

Socially Responsible and Impact Investing in the Collective Pension System



Georgios N. Apostolakis

Nyenrode Business Universiteit

**Socially Responsible and Impact Investing
in the Collective Pension System**

Thesis

With regard to the doctorate/PhD degree

at Nyenrode Business Universiteit

on authority of the

Rector Magnificus, prof. dr. M. Džoljić

in accordance with the Doctorate Committee.

The public defense takes place on

Tuesday 21 February 2017

in the afternoon at exactly three o'clock

by

Georgios Nikolaos Apostolakis

born on 31 January 1980

in Chania, Greece

Examination Committee:

Supervisors

Prof. dr. ir. Gert van Dijk

Prof. dr. Robert Jan Blomme

Other members

dr. Mark Dechesne

Prof. dr. Ivo de Loo

Prof. dr. Jean-Pierre van der Rest

Prof. dr. Bo van der Rhee

Socially Responsible and Impact Investing in the Collective Pension System

Summary

Several demographic and economic factors necessitate reforms of the pension system. Currently, this debate is limited to the discussion of the provision of the necessary financial means to pensioners and how to distribute the economic burden between employees and retirees. However, providing a pension can satisfy individuals' primary needs but does not address other important questions such as how to improve quality of life after retirement. Institutional investors such as pension funds have already begun to examine their investments through the prism of social responsibility and sustainability. Nevertheless, the preferences of pension beneficiaries regarding such investment criteria have yet to be extensively explored.

The pension system in the Netherlands is built on obligatory contributions and offers limited opportunities for involvement from pension beneficiaries. Our aim in this study, is to elicit attitudes and preferences for socially responsible and impact investments in the healthcare sector. We extend this research by investigating an individual's intention to invest in a portfolio composed of impact and responsible investments. We seek to determine how personal characteristics (i.e., attitudes, behavioral control, and subjective norms) influence participant intentions. Furthermore, we examine whether their willingness to pay for this responsible portfolio is associated with attitudes and financial and social concerns. Finally, we examine, in greater detail, retirement concerns and their association with retirement planning.

The objective of this study is to obtain further knowledge of and insights into the attitudes and preferences of pension beneficiaries working in the Dutch healthcare sector who are members of the cooperative pension fund administrator 'PGGM,' with a specific focus on the impact of an increased level of involvement in pension affairs, by examining a socially responsible impact investment portfolio using a hypothetical scenario. Our main research question is the following: *Would pension beneficiaries prefer to have more choices and increased involvement in pension affairs, what are their attitudes toward and preferences for socially responsible and impact investments, and finally, what is pension beneficiaries' capacity for making consistent choices?*

There is scant research on the novel topic of impact and socially responsible investments, and this study contributes to the literature by offering a better understanding of peoples' perceptions of responsible investments and their preferences. Furthermore, this study contributes to the relevant literature on pension fund governance and responsible investing. We contribute to the theory of responsible investments by eliciting peoples' preferences for a responsible portfolio using choice-based conjoint analysis.

There is also limited use of the theory of planned behavior to explain the determinants of investment behavior. We seek to fill this gap in the literature by examining the attitudes of pension beneficiaries toward responsible investments and by examining the extent to which these attitudes predict the intention of pension beneficiaries to invest in a SRI portfolio via the theory of planned behavior.

The literature often refers to the gap between behavioral intention and actual behavior and why consumers' behavioral intentions in the marketplace do not appear to be consistent with their reported attitudes. We attempt to examine the gap between the WTP for a responsible portfolio and actual behavior by incorporating psychological distance theory into our model. We also contribute to the literature on pension and retirement and, in particular, on retirement planning. We were able to determine the factors that influence individuals' retirement preferences and retirement planning.

Finally, limited attention has been devoted to individuals' views about freedom of choice and the criteria according to which long-term investments should be examined. We seek to fill this research gap by exploring the views and preferences of pension participants regarding greater involvement and investment autonomy.

This thesis consists of eight chapters. First, in Chapter 1, we introduce the concept of social venturing and impact investing and briefly describe the Dutch pension system and the main characteristics of the occupational pillar. The aim of impact investing is to address social problems and achieve long-term social gains rather than to maximize financial returns. We refer to the debate on its future direction in terms of increasing involvement and introducing choices while maintaining its collective nature and character. We describe our overall research objective and aims and present our research questions.

Next, in Chapter 2, using a focus group study, we examine the perceptions of pension fund beneficiaries regarding impact and sustainable investments that can have a positive long-term impact on their lives and their attitude toward greater involvement and pension autonomy in the retirement process in the future. Pension funds and other institutional investors are incorporating responsible investments practices into their investment strategies. However, pension fund beneficiaries' preferences for investments that meet such criteria have yet to be sufficiently investigated.

In Chapter 3, we elicit pension fund beneficiaries' preferences for a socially responsible portfolio composed of a combination of impact and socially responsible investments and examine their willingness to forego some of their expected pension to invest in such a portfolio. Furthermore, we examine their ability to make systematic choices and the influence of psychological distance. We conducted a discrete choice conjoint experiment in which participants were invited to select a preferred investment portfolio among different options by combining attributes such as socially responsible and impact investments.

Financial and demographic issues are testing the endurance of pension systems. Moreover, concerns about the sustainability of pension systems have prompted discussion about introducing individual choices under the collective choice mandate. In Chapter 4, we examine the behavior of pension beneficiaries when presented the option of a responsible portfolio. We consider Ajzen's theory of planned behavior (attitudes, social norms, perceived behavioral control) together with perceived consumer effectiveness and confidence as predictors of responsible investment behavior. Our aim is to examine, using confirmatory factor and regression analyses, pension beneficiaries' intention to adopt a portfolio consisting of socially responsible and impact investments.

While there is a vast literature on consumer preferences for socially responsible products, there is a gap regarding consumers' preferences for investment products and, especially, socially responsible investment products. In Chapter 5, we examine, using exploratory factor and regression analyses, respondents' willingness to invest in a socially a socially responsible investment (SRI) portfolio and whether this is affected by concerns and involvement.

Furthermore, we examine the consistency of such a choice and offer suggestions for a choice architecture under the collective mandate.

Retirement planning is a key process in attaining retirement goals and fulfilling retirement expectations. Several socio-economic and psychological factors associated with retirement planning have been reported in the literature. However, little is known about the influence of specific retirement-related issues on retirement planning. In Chapter 6, we examine retirement concerns and planning and their association using logistic regression models. Retirement concerns, as reflected by concerns regarding financial, living, health, care, and loneliness issues, can influence thinking about retirement and, consequently, the prospect of retirement planning. In addition, we investigate the influence of retirement concerns on individuals' perceptions of their ideal post-retirement situations in terms of financial standards.

In Chapter 7, we briefly refer to cooperatives and discuss the role of members in cooperative organizations in general and in PGGM in particular. Furthermore, we discuss how the democratic deficit can be reduced in the Dutch pension system by increasing involvement. Chapter 8 presents the general conclusion of this thesis.

One of the main conclusions of this thesis is that pension beneficiaries are willing to exercise an increased level of freedom in the form of greater choice, thus indicating their positive attitude toward a responsible portfolio. The results from all studies allow us to conclude that pension beneficiaries would like to be more involved and have greater freedom and additional choices regarding where their pension capital should be invested and for what purpose. Furthermore, the results allow us to conclude that pension beneficiaries have a positive attitude toward responsible investments and are willing to incur additional cost when the attributes of such a choice are closer to their inherent values. The results of this study lead us to conclude that the majority of pension beneficiaries are able to make systematic choices.

Nevertheless, individuals are prone to behavioral biases that alter their preferences and result in inconsistent decisions. Therefore, an increased level of involvement to reduce the democratic deficit would also require intervention policies intended to encourage increased awareness of pension affairs among the younger population in particular, increase financial

education to improve and promote greater understanding of investment choices, and implement an appropriate choice architecture designed to improve peoples' choices and decrease psychological distance. Future studies should further address this intention–behavior gap by using psychological distance theory. Future research should also attempt to measure the differences in perspectives between pension beneficiaries and pension fund managers with respect to responsible investments. Finally, we suggest that future research could extend our research setting to other segments of the population and examine several impact investment criteria relative to various economic sectors.

Samenvatting

Maatschappelijk Verantwoord Investeren en Impact-investeringen in het Collectieve Pensioensysteem

Verskillende demografische en economische factoren hebben de laatste tijd voor de nodige druk gezorgd om in het huidige pensioensysteem een aantal noodzakelijke veranderingen door te voeren. Op dit moment blijft het debat echter beperkt tot discussies over de toekenning van de benodigde financiële middelen ten behoeve van pensioengerechtigden en over de manier waarop de economische lasten tussen werknemers en gepensioneerden verdeeld moeten worden. Alhoewel de toekenning van een pensioen in eerste instantie aan iemands belangrijkste behoeften kan voldoen, worden hiermee geen andere belangrijke vragen beantwoord, bijvoorbeeld over de manier waarop de levenskwaliteit na het pensioen verbeterd kan worden. Om deze reden zijn institutionele beleggers zoals investeringsfondsen begonnen met het onder de loep nemen van hun investeringen vanuit een oogpunt van maatschappelijke verantwoordelijkheid en duurzaamheid. Wat echter nog niet uitgebreid is onderzocht zijn de wensen en voorkeuren van pensioengerechtigden ten opzichte van zulke investeringscriteria.

Het Nederlandse pensioensysteem is gebaseerd op verplichte bijdragen en biedt slechts in beperkte mate ruimte om pensioengerechtigden erbij te betrekken. In ons onderzoek hebben we ons ten doel gesteld om houdingen en voorkeuren te bepalen met betrekking tot maatschappelijk verantwoord investeren en impact-investeringen, waarbij we ons gericht hebben op de gezondheidssector. Daarnaast hebben we onze studie uitgebreid met onderzoek naar individuele intenties om te investeren in een pakket dat bestaat uit impact-investeringen en maatschappelijk verantwoorde investeringen. Dit hebben we gedaan omdat we willen bepalen hoe persoonlijke kenmerken (zoals houding, gedrag en subjectieve normen) van invloed zijn op de intenties van deelnemers. We hebben ook onderzocht of hun bereidheid om de kosten te dragen voor een verantwoord pakket gerelateerd is aan bepaalde houdingen en financiële en sociale overwegingen. Tenslotte gaan we in dit proefschrift dieper in op de

pensioenoverwegingen van deelnemers en hoe deze overwegingen gerelateerd zijn aan het plannen van het pensioen.

Het doel van ons onderzoek is om meer kennis en inzicht te verkrijgen met betrekking tot de houdingen en wensen van pensioengerechtigden die werkzaam zijn in de Nederlandse gezondheidszorg en die lid zijn van PGGM, een coöperatieve pensioenuitvoeringsorganisatie. We doen dit met een speciale nadruk op de effecten van een verhoogde mate van betrokkenheid bij pensioenzaken en via het onderzoeken van een maatschappelijk verantwoord impact-investeringspakket. Hiervoor hebben we een denkbeeldig scenario ontwikkeld. Onze belangrijkste onderzoeksvragen luiden als volgt: *bestaat er onder pensioengerechtigden een grotere voorkeur voor een groter aantal keuzes en grotere betrokkenheid bij pensioenzaken, wat zijn de houdingen en wensen van pensioengerechtigden met betrekking tot maatschappelijk verantwoorde en impact investeringen en, tenslotte, in hoeverre zijn pensioengerechtigden in staat om consequente keuzes te maken?*

Er bestaat maar weinig onderzoek op het relatief jonge gebied van impact-investeren en maatschappelijk verantwoord investeren; ons onderzoek draagt bij aan de literatuur omdat het een beter begrip biedt van zowel de percepties die mensen hebben met betrekking tot verantwoorde investeringen als van hun wensen en voorkeuren. Daarnaast levert ons onderzoek een bijdrage aan relevante literatuur met betrekking tot governance in de wereld van pensioenfondsen en de literatuur op het gebied van verantwoord investeren. Onze bijdrage aan de theorie van verantwoorde investeringen ligt besloten in de verzameling van deelnemerswensen voor een verantwoord investeringspakket door middel van gezamenlijke analyse (choice-based conjoint analysis).

Een ander gebied waarvan tot nu toe slechts in beperkte mate gebruik is gemaakt om de determinanten van investeringsgedrag te verklaren betreft de theorie van gepland gedrag. We willen de huidige lacune in de beschikbare literatuur opvullen door deze theorie toe te passen in ons onderzoek naar de houdingen van pensioengerechtigden ten opzichte van verantwoorde investeringen en naar de mate waarin deze houdingen de intenties van deze groep kunnen voorspellen als het gaat om investeringen in een maatschappelijk verantwoord investeringspakket (SRI-portfolio).

In de literatuur wordt vaak verwezen naar de discrepantie tussen gedragsintenties en het daadwerkelijke gedrag van mensen en naar de vraag waarom de gedragsintenties van consumenten in een marktomgeving niet op één lijn liggen met de houdingen die ze zeggen te hebben. In onze studie bestuderen we het verschil tussen de bereidheid van consumenten om de kosten van een verantwoord pakket te dragen en het gedrag dat ze feitelijk laten zien; dit doen we door de psychologische afstandstheorie op te nemen in ons model. Ook leveren we een bijdrage aan de literatuur op het gebied van pensioen en pensionering, en in het bijzonder op het gebied van pensioenplanning: uit ons onderzoek kwamen duidelijke factoren naar voren die van invloed zijn op de pensioenwensen van deelnemers en op pensioenplanning.

Tenslotte constateren we dat er tot nu toe weinig aandacht is geweest voor de individuele opvattingen van mensen met betrekking tot keuzevrijheid en de criteria waarop langetermijninvesteringen moeten worden getoetst. We willen deze onderzoekskloof dichten via het verkennen van de opvattingen en voorkeuren die pensioendeelnemers koesteren als het gaat om grotere betrokkenheid en investeringsautonomie.

Dit proefschrift bestaat uit acht hoofdstukken. In Hoofdstuk 1 introduceren we het concept van maatschappelijk verantwoord ondernemen en impact-investeren. Ook geven we een korte beschrijving van het Nederlandse pensioensysteem en noemen we de belangrijkste kenmerken van de beroepsgroep in kwestie. Het doel van impact-investeren is om sociale problemen aan te pakken en daarmee op de lange termijn sociale winst te behalen in plaats van te streven naar maximale financiële opbrengsten. In ons onderzoek verwijzen we naar het debat over de toekomstige koers van deze manier van investeren in termen van een groeiende betrokkenheid en het vergroten van keuzes in combinatie met het tegelijkertijd bewaren en bewaken van het collectieve karakter ervan. Tenslotte beschrijven we onze algemene onderzoeksdoelen en onze onderzoeksvragen.

In Hoofdstuk 2 bestuderen we de percepties die de begunstigden van pensioenfondsen hebben met betrekking tot impact-investeringen en duurzame investeringen die een langdurig positief effect kunnen uitoefenen op hun leven. Daarnaast onderzoeken we hun houding met betrekking tot grotere betrokkenheid en pensioenautonomie in hun eigen toekomstige

pensioenproces: dit gebeurt aan de hand van focusgroeponderzoek. Pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zijn op dit moment weliswaar bezig om verantwoorde investeringspraktijken op te nemen in hun investeringsbeleid, maar er is nog onvoldoende onderzoek gedaan naar de vraag in hoeverre hun begunstigden daadwerkelijk willen dat zulke investeringen ook aan de bijbehorende criteria voldoen.

In Hoofdstuk 3 bestuderen we de wensen en voorkeuren die begunstigden van pensioenfondsen hebben voor een sociaal verantwoord pakket dat bestaat uit een combinatie van impact-investeringen en maatschappelijk verantwoorde (SRI) investeringen. Ook bestuderen we de bereidheid van deelnemers om van een deel van hun verwachte pensioen af te zien om zodoende in zo'n pakket te kunnen investeren. Daarnaast kijken we in dit hoofdstuk naar het vermogen van begunstigden om systematische keuzes te maken en naar het effect van psychologische afstand. Voor het beantwoorden van deze vraagstukken hebben we een gezamenlijk experiment uitgevoerd waarin deelnemers werd gevraagd om een voorkeurskeuze te maken uit een aantal investeringspakketten waarin verschillende kenmerken zoals maatschappelijk verantwoorde investeringen en impact-investeringen waren gecombineerd.

De robuustheid van de huidige pensioensystemen wordt flink op de proef gesteld door allerlei financiële en demografische factoren. Bovendien heeft bezorgdheid omtrent de duurzaamheid van deze systemen tot een discussie geleid over het invoeren van individuele keuzes binnen het mandaat van collectieve keuzes. In Hoofdstuk 4 onderzoeken we het gedrag van pensioenbegunstigden wanneer zij de mogelijkheid geboden krijgen om een verantwoord investeringspakket te kiezen. Daarbij betrekken we Ajzens theorie van gepland gedrag (houdingen, normen, waargenomen controle) in combinatie met waargenomen effectiviteit en vertrouwen als voorspellers van verantwoord investeringsgedrag. Ons doel hierbij is om met behulp van bevestigende factoranalyse en regressieanalyse de intenties van begunstigden te onderzoeken als het gaat om de keuze voor een investeringspakket dat bestaat uit maatschappelijk verantwoorde investeringen en impact-investeringen.

Hoewel er een zee van literatuur beschikbaar is over consumentvoorkeuren met betrekking tot maatschappelijk verantwoorde producten, is er een tekort aan kennis over

consumentvoorkeuren als het gaat om investeringsproducten – en in het bijzonder maatschappelijk verantwoorde investeringsproducten. In Hoofdstuk 5 analyseren we, ook weer via bevestigende factoranalyse en regressieanalyse, de bereidheid van onze respondenten om te investeren in een maatschappelijk verantwoord investeringspakket (SRI-portfolio) en de vraag of dit beïnvloed wordt door bepaalde overwegingen en individuele betrokkenheid. Daarnaast bestuderen we in hoeverre keuzes consequent zijn en bieden we voorstellen voor het ontwerp van een keuzearchitectuur binnen het collectieve mandaat.

Pensioenplanning is een essentieel proces dat doorlopen moet worden om pensioendoelen te halen en aan pensioenverwachtingen tegemoet te komen. In de literatuur over dit onderwerp wordt een aantal socio-economische en psychologische factoren genoemd die verband houden met pensioenplanning. Er is echter maar weinig bekend over de invloed die bepaalde pensioen-gerelateerde onderwerpen uitoefenen op pensioenplanning. In Hoofdstuk 6 beschouwen we pensioenoverwegingen en pensioenplanning en de manier waarop deze zaken zich tot elkaar verhouden; dit doen we met behulp van logistische regressiemodellen. Pensioenoverwegingen, weerspiegeld in overwegingen die te maken hebben met financiële zaken, levenszaken, gezondheid, zorg en eenzaamheid, kunnen van invloed zijn op het denken over pensionering en vervolgens over het vooruitzicht van pensioenplanning. Daarnaast onderzoeken we in dit hoofdstuk de invloed van pensioenoverwegingen op de individuele percepties van mensen met betrekking tot wat zij zien als hun meest ideale financiële situatie na pensionering.

In Hoofdstuk 7 verwijzen we kort naar de rol van cooperatieve verbanden en bespreken we de rol van leden van cooperatieve organisaties – met een speciale nadruk op PGGM. Bovendien bespreken we hoe in het Nederlandse pensioensysteem het democratisch tekort kan worden verkleind door middel van het vergroten van betrokkenheid. Tenslotte verwoorden we in Hoofdstuk 8 de algemene conclusies van dit proefschrift.

Eén van de hoofdconclusies in dit proefschrift is dat pensioenbegunstigden een grotere mate van vrijheid willen hebben in de vorm van ruimere keuzes, hetgeen hun positieve houding weergeeft ten opzichte van verantwoorde investeringspakketten. Op basis van al het onderzoek dat we verricht hebben, kunnen we concluderen dat pensioenbegunstigden een

grotere betrokkenheid wensen, evenals een grotere vrijheid en extra keuzes als het gaat om de vraag waar hun pensioenkapitaal moet worden geïnvesteerd en met welk doel. De resultaten van ons onderzoek leiden ons ook tot de conclusie dat begunstigden een positieve houding hebben ten opzichte van verantwoorde investeringen en dat ze bereid zijn om de extra kosten te dragen die hun keuzes met zich meebrengen wanneer de kenmerken van deze keuzes dichterbij hun inherente waarden liggen. Tenslotte leiden de onderzoeksresultaten ons tot de conclusie dat een meerderheid van de pensioenbegunstigden in staat is om systematische keuzes te maken.

Ondanks het bovenstaande hebben mensen ook de neiging om afwijkende gedragspatronen te laten zien waarin hun voorkeuren bepaalde veranderingen ondergaan en waarvan inconsequente besluiten het gevolg zijn. Dit betekent dat er voor een verhoogde betrokkenheid, bedoeld om het democratisch tekort te verkleinen, ook nog interventiebeleid nodig is dat gericht is op het scheppen van een verhoogd bewustzijn met betrekking tot pensioen-gerelateerde zaken, met name bij jongere generaties. Het betekent daarnaast dat er een uitbreiding van het financieel onderwijs nodig is om een groter begrip te kweken van bepaalde investeringskeuzes (en dit te verspreiden) en tenslotte dat er een passende keuzearchitectuur moet worden toegepast die speciaal is ontworpen om de keuzes van mensen te verbeteren en de psychologische afstand te verkleinen. Toekomstige studies zouden de kloof tussen intentie en gedrag verder moeten bestuderen op basis van de psychologische afstandstheorie. Een ander punt voor toekomstig onderzoek betreft het meten van perspectiefverschillen met betrekking tot verantwoorde investeringen: vanuit het perspectief van de pensioenbegunstigden en vanuit het perspectief van de pensioenfondsmanagers. Tenslotte zouden we graag zien dat toekomstige studies onze onderzoeksopzet naar andere bevolkingssectoren vertalen en dat ze de verschillende criteria voor impact-investeringen onderzoeken in verschillende economische sectoren.

