, sobre diversas formas, como a seca, aumento da temperatura média do planeta e maiores vagas de calor, ocorrência e intensidade de catástrofes naturais, derretimento dos glaciares e aumento dos níveis médios das águas do mar, perda de habitats e biodiversidade, entre outros (NASA, 2022).

O dióxido de carbono (CO₂) resultante da produção energética e processos industriais, bem como outros gases com efeito de estufa (GEE), são apontados como os principais responsáveis das alterações climáticas. Os níveis de emissão globais de CO₂ têm vindo a subir vertiginosamente nas últimas duas décadas (Figura 1), em consequência da globalização e um elevado crescimento populacional e industrial em determinadas regiões do mundo (International Energy Agency, 2022; Zhou et al., 2021). A dependência em fontes de energia fósseis de grande impacto no ambiente, como é o caso do carvão e petróleo, tem sido apontada como o grande causador deste aumento. Não obstante, o carvão foi a fonte de energia com maior crescimento de utilização nos períodos posteriores à crise da COVID-19 (Figura 2)(International Energy Agency, 2022).

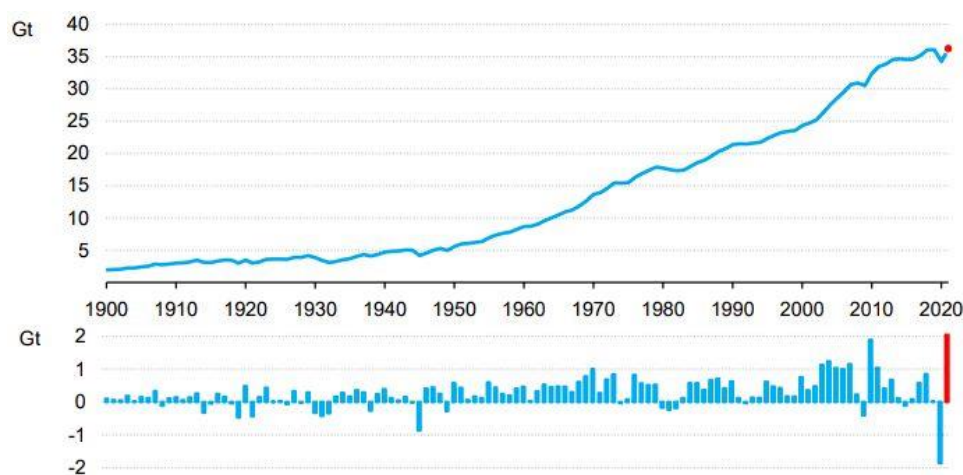


Figura 3 – Níveis totais de emissão de CO₂ resultantes da produção energética e processos industriais e volumes de alteração anual (Gt – Gigatonelada; 1900-2021) (International Energy Agency, 2022)

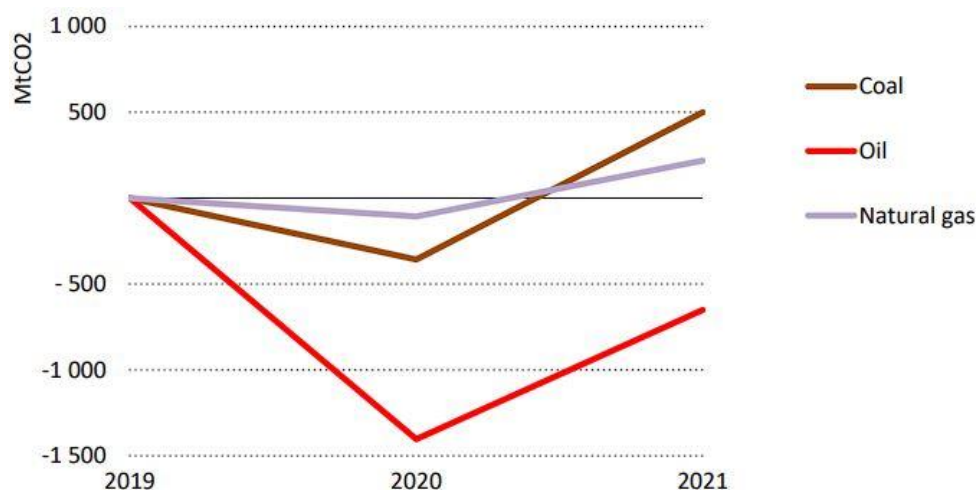


Figura 4 – Alteração dos níveis de emissão de CO2 dos combustíveis fósseis (2019-2021)
(International Energy Agency, 2022)

Como consequência, vários países encontram-se, atualmente, a procurar reduzir drasticamente os seus níveis de poluição e impacto sobre o ambiente, através da implementação de diversas medidas de controlo, como a imposição de multas de poluição, o comércio de emissões, a estipulação de standards de emissão, entre outros (Cheng & Zhang, 2022).

Aliada a esta crescente pressão governamental, o aumento de informação à disposição do consumidor (e sociedade como um todo) tem vindo a incrementar os seus níveis de sensibilização para o desempenho ambiental do seu país e das empresas que o compõem, surtindo efeitos, também, numa escolha cada vez mais pormenorizada no momento de compra (Cheng & Zhang, 2022; Ranjan & Jha, 2019). Esta afirmação é suportada por um estudo publicado por Ranjan & Jha (2019), em que os autores concluíram que aproximadamente uma em cada duas pessoas tem preferência por produtos “verdes”, e que 51% do grupo de pessoas inquiridas neste estudo estariam dispostas a pagar preços superiores por esta mesma tipologia de produtos (Ranjan & Jha, 2019).

Adicionalmente, maior ênfase tem sido dada às emissões associadas à cadeia de distribuição dos produtos, verificando-se um aumento dos níveis de responsabilização das empresas revendedoras relativamente aos níveis de poluição associados aos

processos de produção a jusante, compreendendo-se a existência de uma relação direta entre os níveis de poluição gerados por empresas fornecedoras e o nível de procura por bens ou serviços de uma empresa revendedora (Kim et al., 2021; Ranjan & Jha, 2019; Sim & Kim, 2021), como relatado num estudo de Sim & Kim (2021), onde se refere a pressão sentida pela marca Adidas por parte de grupos ambientais, como resultado dos elevados níveis de poluição da água resultante da atividade dos seus principais fornecedores (Sim & Kim, 2021).

Inúmeras iniciativas ambientais têm sido desenvolvidas nos últimos anos, tendo como objetivo a melhoria das condições de vida das populações de todo o planeta, sendo um dos maiores exemplos a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, um documento elaborada pelas Nações Unidas onde se introduziram os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), bem como um conjunto de 169 metas voltadas às três dimensões do desenvolvimento sustentável: económica, social e ambiental (United Nations, 2022b; Ziolo et al., 2020).

A estipulação dos ODS, bem como a entrada em vigor do Acordo de Paris, geraram uma necessidade de reconfiguração dos padrões de investimento público e privado, de modo a que uma maior quantidade de fundos possam ser alocados a projetos que respeitem os objetivos traçados pela Agenda 2030 e pelos NDCs divulgados e revisionados por cada país aderente ao Acordo de Paris (Migliorelli, 2021; Ziolo et al., 2020). Como consequência, maior ênfase tem sido dada aos esforços tidos pelas empresas no âmbito das suas políticas de Responsabilidade Social das Empresas (RSE), graças a uma crescente pressão social e governamental sobre investidores, sendo este, atualmente, um fator de relevância em qualquer processo de análise de investimento, num movimento que respeita o conceito de finanças sustentáveis, cuja definição se associa ao tipo de finança que tem em consideração fatores ambientais, sociais e de governância (ou ESG: Environment, Social and Governance) no processo de análise de investimentos e tomada de decisões (Schoenmaker, 2017; Ziolo et al., 2020).

Com o incremento de iniciativas ambientais e rigidez na legislação, bem como o aumento dos níveis de sensibilização ambiental por parte de consumidores, investidores e stakeholders empresariais, as empresas deixaram de ser vistas como

meras participantes do mercado, pelo que muitas partes interessadas começaram a exigir uma maior responsabilização pelas externalidades resultantes da atividade destas mesmas, fazendo com que muitas destas começassem a demonstrar um maior interesse em compreender e gerir, de uma melhor forma, o impacto das suas atividades e negócios na sociedade e no meio ambiente (Talan & Sharma, 2019; Zumente & Bistrova, 2021)

Posto isto, e de modo a melhor valorizar as iniciativas de cariz não financeiro das empresas, os fatores ESG têm vindo a desempenhar um papel preponderante neste quesito, sendo mesmo parte integrante dos Principles for Responsible Investing (PRI) das Nações Unidas (Principles for Responsible Investment, 2022), em consequência duma crescente valorização dos riscos de investimento associados às externalidades decorrentes das alterações climáticas e baixos níveis de governância corporativa por parte de algumas empresas (Migliorelli, 2021; Zumente & Bistrova, 2021). Como exemplo do crescimento das preocupações de sustentabilidade no mercado de investimentos, os PRI passaram de uma rede de cerca de 20 membros, em 2006, para mais de 1400 membros, em 2015 (Clapp et al., 2016), indo este crescimento de encontro com as conclusões de um estudo publicado por Unruh et al.(2016), em que este mesmo indica que mais de setenta por cento dos investidores institucionais consideram o tema da sustentabilidade como central às suas decisões de investimento (G. Unruh, 2016).

Enquanto o tema da sustentabilidade pode ser extremamente abrangente e multifacetado, os fatores ESG agregam, de uma melhor forma, o valor associado às iniciativas e performance ambiental, social e de governância de uma empresa, seja a curto, médio ou longo prazo (Zumente & Bistrova, 2021). Mais ainda, e como indicado num estudo publicado por Amel-Zadeh (2017), para além da utilização dos fatores ESG na análise de performance de investimentos, outras razões, como considerações éticas e a demanda por parte de clientes, tornaram-se fatores decisivos na adoção destas métricas ao longo dos últimos anos (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018), sendo esta informação suportada por inúmeros estudos (Giese et al., 2019; Henisz & McGlinch, 2019; Sassen et al., 2016) que estabelecem uma relação inversa entre a performance ESG das empresas e o risco associado ao investimento nestas mesma

1.1. Propósito de Investigação

Esta dissertação tem como principal objetivo estudar, através de uma análise de artigos científicos e documentos publicados por entidades devidamente certificadas, como é caso da OCDE e Comissão Europeia (CE), as possíveis implicações associadas à implementação da CSRD sobre as PMEs e grandes empresas pertencentes à União Europeia, bem como eventuais variações em termos de relato não-financeiro e adoção de práticas sustentáveis entre estas empresas.

Por se tratar de um estudo de cariz descritivo, este mesmo não procurará dar resposta a qualquer questão, mas sim discutir a evolução recente da regulação relativa ao relato de sustentabilidade na UE, evidenciando alguns dos potenciais efeitos daí decorrentes, bem como as eventuais implicações para todas as empresas abrangidas.

1.2. Estrutura da dissertação

Este documento encontra-se compreendido em cinco capítulos. No Capítulo 1, será feita uma breve introdução à pertinência, motivações e estrutura da dissertação. No Capítulo 2, será feita uma breve revisão de conceitos relevantes à compreensão do documento. No terceiro capítulo, serão abordados os principais conceitos associados ao tema das Pequenas e Médias Empresas. No Capítulo 4, será feita uma descrição das diretivas NFRD e CSRD, de modo a compreender quer a necessidade de implementação desta primeira diretiva, quer a necessidade de revisão da NFRD e eventual introdução da CSRD. Mais ainda, serão apresentados, também os principais resultados decorrentes do processo de consulta pública executado pela Comissão Europeia em relação à NFRD e o seu processo de revisionamento. No final deste capítulo, serão abordados, ainda, os possíveis impactos da CSRD sobre as empresas da UE, através de uma análise das suas principais características e apresentação de literatura de suporte, seguindo-se, por fim, o Capítulo 5, destinado a considerações finais e sugestões de investigação.

2. Revisão da Literatura

2.1. A evolução da política ambiental na União Europeia

Ao longo das últimas décadas, a União Europeia tem vindo a assumir um papel preponderante em relação à proteção do ambiente e estipulação de legislação ambiental (Bäckstrand & Elgström, 2013; Oberthür & Dupont, 2021). Desde 1972, a UE tem vindo a elaborar programas de ação ambiental internos, designados Environmental Action Programmes (EAP), com o intuito de controlar e minimizar o impacto da atividade humana em território europeu e, desde então, aquelas que foram, numa primeira instância, iniciativas voltadas a temas específicos (como a qualidade do ar, qualidade da água, entre outros), resultaram naquilo que representa, hoje em dia, um conjunto de mais de 500 diretivas, regulamentos e decisões que perfazem a totalidade da legislação ambiental da UE, comumente denominada de *Environmental Acquis* (Benini & Asquith, 2019; European Commission, 2022b).

No final da década de 80, os governos pertencentes à UE compreenderam que a legislação ambiental em vigor (e implementada em consequência do primeiro EAP) necessitaria de assumir contornos mais abrangentes, de modo a que problemas ambientais mais complexos, como a utilização de recursos naturais e o impacto ambiental na saúde pública como resultado de poluição, pudessem ser devidamente debelados, dando-se início, então, à integração das questões ambientais em outros setores e atividades da UE, num movimento oficializado em 1998, no processo de Cardiff, uma iniciativa posta em prática pelo Conselho Europeu com esta mesma finalidade e que visou, numa primeira instância, setores responsáveis por elevados níveis de deterioração do ambiente, como o da indústria, energia, transporte, agricultura e turismo (Benini & Asquith, 2019; European Commission, 2022c).

Desde o final dos anos 90 que uma maior atenção tem sido dada pela UE à compreensão de todas as interligações existentes entre o ambiente, a sociedade e a economia, levando a que os EAPs publicados desde então assumissem uma orientação cada vez mais projetada ao desenvolvimento sustentável e à procura pela coerência entre as políticas implementadas (Benini & Asquith, 2019; European Commission, 2019)

Com base nesta política interna, e como anteriormente referido, a UE tem apresentado, por consequência, um papel de liderança e mediação na delineação e estipulação de leis e acordos internacionais que visem a proteção do meio ambiente, redução de emissões e o desenvolvimento sustentável, como verificado, a título de exemplo, aquando da assinatura do Protocolo de Kyoto, em 1998, e do Acordo de Paris, em 2015 (Bäckstrand & Elgström, 2013; Oberthür & Dupont, 2021).

2.2. O Acordo de Paris

O Acordo de Paris é um tratado internacional voltado ao combate às alterações climáticas, sendo promulgado pelas Nações Unidas e adotado por 196 países a 12 de Dezembro de 2015, na COP 21, em Paris, tendo em vista a restrição do aumento das temperaturas médias do planeta a valores inferiores a 2°C, quando comparadas a valores pré-industriais (procurando-se, ainda assim, atingir níveis de aumento inferiores a 1.5°C), sendo este o valor máximo de temperatura que o planeta pode suportar, sem que se verifique um nível de interferência prejudicial para o clima e subsistência das futuras gerações e economia mundial, conforme acordado entre os governos (Rogelj et al., 2016; The University of Edinburgh, 2021; United Nations, 2022a; United Nations Climate Change, 2022).

Este tratado teve como base as informações divulgadas pelo IPCC Fifth Assessment Report (AR5), um documento produzido pelo IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change), que se traduz num relatório de avaliação relacionado ao efeito das alterações climáticas em diversos setores e regiões do globo, bem como níveis de influência humana nas alterações climáticas e possíveis técnicas de mitigação (entre outros) (Pachauri et al., 2014; The University of Edinburgh, 2021).

O acordo envolve, também, uma grande componente cooperativa, seja em termos de financiamento aos países menos desenvolvidos, como também partilha de informação tecnológica e reforço das capacidades essenciais ao aumento dos níveis de resiliência, adaptação e mitigação dos impactos das alterações climáticas por parte destes países (European Commission, 2022d; United Nations Climate Change, 2022).

Ao aderir ao Acordo de Paris, cada país compromete-se a reduzir as suas emissões de gases com efeito de estufa (GEE), através da elaboração, submissão e cumprimento de um plano de ação climático nacional, intitulado Nationally Determined Contribution (NDC), sob revisão a cada cinco anos, de modo a que se adeque aos eventuais progressos das políticas ambientais e ambições de cada governo [1][5]. Através dos seus NDCs, os países aderentes devem comunicar as diversas ações que pretendem tomar em prol da redução dos níveis de emissão dos GEE e cumprimento dos objetivos estipulados, bem como ações que pretendem tomar de modo a aumentar os níveis de resiliência e capacidade de adaptação aos impactos do aumento das temperaturas globais (United Nations, 2022a; United Nations Climate Change, 2022).

2.3. A Responsabilidade Social das Empresas e o Relato de Sustentabilidade

O tema da sustentabilidade tem vindo a ganhar maior relevância ao longo das últimas décadas, sendo um ponto de interesse para a grande maioria dos stakeholders empresariais, muito devido aos já visíveis impactos das alterações climáticas no ambiente (Benlemlih et al., 2018). Não só a sociedade tem vindo a desenvolver um maior nível de sensibilização para o tema, como as próprias empresas têm, também, vindo a adotar estas preocupações nos seus processos de tomada de decisão e modelo de negócios, procurando combater e minimizar os efeitos decorrentes das suas atividades no ambiente e na sociedade, assumindo, assim, uma estratégia que contemple a *Triple Bottom Line* (ver Figura 3), uma abordagem empresarial segundo a qual as empresas devem procurar atingir um equilíbrio não só económico, como também ambiental e social, considerando ainda as expectativas dos seus shareholders e stakeholders (Benites & Polo, 2013; Löw, 2021). Esta abordagem alinha-se, também, com o conceito de Responsabilidade Social das Empresas (RSE), segundo o qual as empresas devem integrar as preocupações sociais e ambientais dos seus stakeholders no seu modelo de negócios (Löw, 2021; Perrini, 2006; UNIDO, 2022).

A integração do conceito de RSE nas empresas pode apresentar-se como uma ferramenta de vantagem competitiva, possibilitando um acesso facilitado a capital, aumento de vendas e rentabilidade, poupanças no custo de operações, melhorias na produtividade e qualidade, melhores níveis de reputação e imagem empresarial, maiores níveis de lealdade por parte do consumidor, redução de risco, entre outros (UNIDO, 2022)

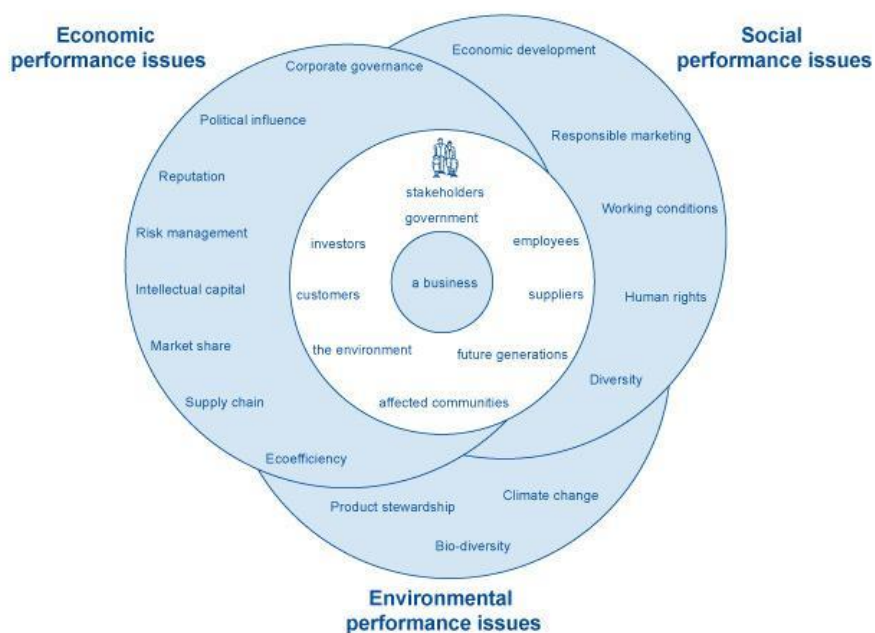


Figura 3 – Fatores de interesse empresarial de acordo com a Triple Bottom Line (UNIDO, 2022)

Posto isto, a divulgação de informação de cariz não-financeiro, relacionada às questões ambientais e sociais, apresenta-se como uma prática adotada por um crescente número de empresas, que procuram não só incrementar os níveis de informação ao dispor dos seus stakeholders e possíveis investidores, como também maximizar os benefícios associados à divulgação deste tipo de informação para a empresa (Löv, 2021).

Ao contrário dos relatórios financeiros, que apresentam um cariz retrospectivo, os relatórios não-financeiros possibilitam uma visão da política e compromissos futuros das empresas, no que cerne a informações relacionadas com a gestão de risco, governança corporativa, posicionamento estratégico, administração e o desempenho social e ambiental destas mesmas, existindo, no entanto, uma diferenciação do

conteúdo apresentado entre PMEs e empresas de maior dimensão, principalmente no que respeita à divulgação de dados ambientais e questões sociais (Dias et al., 2019; Perrini, 2006).

Segundo um estudo publicado por Liang & Renneboog (2020), embora a adoção de práticas de RSE seja completamente voluntária, esta mesma possibilita a valorização da empresa através de diversos canais, como a sinalização da qualidade do produto da empresa, aumento dos níveis de confiança e capital social, melhoria nas relações com stakeholders, proteção da empresa em casos de desastres ambiental ou sociais, aumento dos níveis de satisfação e motivação dos empregados, redução de custos de capital e risco idiossincrático, incremento dos níveis de atração de análises recomendativas à empresa e criação de um efeito reputacional com possíveis efeitos na valorização da empresa (Liang & Renneboog, 2020).

Mais ainda, os relatórios não-financeiros representam a visão de RSE para a empresa, sendo também um instrumento de avaliação dos níveis de relevância destas questões para a mesma (Perrini, 2006). Esta informação é suportada por um estudo de Dias et al. (2018), em que os autores concluem que, embora a elaboração de relatórios não-financeiros possa apresentar custos significativos para PMEs, a divulgação deste tipo de informação representa-se como uma ferramenta para o incremento da sua reputação e a promoção do diálogo e alinhamento da sua política empresarial com os interesses dos seus stakeholders (Dias et al., 2019).

Para além da elaboração de relatórios com base na RSE, as empresas têm vindo a desenvolver, também (e mesmo, por vezes, em simultâneo), relatórios ESG (Environment, Social and Governance), como um ponto de avaliação para investidores, uma vez que, para além destes relatórios se debruçarem sobre as questões ambientais, sociais e de governança das empresas, apresentam uma estrutura que permite, também, uma melhor quantificação externa dos esforços tidos por estas últimas, através da elaboração de métricas que se enquadrem com aquilo que é material, consideradas as atividades da mesma (Bakarich et al., 2022; O'Neill, 2022). Este tipo de relatório tem assumido uma posição de predominância ao longo dos últimos anos, sendo mesmo parte integrante dos UN Principles for Responsible Investment, um

conjunto de princípios desenvolvidos pela UN, com o objetivo de incutir os fatores ESG no processo de escolha e decisão de investidores, uma vez que, enquanto o tema da sustentabilidade pode ser extremamente abrangente e multifacetado, estes fatores agregam, de uma melhor forma, o valor associado às iniciativas e performance ambiental, social e de governância de uma empresa, seja a curto, médio ou longo prazo (O'Neill, 2022; Principles for Responsible Investment, 2022; Zumente & Bistrova, 2021).

Mais ainda, e como indicado num estudo publicado por Amel-Zadeh (2017), para além da utilização dos fatores ESG na análise de performance de investimentos, outras razões, como considerações éticas e a demanda por parte de clientes, tornaram-se fatores decisivos na adoção destas métricas ao longo dos últimos anos (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Esta informação é suportada por inúmeros estudos (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Henisz & McGlinch, 2019; Sassen et al., 2016) que estabelecem uma relação inversa entre a performance ESG das empresas e o risco associado ao investimento nestas mesmas.

A estipulação dos ODS e a entrada em vigor do Acordo de Paris geraram, também, uma necessidade de reconfiguração dos padrões de investimento público e privado, de modo a que uma maior quantidade de fundos possam ser alocados a projetos que respeitem os objetivos traçados pela Agenda 2030 e pelos NDCs (Nationally Determined Contribution) divulgados por cada país aderente ao Acordo de Paris (Migliorelli, 2021; Ziolo et al., 2020).

Os relatórios ESG podem ser redigidos de acordo com um conjunto de normas internacionais muito divergentes, como é caso da Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Global Reporting Initiative (GRI) e Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Embora todas estas normas se baseiem no já referido conceito da Triple Bottom Line (processo de definição de métricas de desempenho empresarial), a grande amplitude de métricas de avaliação utilizadas por cada norma acaba por originar um conjunto de relatórios muito heterogéneo e de difícil comparação (Bose, 2020), como constatado num artigo publicado pelo *Financial Times*, que para além de identificar esta dificuldade de comparação para investidores, ressalva

também as dificuldades trazidas a todo o processo de relato por parte das empresas (Pavoni, 2020).

Para além do problema de comparabilidade já identificado, verificam-se, também, constrangimentos no que cerne à validação e níveis de credibilidade dos relatórios produzidos, uma vez que os dados apresentados não estão obrigatoriamente sujeitos a processos de auditoria (Liang & Renneboog, 2020). No contexto internacional, estes processos de auditoria são executados por um número diversificado de empresas, ainda que 57% de todos os processos de auditoria sejam realizados pelas empresas compreendidas entre as Big 4 (Deloitte, PwC, KPMG e EY) (Bakarich et al., 2022).

De acordo com informação divulgada pela SASB, o número de empresas que não apresentam qualquer tipo de auditoria, dentro do grupo de empresas que relata de acordo com as métricas estipuladas pela SASB, varia entre os 66 e os 75% (Bakarich et al., 2022). No entanto, e embora represente custos adicionais, o processo de auditoria dos relatórios e dados apresentados pelas empresas apresenta efeitos positivos em todas as dimensões da RSE, bem como na credibilidade geral da empresa e dos relatórios apresentados, de acordo com um estudo de Dias et al. (2018) (Dias et al., 2019).

2.4. Principais abordagens teóricas ao relato de sustentabilidade

O compromisso das empresas para com a sociedade pode ser avaliado de diferentes perspetivas, pelo que, no âmbito deste estudo, serão apresentadas duas teorias, entre muitas outras existentes, que visam compreender as razões que levam as empresas a avaliar e minimizar o impacto das suas atividades no meio que as rodeia, sendo elas a *Teoria da Legitimidade* e a *Teoria do Stakeholder*. A seleção destas duas teorias prende-se pelo facto de defenderem visões diferentes, mas muito populares, dentro daquelas que devem ser as abordagens e motivações empresariais em relação ao tema da sustentabilidade (Chung & Cho, 2018).

De modo a melhor compreendermos estas teorias, é necessário compreender-se, de igual forma, o conceito de *stakeholder*. De acordo com Freeman (2015), um stakeholder representa um qualquer grupo ou indivíduo que tem efeito ou é afetado pela atividade duma empresa, podendo a totalidade dos seus stakeholders ser definida de forma ampla (fornecedores, clientes, acionistas, empregados, comunidades, grupos políticos, governo, *media*, etc.) ou restrita (fornecedores, clientes, empregados, acionistas e comunidade) (Freeman, 2015). Clarkson (1995) promove também uma visão semelhante do conceito de stakeholder, identificando-os como pessoas ou grupos que têm (ou afirmam ter) direitos ou interesses sob determinada empresa e/ou suas atividades, no presente, passado ou futuro (Max, 1995).

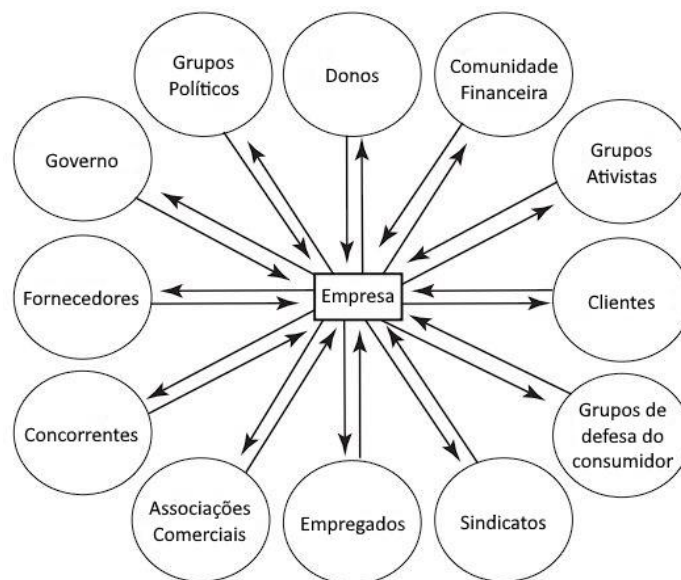


Figura 4 – Mapa demonstrativo de stakeholders de uma grande empresa (traduzido de (Freeman, 2015))

Freeman definiu a Teoria do Stakeholder como o conjunto de proposições que sugerem que as empresas têm obrigações para com os seus stakeholders, devendo considerá-los, também, nas suas decisões. Esta teoria surge em contraste à Teoria do Stockholder, que afirma que as empresas devem agir unicamente de acordo com o interesse dos seus acionistas (stockholders) (Dias et al., 2019; Freeman, 2015).

Neste contexto, a sobrevivência das empresas está intrinsecamente ligada ao relacionamento entre estas e os seus stakeholders, sendo do interesse das empresas tentar cumprir (e também gerir) as expectativas destes últimos, com vista a incrementar a imagem geral da empresa e reduzir os riscos associados à mesma (Dias et al., 2019)

De um modo geral, os stakeholders podem ser divididos entre stakeholders primários e secundários. Um stakeholder primário representa-se por um qualquer stakeholder sem o qual a empresa não sobreviveria, sendo este grupo de stakeholders compreendido, na maior parte das vezes, por acionistas, investidores, empregados, clientes e fornecedores, bem como o chamado “grupo de stakeholders públicos”, composto pelos governos e comunidades que impõem regras e leis às quais as empresas devem respeitar (Max, 1995)

Os stakeholders secundários são definidos como os stakeholders que têm influência ou afetam (ou são influenciados ou afetados) a empresa e as suas atividades, não estabelecendo, no entanto, qualquer tipo de negócio ou transação com estas, não sendo, por este mesmo motivo, essenciais à sua sobrevivência. Exemplos de stakeholders secundários representam-se pelos *media* e outros grupos de interesse específico, que têm a capacidade de mobilizar a opinião pública e, com isto, surtir efeito sob o desempenho de determinada empresa, podendo ir contra as políticas e iniciativas adotadas pelas empresas, com vista à satisfação dos seus stakeholders primários e cumprimento das suas responsabilidades para com estes (Max, 1995)

Uma outra perspetiva, defendida por Suchman (1995), centra-se à volta do conceito de legitimidade, que corresponde à percepção ou suposição de que as ações de uma entidade são desejáveis ou apropriadas dentro de um qualquer sistema social de normas, valores, crenças e definições (Stekelorum et al., 2018).

Esta perspetiva designa-se por Teoria da Legitimidade, que descreve a divulgação de informação de cariz não-financeiro como um instrumento empresarial voltado à legitimização das empresas e, de acordo com esta teoria, as empresas só conseguem sobreviver se respeitarem os valores impostos pela sociedade onde se enquadram (Suchman, 1995).

Numa conceptualização feita por Burlea-Schiopoiu & Popa (2013), a Teoria da Legitimidade representa um mecanismo que visa suportar as empresas na implementação e comunicação de iniciativas sociais e ambientais voltadas ao cumprimento das suas obrigações para com a sociedade, de modo a que os seus objetivos enquanto empresa sejam reconhecidos por esta mesma (Schiopoiu Burlea & Popa, 2013). Mais ainda, de acordo com um estudo publicado pelo European Banking Institute, a Teoria da Legitimidade implica, também, que o volume de informação divulgada seja proporcional à dimensão do volume de negócios da empresa, de modo a que esta consiga legitimizar devidamente as suas atividades (Löw, 2021)

Na eventualidade de uma empresa não cumprir com as normas estipuladas pela sociedade, o seu nível de legitimidade sofrerá um impacto negativo, surtindo consequências igualmente negativas para a sua reputação, imagem e níveis de rentabilidade (Castelo Branco & Lima Rodrigues, 2006; Stekelorum et al., 2018).

De um modo geral, esta teoria diverge da Teoria do Stakeholder por compreender a RSE e a divulgação de informação não-financeiro como um instrumento empresarial, ao passo que a Teoria do Stakeholder assume o compromisso da empresa com os seus stakeholders como algo intrínseco ao seu funcionamento e sobrevivência (Löw, 2021).

3. O conceito e definições das Pequenas e Médias Empresas

A categoria das micros, pequenas e médias empresas (PME) é composta pelo conjunto de empresas que emprega menos de 250 pessoas e apresentam um volume de negócios anual que não exceda 50 milhões de euros, ou cujo balanço total anual não exceda os 43 milhões de euros (European Commission, 2022e; INE, 2022).

Dentro desta categoria temos:

- As microempresas, que representam o conjunto de empresas que empregam menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não excede os 2 milhões de euros;
- As pequenas empresas, que representam o conjunto de empresas que não estão classificadas como microempresas, empregam menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não exceda os 10 milhões de euros;
- As médias empresas, que representam o conjunto de empresas que não são classificadas nem como micro, nem como pequena empresa, empregam menos de 250 pessoas e apresentam um volume de negócios anual que não exceda os 50 milhões de euros, ou cujo balanço total anual não exceda 43 milhões de euros (European Commission, 2022e; INE, 2022).

Esta categoria de empresas representa-se, por norma, por empresas mais recentes e, por esse mesmo motivo, mais propensas a assumir riscos e à inovação (Floyd & McManus, 2005). Como já referido neste documento, as PMEs compõem 99% de todos os negócios da UE, sendo também um enorme catalisador de inovação, produtividade, empregabilidade jovem e o crescimento da economia europeia (European Commission, 1993; Johnson & Turner, 2000; Koirala, 2019). Ainda assim, e considerada a elevada densidade de PMEs na UE, estas empresas representam, na sua

totalidade, 60 a 70% dos valores totais de poluição industrial desta região (OECD, 2018).

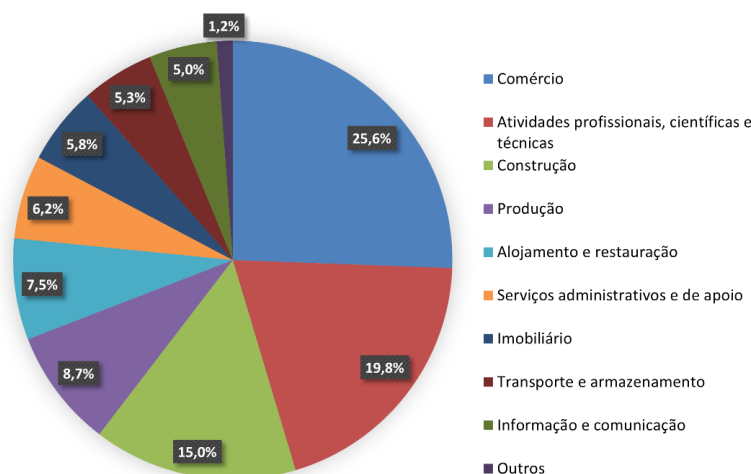


Figura 5 – Percentagem de PME's na UE. em 2020, por setor (adaptado de (Clark, 2022))

Das cerca de 22,5 milhões de PME's em atividade na UE, em 2020, os três maiores setores de atividade voltam-se ao comércio (5,7 milhões de empresas), atividades profissionais, científicas e técnicas (4,4 milhões de empresas) e ao setor da construção (3,4 milhões de empresas). Ainda assim, é o setor da produção (ou manufatura) o responsável por grande parte do consumo global de recursos, poluição e geração de resíduos, de acordo com um estudo publicado em 2013 pela OCDE (Clark, 2022; OECD, 2013). Mais ainda, e de acordo com um estudo de Koirala (2019), as PME's contribuem para o crescimento inclusivo dos países onde se enquadram, através da contratação de mão-de-obra oriunda de estratos sociais mais carenciados, incrementando a necessidade de um melhor conhecimento das práticas sociais destas empresas (Koirala, 2019).

Embora exista um grupo de PME's que se associe ao empreendedorismo verde (caso das *eco-innovators* e *eco-entrepreneurs*), grande parte das PME's não apresenta uma abordagem voltada à criação e utilização de processos e tecnologias limpas, que lhes permitam a redução do impacto das suas atividades no ambiente, podendo assumir, ainda assim um papel de *eco-adopters* (OECD, 2013, 2018).

Esta tipologia de PMEs, que representa a grande maioria destas, cinge-se à adoção de tecnologias e modelos de negócio mais sustentáveis, em concordância com as legislações sociambientais impostas, ainda que o tema da sustentabilidade possa não fazer parte dos seus objetivos empresariais. Um dos grandes desafios atuais, de acordo com a OCDE, passa por compreender que tipo de incentivos poderão aliciar estas empresas a tomar uma posição mais proativa no que cerne aos níveis de sustentabilidade destas mesmas (OECD, 2013, 2018)

A adoção de práticas mais sustentáveis, por parte das PMEs, pode trazer benefícios económicos para estas mesmas, no entanto, estes variam mediante o tipo de empresa e o setor em que esta se enquadra, como indicado por del Río González (2005), que afirma que empresas voltadas à geração de produtos comercializáveis têm maiores chances de beneficiar de fatores externos à empresa, como o nível de consciencialização ambiental dos consumidores, algo que não se verifica para empresas produtoras de bens intermediários, embora a pressão por parte de empresas acima na cadeia de abastecimento possa representar, também, uma oportunidade comercial para estas últimas (del Río González, 2005; OECD, 2013). Para além destes benefícios, a adoção de práticas mais sustentáveis poderá associar-se, também, a uma redução nos custos de produção, originada por diversos fatores, como:

- O aumento da eficiência de processos, gerada através da otimização de processos ou introdução de processos mais eficientes, resultando numa menor demanda por matéria-prima e produção de resíduos;
- Melhorias no design de produtos, onde as empresas podem reduzir custos de produção sem que haja qualquer alteração em termos de utilidade do produto;
- Melhorias na gestão de resíduos, através da reutilização de resíduos ou partilha de resíduos que possam ser usados como matéria-prima para outras empresas, reduzindo-se, assim, custos de depósito de resíduos;
- Utilização de outras fontes de matéria-prima, como é caso da utilização de material reciclado;

- O aumento da eficiência das infraestruturas, através da utilização de tecnologia que vise a redução dos gastos energéticos associados à operação das suas infraestruturas;
- Acondicionamento e transporte, através da redução do volume das embalagens e preferência por fornecedores locais com vista à redução das distâncias de envio (Koirala, 2019; OECD, 2018).

Considerados os benefícios, é necessário apresentar, também, os entraves à adoção de políticas de sustentabilidade por parte das PME's, sendo eles, na sua grande maioria, os custos associados ao processo de monitorização e obtenção de dados para relato, bem como os custos associados ao processo de auditoria, e o elevado nível de incerteza relativamente às políticas e tecnologias ambientais em vigor, bem como elevados níveis de incerteza por parte das PME's relativamente ao verdadeiro valor das práticas e iniciativas sustentáveis para o consumidor e benefícios de mercado associados (Koirala, 2019).

O quadro de gestão de muitas PME's acaba, também, por não dispor do conhecimento necessário para compreender, de uma forma holística, as implicações da atividade das suas empresas nos locais onde se enquadram, nem do possível valor associado à implementação de uma política de sustentabilidade no seio empresarial, como reportado num estudo realizado pela Scottish Environmental Protection Agency (SEPA) (2016), relativo às PME's em atividade na Escócia e Irlanda do Norte (NetRegs, 2016). Mais ainda, as limitações em termos de recursos, bem como os elevados custos associados ao relato não-financeiro representam, também, outro entrave à inclusão das políticas de sustentabilidade para as PME's, uma vez que este processo envolve, muitas vezes, investimentos ao nível de infraestruturas e tecnologia, representando encargos possivelmente inoportáveis para estas empresas, que apresentam, por norma, uma disponibilidade financeira bastante reduzida (Koirala, 2019).

4. A regulação do relato de sustentabilidade na União Europeia

4.1. Da NFRD à CSRD: definições e principais diferenças

Como já referido neste documento, as organizações têm vindo a ser alvo de uma crescente responsabilização pelos impactos ambientais e sociais das suas atividades, pelo que se tem verificado um maior interesse pelas iniciativas voltadas à Responsabilidade Social das Empresas (RSE). Este conceito, definido pela Comissão Europeia como “a responsabilidade das empresas pelos seus impactos na sociedade”, prende-se ao conjunto de iniciativas estabelecidas entre stakeholders e empresas na integração de preocupações ambientais e sociais no modelo de negócios destas últimas (European Commission, 2011; Schröder, 2022).

Num relatório publicado pela KPMG, voltado à análise das tendências associadas a metodologias de relato de sustentabilidade, concluiu-se que a divulgação de informação relacionada à RSE tem apresentado um crescimento substancial ao longo das últimas décadas, respeitando, por norma, um de diferentes standards internacionais para o relato de informação de cariz não-financeiro das empresas (KPMG, 2020). Este alargamento das linhas de comunicação entre as empresas e os seus stakeholders permite uma melhor gestão de risco a stakeholders, bem como níveis acrescidos de legitimidade por parte da empresa (C. Chen et al., 2008; Deegan, 2002). Neste contexto, e com vista a promover um incremento da informação existente em relação aos níveis de sustentabilidade corporativa das empresas, a UE tem vindo a desenvolver uma nova diretiva, de nome Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) (Brightest, 2022; European Union, 2004; Ribeiro Duarte & Araújo Matias, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022).

Esta diretiva terá o propósito de substituir e complementar a legislação imposta pela Non-Financial Reporting Directive (NFRD), uma diretiva europeia, implementada em 2014 e com efeito a partir do ano de 2017, que serviu como base para o estabelecimento de regras associadas à obrigatoriedade e contornos da divulgação de informação de cariz não-financeiro e relacionada às questões ESG (*Environmental, Social and Governance*), por parte de grandes empresas de interesse público no panorama

europeu, fazendo, esta nova diretiva, parte do “Sustainable Finance package”, um pacote de medidas associadas ao Green Deal e voltado à promoção de uma economia de neutralidade carbónica no espaço europeu (Brightest, 2022; European Union, 2004; Ribeiro Duarte & Araújo Matias, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022)

A NFRD, diretiva a ser suplantada pela CSRD, foi implementada com o propósito de fomentar a disponibilização de informação de cariz não-financeiro a stakeholders e investidores com interesse no mercado de capitais da UE, com vista a que se pudesse determinar, de uma melhor forma, os níveis de sustentabilidade e impacto decorrente da atividade das empresas, procurando, também (e como consequência), encorajar não só as empresas, como também a restante sociedade, a uma mudança de atitude relativamente às questões sociais e ambientais que ainda hoje enfrentamos (European Union, 2004; Ribeiro Duarte & Araújo Matias, 2022). No entanto, e mesmo após a implementação da NFRD no espaço comunitário europeu, a informação disponibilizada pelas empresas demonstrou-se muito aquém do pretendido por organizações não-governamentais, parceiros sociais e outros stakeholders empresariais, que têm vindo a desenvolver uma apetência cada vez maior por este tipo de informação. Esta discrepância em termos de conhecimento do modelo de negócio das empresas representa uma falha de mercado, tendo repercussões negativas para o desenvolvimento sustentável das empresas que o compõem, uma vez que esta falta de conhecimento, por parte dos investidores, poderá impedi-los de tomar decisões de investimento mais sustentáveis, que beneficiem empresas com modelos de negócio e atividades “verdes”, pressionando as demais empresas a tomar uma atitude com vista a melhorar as suas práticas ambientais, sociais e de governança (European Union, 2004).

A necessidade de se desenvolver uma versão revisionada da NFRD surgiu como consequência de um processo de consulta a stakeholders de empresas da UE, por parte da *Comissão Europeia* (CE), no que cerne às características da diretiva em vigor, onde se concluiu que a informação disponibilizada não correspondia aos níveis de informação pretendidos por stakeholders e demais partes interessadas, no que toca aos níveis de sustentabilidade empresarial (European Union, 2004). Adicionalmente, este plano de revisão foi incluído no *European Green Deal*, um programa de medidas europeias que

tem como objetivo transformar a economia da União Europeia numa economia sustentável, competitiva e livre de emissões de *gases com efeito de estufa* (GEE) até 2050, sob a premissa de desassociar o crescimento económico do aumento da utilização de recursos naturais e melhorar os níveis de conservação do capital natural do território e proteção da população contra riscos associados ao ambiente e alterações climáticas (European Union, 2004)

Um dos principais constrangimentos associados à NFRD prende-se ao elevado nível de flexibilidade dado às empresas quanto ao tipo de informação a divulgar, ao estabelecer que as empresas compreendidas devem transmitir a informação necessária para a compreensão do desenvolvimento, desempenho, posição e impacto da atividade da empresa no meio ambiente e questões sociais relacionadas, no mínimo, a questões de trabalho, respeito pelos direitos humanos, anticorrupção e aliciação (European Parliament, 2014). Esta leveza de critérios resulta numa minimização da informação divulgada, como indicado numa publicação de Tarquinio et al. (2020), que constata uma redução dos níveis de variedade da informação de cariz não-financeiro divulgada pelas empresas italianas listadas em bolsa, após a entrada em vigor da NFRD no país, ainda que se tenha verificado, igualmente, um crescimento do número de empresas a elaborar relatórios voltados a este tipo de informação, sendo esta reação vista como resultado do elevado nível de flexibilidade que se associa a esta diretiva (Tarquinio et al., 2020). Para além disso, uma falta de standardização dos relatórios e da informação a divulgar dá origem a uma grande diversidade de dados, dificultando o processo de seleção e análise de investimentos, como resultado da incomparabilidade da maioria da informação divulgada (Santos et al., 2022).

Outra questão, introduzida formalmente num processo de consulta pública à NFRD, a mando da CE, prende-se à exclusão das pequenas e médias empresas (PMEs) europeias do lote de empresas abrangidas pela diretiva, uma vez que este grupo de empresas representam cerca de 99% da totalidade de empresas europeias e, por consequência, um grupo de grande interesse para investidores e demais stakeholders, bem como para o alcançar das metas de sustentabilidade estabelecidas pela UE, considerando-se que a totalidade das PMEs europeias representam cerca de 70% da poluição industrial dentro do espaço europeu (Koirala, 2019; Statista, 2021)

A necessidade de alocar financiamento a este grupo de empresas é preponderante para o crescimento económico e sucesso destas mesmas, no entanto, a inexistência ou reduzida quantidade de informação sobre as mesmas (entre elas a informação de cariz não-financeiro), demonstra-se prejudicial no processo de análise de risco e investimento, dificultando também a beneficiação das PME's que apresentem tecnologias e práticas mais sustentáveis (Altman et al., 2010).

A CSRD procurará alargar ainda mais a quantidade de informação disponível para stakeholders empresariais e investidores, em relação aos resultados já obtidos através da implementação da NFRD, uma vez que o seu escopo de ação será ampliado, estendendo-se, com a implementação desta diretiva, a todas as empresas pertencentes à UE ou subsidiárias de empresas externas à UE, mas com atividade dentro deste espaço, que apresentem dois de três critérios: mais de 250 empregados; mais de 40M€ em receita anual e/ou; mais de 20M€ em ativos totais, abrangendo, ainda, empresas com títulos cotados publicamente e mais de 10 empregados ou 20M€ de receita, e empresas não pertencentes à UE com mais de 150M€ em receita anual dentro do espaço da UE. Esta diretiva prevê, também, a abrangência a PME's listadas em mercados regulados pela UE, à exceção de microempresas (Brightest, 2022; Sikken, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022)

Para além disso, a diretiva será aplicada a todas as empresas listadas no mercado regulado europeu, à exceção de microempresas, bem como todas as empresas seguradoras e instituições de crédito, entrando a diretiva em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2024 para as empresas atualmente sujeitas às regras da NFRD, e a 1 de Janeiro de 2025 para as restantes grandes empresas não-abrangidas. Por fim, as PME's abrangidas terão até Janeiro de 2026 para cumprir com as normas desta nova diretiva, podendo, ainda, retardar este processo até 2028. Mais ainda, a diretiva respeitará um princípio de proporcionalidade, através do qual adequará a quantidade e complexidade de normas a adotar mediante a dimensão dos diferentes tipos de empresa (Sikken, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022).

Um dos grandes benefícios associados à CSRD passa pela implementação de um sistema de normas que padronize a informação divulgada pelas empresas, de modo a

reduzir a liberdade dada às empresas na escolha do tipo de informação a divulgar, potenciando-se, assim, a comparação dos níveis de sustentabilidade entre empresas do mesmo setor e, como consequência, numa fase posterior, um maior fluxo de investimento para empresas com melhor desempenho/compromisso ambiental (European Union, 2004; Wollmert & Hobbs, 2022).

Esta norma terá como objetivo corresponder às necessidades de um grande número de stakeholders empresariais, baseando-se no conceito de dupla materialidade para a identificação de *Key Performance Indicators* (KPIs) adequados a cada tipo de atividade, permitindo, assim, uma melhor análise de risco e controlo de qualidade das empresas. Adicionalmente, prevê-se que, com um acréscimo dos níveis de informação disponível para as entidades governamentais, se verifiquem, posteriormente, alterações nos sistemas de incentivo e políticas fiscais em vigor, de modo a que aqui se constate, também, uma beneficiação de empresas com políticas ambientais mais fortes (Wollmert & Hobbs, 2022).

De modo a alcançar os objetivos a que se propõe, a CSRD necessitará que as empresas abrangidas efetuem alterações à forma como preparam e divulgam os seus relatórios ambientais, dando não só maior ênfase à quantidade de informação divulgada, como também à normalização da estrutura e conteúdo dos relatórios elaborados e à utilização de um sistema de *digital tagging* para que a informação divulgada seja disponibilizada para consulta (Wollmert & Hobbs, 2022).

Entre a informação a divulgar, estima-se que a diretiva preveja que as empresas passem a facultar, de forma mais aprofundada, informações como:

- níveis de resiliência de modelo de negócio;
- estratégias preventivas em caso de riscos associados à sustentabilidade empresarial;
- planos para alinhamento de estratégias e projetos futuros ao interesse dos seus stakeholders e necessidades de transição para uma economia sustentável e de neutralidade carbónica;
- eventuais oportunidades de negócio associadas à sustentabilidade;

- o papel do quadro de gestão nas questões associadas à sustentabilidade;
- descrição da política de sustentabilidade da empresa; principais e potenciais impactos adversos associados às atividades da empresa, incluindo os impactos associados à cadeia de valor desta mesma;
- ações e consequentes resultados de iniciativas de prevenção, remediação ou mitigação de riscos decorrentes da cadeia de valor da empresa e com potenciais impactos adversos para esta mesma;
- principais riscos associados ao tema da sustentabilidade, incluindo principais dependências e gestão de risco associado (Brightest, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022).

Já do ponto de vista da normalização dos relatórios, a CSRD pretende proporcionar uma visão mais completa e integrada do desempenho e impactos da atividade da empresa por parte de stakeholders e investidores, sendo alguns dos principais indicadores a reportar:

- Principais impactos e dependências da empresa em relação aos fatores clima, ar, terra, água e biodiversidade;
- Todos os riscos físicos enfrentados pela empresa, com origem em fatores ambientais, bem como todos os riscos associados com a transição para uma economia carbono-neutra;
- Níveis de utilização de energia e eficiência energética;
- O nível e escopo das emissões de GEE, bem como iniciativas associadas a compensações de carbono;
- Relato de questões associadas às políticas sociais e de governança da empresa, como condições de trabalho, níveis de igualdade de oportunidade, condições de saúde e de trabalho, níveis de ética de negócio, entre outros (Brightest, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022).

A utilização de um sistema de *digital tagging*, por sua vez, tem um papel fundamental na valorização e validação da informação, bem como na facilitação de acesso a informação de valor acrescido, por parte de investidores e stakeholders empresariais. Este sistema

passa pela exigência da demarcação (ou *tagging*) de informação com valor para análise de níveis de sustentabilidade empresarial, mediante as definições e critérios de aplicabilidade estipulados pelo sistema de taxonomia europeu (*EU Taxonomy*), em todos os relatórios de gestão e demonstração financeira publicados pela empresa, que devem, também, ser redigidos em formato XHTML, de modo a que este tipo de informação possa ser lido por máquinas e incluído no *European Single Access Point* (ESAP) (Brightest, 2022; European Union, 2004; Wollmert & Hobbs, 2022). O ESAP é uma ferramenta de acesso a informação de desempenho empresarial introduzida pelo *Capital Markets Union action plan* (CMU), um conjunto de medidas desenvolvidas pela CE que visa uma melhor distribuição de investimentos entre os diversos estados-membros da UE, dados os elevados níveis de fragmentação de investimento existentes, atualmente, no mercado de capitais da UE (European Comission, 2022a).

Esta ferramenta terá como papel a facilitação de acesso a informação útil para avaliação de riscos e investimentos por parte de investidores que pretendam inserir-se no mercado de capitais da UE, considerando-se a atual escassez de informação disponível para estas entidades e grande dispersão dos milhares de relatórios de desempenho produzidos por mais de 150 mil organizações com dever de divulgação de informação (European Union, 2021).

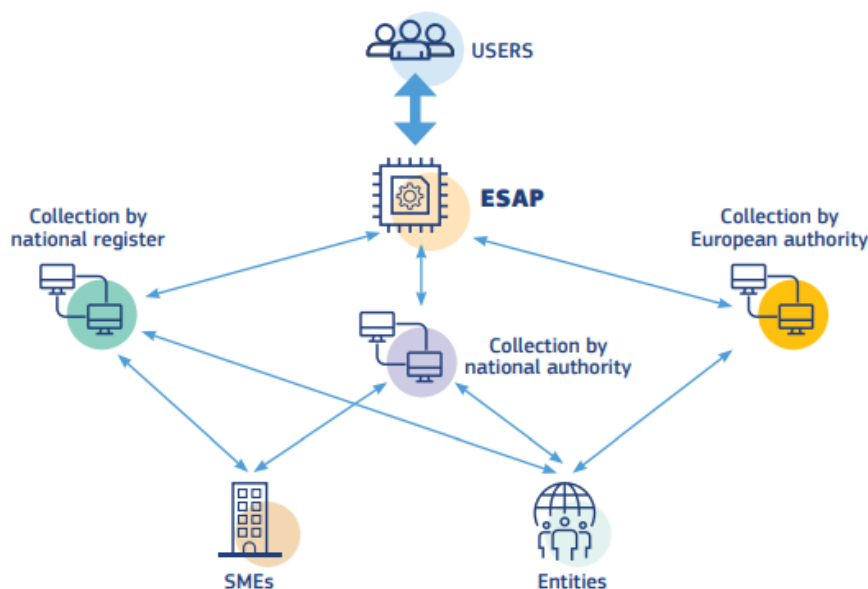


Figura 6 – Posicionamento do ESAP no processo de colheita e partilha de informação empresarial (European Union, 2021)

De acordo com informação divulgada pela CE, cerca de 82% da informação relevante para investidores se encontra limitada às páginas web de cada empresa, tornando o processo de análise de investimentos (leia-se, também, análise de desempenho ambiental das empresas) muito incompleto, demorado e, consequentemente, dispendioso (European Union, 2021).

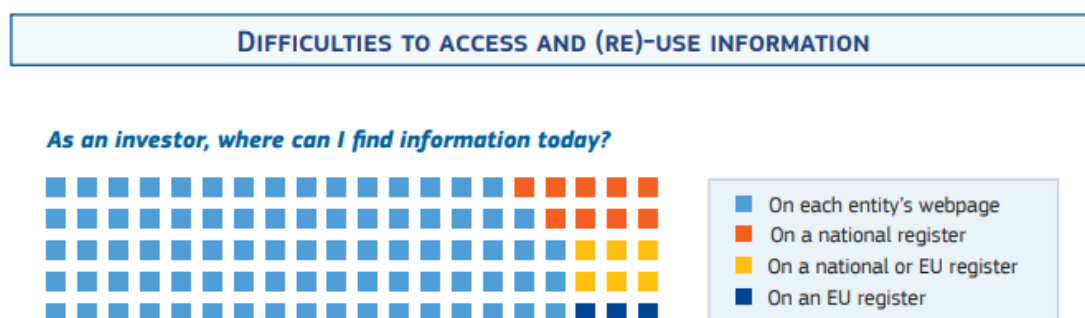


Figura 7 – Distribuição dos acesso a informação empresarial no panorama da UE (European Union, 2021)

Mais ainda, o Parlamento Europeu considerou que, com a implementação da CSRD, toda a informação de cariz não-financeiro disponibilizada pelas empresas deverá ser sujeita a processos de auditoria obrigatórios, de modo a que a informação disponibilizada seja devidamente validada antes da sua publicação (European Union, 2004).

Esta ferramenta tem, também, particular interesse para pequenas e médias empresas (PMEs), uma vez que, mesmo as empresas que não se encontrem obrigadas a disponibilizar informação relativa ao seu desempenho, poderão fazê-lo de forma voluntária, aumentando a sua visibilidade a investidores externos, com vista a fomentar, assim, o seu crescimento (Ferrie & Apostola, 2021). Neste sentido, será também relevante referir que um dos objetivos da CMU passa por alargar as fontes de financiamento das PMEs, através de uma facilitação do processo de listagem pública desta tipologia de empresas, o que, embora traga vantagens consideráveis do ponto de vista de financiamento, representará, no contexto da CSRD, encargos adicionais no que cerne ao relato não-financeiro (Mock & Lupini, 2018; Sikken, 2022).

4.2. O processo de consulta pública à NFRD

4.2.1. Enquadramento do processo de consulta

Aquando da comunicação do Pacto Ecológico Europeu (ou European Green Deal), a CE assumiu o compromisso de rever a NFRD como parte da sua estratégia de fortalecimento das fundações para o investimento sustentável (European Commission, 2020). Posto isto, a 20 de Fevereiro de 2020, foi elaborado um processo de consulta pública com vista a compreender, de uma melhor forma, a opinião de um vasto grupo de stakeholders relativamente à viabilidade da aplicação de eventuais medidas revisórias à NFRD, até 11 de Junho de 2020.

Desta consulta, resultaram um total de 588 participações válidas por parte de pessoas e organizações. Destas, cerca de 33% de participações remetem a empresas individuais (ver Figura 8), sendo 30% destas empresas pertencentes ao grupo das PME, sendo os restantes 70% compostos por empresas de maior dimensão (ver Figura 9).

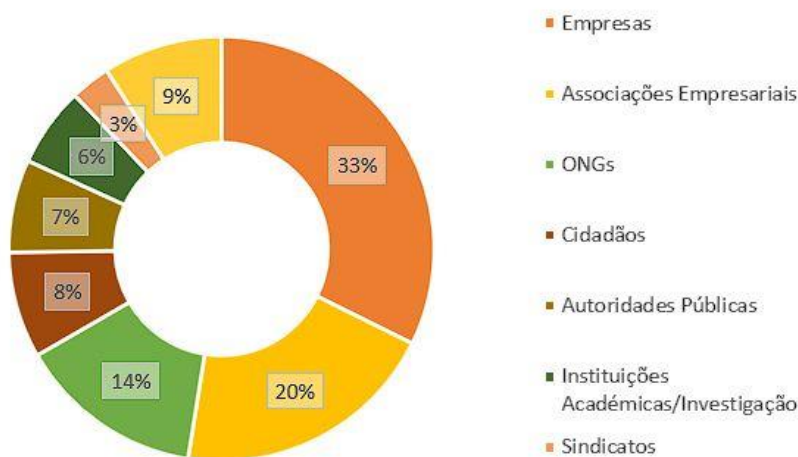


Figura 8 – Tipologia das 588 participações válidas ao processo de consulta pública realizado pela UE a 20 de Fevereiro de 2020 (adaptado de (European Commission, 2020))

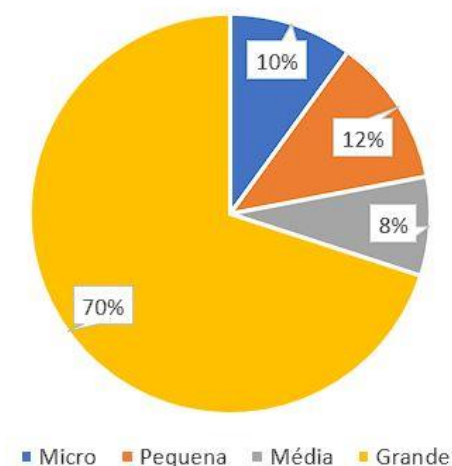


Figura 9 – Tipologia de empresas participantes do processo de consulta pública realizado pela UE a 20 de Fevereiro de 2020 (adaptado de (European Commission, 2020))

Mais ainda, as participações apresentaram, também, uma grande variação em termos de país de origem e tipologia de participantes, no que cerne ao seu interesse e utilização de relatórios não-financeiros (European Commission, 2020).

Dos países pertencentes à UE, cerca de 18% das participações remetem à Alemanha, país com maior índice contributivo, seguindo-se Bélgica (14%), França (10%), Espanha (9%), Itália (6%), entre outros. Fora da UE, são de salientar as participações do Reino Unido (9%) e EUA (4%) (European Commission, 2020). O documento de consulta compreende um total de 45 questões, divididas pelas seguintes questões temáticas:

- Qualidade e âmbito da informação não-financeira a divulgar (questões 1-7)
- Estandardização (questões 8-20)
- Materialidade (questões 21-24)
- Garantia ou *Assurance* (questões 25-32)
- Digitalização (questões 33-34)
- Local de divulgação da informação reportada (questões 36-39)
- Âmbito de aplicação pessoal (questões 40-43)
- Simplificação e redução do encargo administrativo para empresas (questões 44-45)

Das perguntas efetuadas, retiram-se algumas conclusões de maior relevância para este estudo, que serão aqui apresentadas por ordem temática e devidamente aprofundadas no capítulo seguinte.

4.2.2. Resultados obtidos

Antes de apresentar os resultados deste processo de consulta, é pertinente indicar que, dada a grande variedade de stakeholders aderentes (dando especial atenção aos utilizadores e preparadores de relatórios não-financeiros), os resultados às questões levantadas podem apresentar variações consideráveis mediante a restrição de respostas a determinado grupo de stakeholder, considerada a grande divergência de posicionamento e interesses existente entre estes (European Commission, 2020).

Primeiramente, grande parte dos respondentes acreditam que a informação de cariz não-financeiro divulgado pelas empresas é deficiente em termos de comparabilidade (71% das respostas), confiança (60%) e relevância (57%). Esta opinião é ainda mais acentuada quando cingimos a análise às respostas dadas pelo grupo de utilizadores de relatórios não-financeiros (84%, 74% e 70%, respetivamente). Posto isto, é compreensível a opinião consensualizada de que não só a UE deve tornar o processo de garantia da informação reportada, por entidades externas, obrigatório (67% das respostas), como também obrigar as empresas a utilizar uma norma comum na elaboração de relatórios (82%). Não obstante, 80% dos respondentes favorecem a inclusão de questões específicas a cada setor para além das questões-padrão (European Commission, 2020).

Mais ainda, um dos grandes focos de análise, por parte dos participantes pertencentes ao grupo dos preparadores de relatórios não-financeiros (64% dos preparadores inquiridos), centra-se sobre a questão dos custos associados não só ao processo de relato não-financeiro, como também a todo o processo adicional de cedência de informação a diversas partes interessadas, como empresas de rating ou organizações não-governamentais (ONGs). Neste sentido, é pertinente salientar que 64% do total de respondentes valoriza uma possível obrigatoriedade de tornar a informação não-financeira legível para máquinas, e que 65% dos inquiridos vê com bons olhos a criação

de um ponto único de acesso à informação não-financeira das empresas (European Commission, 2020).

No que cerne ao âmbito de aplicação da diretiva, uma grande maioria dos inquiridos concorda com o alargamento do número de empresas abrangidas pela NFRD, ainda que sob diferentes moldes. Das opções mais defendidas, destaca-se o alargamento da diretiva a grandes empresas não estabelecidas na UE mas listadas em mercados regulados pela UE (72%), grandes empresas estabelecidas na UE mas listadas em mercados externos à UE (71%) e todas as grandes empresas não listadas (70%) (European Commission, 2020).

Por fim, é de salientar que 74% dos inquiridos defendem a implementação de normas simplificadas para PMEs. Adicionalmente, 46% dos respondentes indicaram que estas normas devem apresentar um regime obrigatório, ao passo que 39% defendem que estas sejam de cariz voluntário. Restringindo as respostas aquelas fornecidas pelas PMEs (e seus representantes) incluídas neste processo de consulta, somente 27% concordam que eventuais normas de relato não-financeiro sejam obrigatórias (European Commission, 2020).

Em suma, este processo de consulta permitiu identificar os principais problemas associados ao modelo de aplicação da NFRD em vigor, apresentando resultados que vão de encontro aos dados apresentados no capítulo anterior.

4.3. Implicações da CSRD no relato de sustentabilidade das empresas da UE

Apresentadas as principais diferenças entre a NFRD e a CSRD, sua versão revisada, é fácil compreender o possível impacto deste novo conjunto de medidas para o impulsionamento da quantidade e qualidade de informação não-financeira das empresas à disposição do público.

Em primeira instância, é de salientar o incremento em termos de empresas abrangidas pela diretiva. Ao passo que a NFRD se dirige a um total de 11 600 empresas, estima-se que a CSRD venha a abranger um total de 49 000 empresas, cobrindo cerca de 75% do total de *turnover* empresarial na UE (Kreusch, 2022; Wollmert & Hobbs, 2022). Este acréscimo representa, por si só, um aumento considerável da quantidade de informação à disposição de stakeholders empresariais, baseando-se esta constatação nos efeitos surtidos aquando da implementação da NFRD, diretiva a ser revisada e que, embora de âmbito muito reduzido, pôde já acarretar efeitos muito positivos na divulgação de informação não-financeira por parte das empresas pertencentes à UE, como constatado num estudo de Matuszak & Rozanska (2021), que enaltece o efeito positivo da NFRD sobre as empresas polacas abrangidas por esta diretiva, sentindo-se este efeito, de acordo com o autor, com maior intensidade sob empresas sem qualquer tipo de ligação prévia a iniciativas voltadas à RSE (Matuszak & Róžańska, 2021). Esta informação é também partilhada num estudo de Mio et al. (2021), onde se conclui que a implementação da NFRD incorreu num incremento significativo da qualidade e quantidade de informação não-financeira disponibilizada pelas empresas (Mio et al., 2021).

Não obstante, a este incremento em termos de abrangência, associa-se, também, uma padronização da informação a reportar, não obstante eventuais alterações mediante o setor de atividade de cada empresa. A medida prevê não só uma normalização da tipologia de informação a divulgar, como também maiores níveis de comparabilidade entre empresas do mesmo setor, impulsionando os níveis de visibilidade das empresas providas de melhores índices de sustentabilidade. Esta opinião é partilhada por Tsagas et al. (2020), que afirma que a atual diretiva leva não só a um panorama confuso, como

também, e muito devido às inconsistências que daí se originam, não beneficia as empresas que procuram relatar as suas iniciativas de sustentabilidade (Tsagas & Villiers, 2020).

A padronização de informação, tal como a disponibilização desta mesma através do European Single Access Point (ESAP), possibilitam uma excelente oportunidade de destaque para PME's que procurem atrair novos investidores, uma vez que, dado o carácter voluntário da diretiva para a grande maioria das empresas desta dimensão, a adoção de um modelo de negócio mais consciente (dentro dos moldes da RSE) e a divulgação de informação de cariz não-financeiro, de acordo com as normas estipuladas pela CSRD, poderão destacá-las dos seus demais concorrentes setoriais, minimizando, assim, o elevado risco associado ao investimento em PME's, considerados os reduzidos níveis de informação disponibilizados por grande parte desta tipologia de empresas (CBI, 2021). Ainda dentro do tema das PME's, também o facto das normas se adaptarem à dimensão das empresas poderá representar uma excelente oportunidade para as mesmas, tal como defendido por Mion et al. (2019), num estudo voltado à formulação de um modelo de gestão de práticas de sustentabilidade para PME's do mercado asiático (Mion et al., 2019).

Um dos maiores problemas associados ao relato não-financeiro prende-se à falta de validação da informação disponibilizada pelas empresas. Neste sentido, e indo de encontro com os resultados obtidos no processo de consulta aberta a stakeholders empresariais, a CSRD tornará o processo de auditoria à informação reportada obrigatório, o que trará não só maiores níveis de transparência relativamente à informação disponibilizada, como possibilitará, também, uma maior valorização das iniciativas e resultados devidamente alcançados pelas empresas. Esta afirmação é suportada pelo estudo de Caputo (2021), que constata os aspetos positivos da realização de processos de validação e auditoria para os níveis de transparência dos relatos não-financeiros das empresas (Caputo et al., 2021). Noutro estudo, publicado por Krasodomska (2020), destaca-se a possível deturpação da informação, mediante as necessidades empresariais, um dos principais problemas associados à NFRD (Krasodomska et al., 2020). Mais ainda, também Jackson et al. (2020) considera que eventuais regras associadas a processos de auditoria externa à informação divulgada

podem surtir resultados benéficos, quer para a empresa, quer para todo o panorama do relato não-financeiro (Jackson et al., 2020).

Por fim, ainda que a padronização dos relatórios e facilitação do acesso a informação pelas partes interessadas possam representar uma redução de custos para as empresas abrangidas, é pertinente divulgar que, de acordo com dados divulgados no processo de consulta aberta realizado pela CE, o custo de adequação dos relatórios não-financeiros às normas atualmente disponíveis apresenta um valor médio de cerca de 100 000 €/ano, acrescendo, ainda, custos associados à validação externa da informação apresentada (*assurance*) que vão dos 40 000 aos 60 000 por relatório (European Commission, 2020).

Estes valores apresentam-se como inoportáveis para um elevado número de empresas que passarão, agora, a ser abrangidas pela diretiva, ou que pretendam cumprir com a diretiva de forma voluntária, enfatizando estes efeitos financeiros sobre o relato não-financeiro por parte das empresas que compõem o grupo das PME's (ainda que haja uma adequação da informação a divulgar consoante a dimensão da empresa), pelo que deverá ser dada especial atenção a esta questão pelos órgãos públicos de cada país, de modo a que os efeitos decorrentes da revisão desta diretiva possam ser maximizados (European Commission, 2020). O papel a desempenhar pelas entidades governamentais é, também, alvo de análise num estudo publicado por Monciardini et al. (2020), onde os autores abordam a extrema relevância da informação de cariz não-financeiro para estes organismos, indagando, também, sobre o efeito de *spillover* associado a todo o processo de regulamentação do relato não-financeiro das empresas abordado, para melhores níveis de conhecimento da economia interna dos países por parte dos seus órgãos governamentais (Monciardini et al., 2020).

5. Considerações finais

Os esforços tidos pela União Europeia (UE), com vista a que todos os estados-membro possam atingir a neutralidade carbónica, bem como todas as metas estipuladas em diversos acordos, como o Acordo de Paris, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e o Pacto Ecológico Europeu (PEE), tem resultado numa maior responsabilização das empresas para o impacto das suas atividades sobre o ambiente e a sociedade.

Com a elaboração da Non-Financial Reporting Directive (NFRD), a UE apresentou, aos seus estados-membro, uma ferramenta de grande valor tanto no processo de compreensão da atividade não-financeira das empresas que os compõem, como no alinhamento das políticas e modelos de negócio destas mesmas à visão e interesses governamentais. Ainda assim, esta diretiva não se demonstrou suficientemente ambiciosa face às atuais necessidades de mudança do paradigma empresarial na UE, uma vez que, quer pela grande liberdade dada às empresas na divulgação de informação não-financeira, quer pelo reduzido número de empresas abrangidas por esta diretiva, o seu impacto sempre se demonstrou insuficiente, ainda que positivo nas empresas a que se direciona.

Através da reformulação desta diretiva, e consequente formulação da Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), fomentada pelos compromissos assumidos aquando da assinatura do PEE, a UE assume uma posição firme quanto ao papel das empresas no seu processo de renovação, procurando não só alargar o âmbito desta diretiva, como também fornecer um suporte devidamente estruturado e credível para o relato não-financeiro das empresas.

Com isto, não só a UE poderá crescer de forma sustentada, como também as empresas poderão beneficiar da visibilidade dada às suas iniciativas em prol da sustentabilidade, sob o olhar atento de investidores e outras partes interessadas, agora providas de uma estrutura que lhes permita avaliar, de uma forma holística, não só as melhores oportunidades de investimento, como também as empresas a seguir em termos de responsabilidade social e ambiental.

Mais ainda, o European Single Access Point (ESAP) poderá apresentar-se como uma excelente ferramenta para uma melhor distribuição de investimento pela UE, bem como para o estímulo de melhores práticas de investimento, uma vez que permitirá não só uma maior valorização de políticas de sustentabilidade empresarial, como dará, também, a oportunidade de empresas mais sustentáveis de se destacarem das suas demais concorrentes. No caso das PME's, a este efeito associam-se, também, benefícios associados à redução de risco decorrente dum melhor conhecimento destas empresas por parte de investidores e demais partes interessadas, fortalecendo os laços entre estes.

Considerados os moldes deste projeto, é necessário salientar o elevado nível de imprevisibilidade e incerteza associado ao verdadeiro impacto da CSRD no panorama da UE, no entanto, e com base nos estudos apresentados, tudo indica que esta diretiva poderá, de facto, surtir um efeito significativo sobre as empresas da UE e, também, servir de exemplo para outras nações do mundo, considerada a grande relevância da região para o delineamento de políticas de sustentabilidade a nível mundial.

No futuro, e com base na informação obtida através da realização deste projeto, sugerem-se estudos voltados ao impacto e viabilidade de diferentes metodologias de incentivo e financiamento ao relato de sustentabilidade, considerados os benefícios deste tipo de práticas, para entidades governamentais, no crescimento da economia, redução do impacto da atividade empresarial sobre o ambiente e melhoria de condições laborais dentro das empresas que aderem a estas alterações no seu modelo de negócios.

6. Referências

- Altman, E., Sabato, G., & Wilson, N. (2010). The value of non-financial information in SME risk management. *The Journal of Credit Risk*, 6, 95-127.
<https://doi.org/10.21314/JCR.2010.110>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Bäckstrand, K., & Elgström, O. (2013). The EU's role in climate change negotiations: from leader to 'leadicator'. *Journal of European Public Policy*, 20(10), 1369-1386.
<https://doi.org/10.1080/13501763.2013.781781>
- Bakarich, K. M., Baranek, D., & O'Brien, P. E. (2022). The current state and future implications of ESG assurance. *Current Issues in Auditing*.
<https://doi.org/10.2308/CIIA-2022-012>
- Benini, L., & Asquith, M. (2019). The European Environment - State and Outlook 2020. Chapter 16 - Understanding sustainability challenges. In (pp. 346).
<https://doi.org/10.2800/96749>
- Benites, L. L. L., & Polo, E. F. (2013). A sustentabilidade como ferramenta estratégica empresarial: governança corporativa e aplicação do Triple Bottom Line na Masisa. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 6, 827-841. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273428928002> (IN FILE)
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2018). Environmental and Social Disclosures and Firm Risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613-626.
<https://doi.org/10.1007/s10551-016-3285-5>
- Bose, S. (2020). Evolution of ESG Reporting Frameworks. In D. C. Esty & T. Cort (Eds.), *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting* (pp. 13-33). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6_2

- Brightest. (2022). *The EU CSRD - What your business needs to know about the EU Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. Retrieved 13/07/2022 from <https://www.brightest.io/csr-d-corporate-sustainability-reporting-directive>
- C. Chen, J., Patten, D. M., & Roberts, R. W. (2008). Corporate Charitable Contributions: A Corporate Social Performance or Legitimacy Strategy? *Journal of Business Ethics*, 82(1), 131-144. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9567-1>
- Caputo, F., Pizzi, S., Ligorio, L., & Leopizzi, R. (2021). Enhancing environmental information transparency through corporate social responsibility reporting regulation [<https://doi.org/10.1002/bse.2814>]. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3470-3484. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2814>
- Castelo Branco, M., & Lima Rodrigues, L. (2006). Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks. *Corporate Communications: An International Journal*, 11(3), 232-248. <https://doi.org/10.1108/13563280610680821>
- CBI. (2021). *A chance for SMEs to prosper by disclosing climate-related risks and opportunities*. Retrieved 12/09/2022 from <https://www.cbi.org.uk/articles/a-chance-for-smes-to-prosper-by-disclosing-climate-related-risks-and-opportunities/>
- Cheng, S., & Zhang, F. (2022). Regulatory pressure and consumer environmental awareness in a green supply chain with retailer responsibility: A dynamic analysis [<https://doi.org/10.1002/mde.3444>]. *Managerial and Decision Economics*, 43(4), 1133-1151. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/mde.3444>
- Chung, J., & Cho, C. (2018). Current Trends within Social and Environmental Accounting Research: A Literature Review. *Accounting Perspectives*, 17, 207-239. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12171>
- Clapp, C., Alfsen, K. H., Lund, H. F., & Pillay, K. (2016). Green Bonds and Environmental Integrity: Insights from CICERO Second Opinions.

- Clark, D. (2022). *Number of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the non-financial business economy of the European Union (EU27) in 2022, by sector*. Retrieved 26/08/2022 from <https://www.statista.com/statistics/1252884/smes-in-europe-by-sector/>
- Deegan, C. (2002). Introduction. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- del Río González, P. (2005). Analysing the factors influencing clean technology adoption: a study of the Spanish pulp and paper industry [<https://doi.org/10.1002/bse.426>]. *Business Strategy and the Environment*, 14(1), 20-37. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.426>
- Dias, A., Rodrigues, L. L., Craig, R., & Neves, M. E. (2019). Corporate social responsibility disclosure in small and medium-sized entities and large companies. *Social Responsibility Journal*, 15(2), 137-154. <https://doi.org/10.1108/SRJ-05-2017-0090>
- European Commission. (1993). *Growth, Competitiveness and Employment*. <http://aei.pitt.edu/41789/1/A5931.pdf>
- European Commission. (2011). *COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/ac5ada03-0dc3-48f8-9a32-0460e65ba7ed>
- European Commission. (2019). *Introduction to the 6th Environment Action Programme (6th EAP)*. Retrieved 12/07/2022 from <https://ec.europa.eu/environment/archives/action-programme/intro.htm#:~:text=The%206th%20EAP%20is%20a%20decision%20of%20the,them.%20The%206th%20EAP%20identifies%20four%20priority%20areas%3A>

- European Commission. (2020). *Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive* https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation_pt
- European Commission. (2022a). *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en
- European Commission. (2022b). *Environment Action Programme to 2020*. Retrieved 12/07/2022 from <https://ec.europa.eu/environment/action-programme/>
- European Commission. (2022c). *Environmental Integration*. Retrieved 12/07/2022 from <https://ec.europa.eu/environment/integration/integration.htm#:~:text=The%20Cardiff%20process%20has%20contributed%20to,EU%20%20institutions%20and%20Member%20States.&text=The%20Cardiff%20process%20has%20contributed%20to,EU%20%20institutions%20and>
- European Commission. (2022d). *Paris Agreement*. Retrieved 13/07/2022 from https://ec.europa.eu/clima/eu-action/international-action-climate-change/climate-negotiations/paris-agreement_en
- European Commission. (2022e). *SME Definition*. https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en
- European Parliament. (2014). *Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups Text with EEA relevance*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>
- European Union. (2004). *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated*

market and amending Directive 2001/34/EC. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0109>

European Union. (2021). *Factsheet: 2021 CMU package – European Single Access Point (ESAP)*.
https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/211125-capital-markets-union-package-esap-factsheet_en.pdf

Ferrie, D., & Apostola, A. (2021). *Questions and Answers on the 2021 Capital Markets Union package*. Retrieved 25/05/2022 from
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_6252

Floyd, D., & McManus, J. (2005). The role of SMEs in improving the competitive position of the European Union. *European Business Review*, 17(2), 144-150.
<https://doi.org/10.1108/09555340510588011>

Freeman, R. E. (2015). Stakeholder Theory. In *Wiley Encyclopedia of Management* (pp. 1-6). <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom020179>

G. Unruh, D. K., N. Kruschwitz, M. Reeves, H. Rubel, and A.M. zum Felde. (2016). *Investing for a Sustainable Future*. Retrieved 11/06/2022 from
<https://sloanreview.mit.edu/projects/investing-for-a-sustainable-future/>

Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69.
<https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>

Henisz, W. J., & McGlinch, J. (2019). ESG, Material Credit Events, and Credit Risk [<https://doi.org/10.1111/jacf.12352>]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 105-117. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jacf.12352>

INE. (2022). *O que se considera uma PME (micro, pequena e média empresa)?*
https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_faqs&FAQSfaqboui=64092016&FAQSmodo=1&xlang=pt

- International Energy Agency. (2022). *Global Energy Review: CO2 Emissions in 2021*. Retrieved 06/07/2022 from <https://www.iea.org/reports/global-energy-review-co2-emissions-in-2021-2>
- Jackson, G., Bartosch, J., Avetisyan, E., Kinderman, D., & Knudsen, J. S. (2020). Mandatory Non-financial Disclosure and Its Influence on CSR: An International Comparison. *Journal of Business Ethics*, 162(2), 323-342. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04200-0>
- Johnson, D., & Turner, C. (2000). *European Business*. Routledge. <https://www.routledge.com/European-Business/Johnson-Turner/p/book/9780415617178>
- Kim, B., Kim, S. W., & Park, K. S. (2021). Promoting supplier's environmental innovation via emission taxation. *International Journal of Production Economics*, 240, 108240. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2021.108240>
- Koirala, S. (2019). SMEs: Key drivers of green and inclusive growth. <https://doi.org/doi:https://doi.org/10.1787/8a51fc0c-en>
- KPMG. (2020). *The time has come: The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>
- Krasodomska, J., Michalak, J., & Świetla, K. (2020). Directive 2014/95/EU: Accountants' understanding and attitude towards mandatory non-financial disclosures in corporate reporting. *ahead-of-print*. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2019-0504>
- Kreusch, L. (2022). *The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. Retrieved 12/09/2022 from <https://webflow.plana.earth/academy/csr-d-corporate-sustainability-reporting-directive>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3698631>

- Löw, E. (2021). Corporate social responsibility (CSR) and environmental social governance (ESG): Disclosure of European banks. *Frankfurt am Main, Germany : European Banking Institute e.V.*
- Matuszak, Ł., & Róžańska, E. (2021). Towards 2014/95/EU directive compliance: the case of Poland. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/SAMPIJ-02-2020-0042>
- Max, B. E. C. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), 92-117. <https://doi.org/10.2307/258888>
- Migliorelli, M. (2021). What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks. *Sustainability*, 13(2). <https://doi.org/10.3390/su13020975>
- Mio, C., Fasan, M., Marcon, C., & Panfilo, S. (2021). Carrot or stick? An empirical analysis of the different implementation strategies of the EU directive on nonfinancial information across Europe [<https://doi.org/10.1002/csr.2124>]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1591-1605. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/csr.2124>
- Mion, G. L. A. C. R. T. I. M. N. D., Its Consequences on the Sustainability Reporting Quality of, I., & German, C. (2019). *Sustainability*, 11(17).
- Mock, V., & Lupini, L. (2018). *Frequently asked questions: Easier access to financing for smaller businesses through capital markets*. Retrieved 30/08/2022 from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_18_3728
- Monciardini, D., Mähönen, J. T., & Tsagas, G. (2020). Rethinking Non-Financial Reporting: A Blueprint for Structural Regulatory Changes. 10(2). <https://doi.org/doi:10.1515/acl-2020-0092> (Accounting, Economics, and Law: A Convivium)
- NASA. (2022). *Earth Will Continue to Warm and the Effects Will be Profound*. Retrieved 02/09/2022 from <https://climate.nasa.gov/effects/>

- NetRegs. (2016). *NetRegs Awareness Survey 2016 Overall Results*.
<https://www.netregs.org.uk/media/1293/9788-netregs-awareness-2016-final-report-300316.pdf>
- O'Neill, S. (2022). *What is the difference between CSR and ESG?* Retrieved 28/08/2022 from
<https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-difference-between-csr-and-esg/>
- Oberthür, S., & Dupont, C. (2021). The European Union's international climate leadership: towards a grand climate strategy? *Journal of European Public Policy*, 28(7), 1095-1114. <https://doi.org/10.1080/13501763.2021.1918218>
- OECD. (2013). *Working Party on SMEs and Entrepreneurship (WPSMEE) - Green Entrepreneurship, Eco-Innovation And SMEs*
[https://one.oecd.org/document/CFE/SME\(2011\)9/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/CFE/SME(2011)9/FINAL/en/pdf)
- OECD. (2018). *Environmental Policy Toolkit for SME Greening in EU Eastern Partnership Countries*. <https://doi.org/doi:https://doi.org/10.1787/9789264293199-en>
- Pachauri, R. K., Allen, M. R., Barros, V. R., Broome, J., Cramer, W., Christ, R., Church, J. A., Clarke, L., Dahe, Q. D., Dasgupta, P., Dubash, N. K., Edenhofer, O., Elgizouli, I., Field, C. B., Forster, P., Friedlingstein, P., Fuglestvedt, J., Gomez-Echeverri, L., Hallegatte, S., . . . van Ypersele, J.-P. (2014). *Climate change 2014 synthesis report. contribution of working groups I, II, and III to the fifth assessment report of the Intergovernmental Panel on Climate Change* [Other output]. IPCC.
- Pavoni, S. (2020). *Proliferation of demands risks 'sustainability reporting fatigue'*. Retrieved 28/08/2022 from <https://www.ft.com/content/9692adda-5d73-11ea-ac5e-df00963c20e6>
- Perrini, F. (2006). The Practitioner's Perspective on Non-Financial Reporting. *California Management Review*, 48, 73-103. <https://doi.org/10.2307/41166339>

- Principles for Responsible Investment. (2022). *What are the Principles for Responsible Investment?* Retrieved 11/06/2022 from <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- Ranjan, A., & Jha, J. K. (2019). Pricing and coordination strategies of a dual-channel supply chain considering green quality and sales effort. *Journal of Cleaner Production*, 218, 409-424.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.01.297>
- Ribeiro Duarte, D., & Araújo Matias, S. (2022). *From the NFRD to the CSRD: long story short*. Retrieved 13/07/2022 from <https://www.iflr.com/article/2a647e1ubbp4gen3p7lz5/from-the-nfrd-to-the-csrd-long-story-short>
- Rogelj, J., den Elzen, M., Höhne, N., Fransen, T., Fekete, H., Winkler, H., Schaeffer, R., Sha, F., Riahi, K., & Meinshausen, M. (2016). Paris Agreement climate proposals need a boost to keep warming well below 2 °C. *Nature*, 534(7609), 631-639. <https://doi.org/10.1038/nature18307>
- Santos, P. G., Albuquerque, F., Rodrigues, M. A., & Morais, A. I. (2022). The Views of Stakeholders on Mandatory or Voluntary Use of a Simplified Standard on Non-Financial Information for SMEs in the European Union. *Sustainability*, 14(5). <https://doi.org/10.3390/su14052816>
- Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86(8), 867-904.
<https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Schiopoiu Burlea, A., & Popa, I. (2013). Legitimacy Theory. In S. O. Idowu, N. Capaldi, L. Zu, & A. D. Gupta (Eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* (pp. 1579-1584). Springer Berlin Heidelberg.
https://doi.org/10.1007/978-3-642-28036-8_471
- Schoenmaker, D. (2017). *Investing for the common good- a sustainable finance framework*.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:bre:esslec:21249>

- Schröder, P. (2022). Mandatory non-financial reporting in the banking industry: assessing reporting quality and determinants. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2073628. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2073628>
- Sikken, A. (2022). *New rules on corporate sustainability reporting: provisional political agreement between the Council and the European Parliament*. Retrieved 30/08/2022 from <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/21/new-rules-on-sustainability-disclosure-provisional-agreement-between-council-and-european-parliament/>
- Sim, J., & Kim, B. (2021). Regulatory versus consumer pressure and retailer responsibility for upstream pollution in a supply chain. *Omega*, 101, 102250. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.omega.2020.102250>
- Statista. (2021). *SMEs in Europe*. Retrieved 16/08/2022 from <https://www.statista.com/topics/8231/smes-in-europe/>
- Stekelorum, R., Laguir, I., & Elbaz, J. (2018). CSR disclosure and sustainable supplier management: a small to medium-sized enterprises perspective. *Applied Economics*, 50(46), 5017-5030. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1466990>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Talan, G., & Sharma, G. D. (2019). Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment. *Sustainability*, 11(2). <https://doi.org/10.3390/su11020353>
- Tarquinio, L., Posadas, S. C., & Pedicone, D. (2020). Scoring Nonfinancial Information Reporting in Italian Listed Companies: A Comparison of before and after the Legislative Decree 254/2016. *Sustainability*, 12(10). <https://doi.org/10.3390/su12104158>

- The University of Edinburgh. (2021). *IPCC (AR5) report - the foundation for the Paris Agreement*. Retrieved 13/07/2022 from <https://www.ed.ac.uk/geosciences/research/impact/ipcc/ar5-report>
- Tsagas, G., & Villiers, C. (2020). Why “Less is More” in Non-Financial Reporting Initiatives: Concrete Steps Towards Supporting Sustainability. *10*(2). <https://doi.org/doi:10.1515/acl-2018-0045> (Accounting, Economics, and Law: A Convivium)
- UNIDO. (2022). *What is CSR?* Retrieved 25/08/2022 from <https://www.unido.org/our-focus/advancing-economic-competitiveness/competitive-trade-capacities-and-corporate-responsibility/corporate-social-responsibility-market-integration/what-csr>
- United Nations. (2022a). *The Paris Agreement*. Retrieved 13/07/2022 from <https://www.un.org/en/climatechange/paris-agreement>
- United Nations. (2022b). *The Sustainable Development Agenda*. Retrieved 11/06/2022 from <https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/>
- United Nations Climate Change. (2022). *The Paris Agreement*. Retrieved 12/07/2022 from <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>
- Wollmert, P., & Hobbs, A. (2022). *Sustainability reporting: what to know about the new EU rules?* Retrieved 03/08/2022 from https://www.ey.com/en_no/assurance/how-the-eu-s-new-sustainability-directive-will-be-a-game-changer
- Zhou, X., Wei, X., Lin, J., Tian, X., Lev, B., & Wang, S. (2021). Supply chain management under carbon taxes: A review and bibliometric analysis. *Omega*, 98, 102295. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.omega.2020.102295>
- Ziolo, M., Bąk, I., & Cheba, K. (2020). THE ROLE OF SUSTAINABLE FINANCE IN ACHIEVING SUSTAINABLE DEVELOPMENT

GOALS: DOES IT WORK? *Technological and Economic Development of Economy*, 27, 1-26. <https://doi.org/10.3846/tede.2020.13863>

Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2). <https://doi.org/10.3390/joitmc7020127>