

marchés



l'art de l'innovation 3/5

Nouveaux territoires

En partenariat avec

ESSEC

SOMMAIRE

Genre de la marque et conquête de nouveaux marchés

par **Simon Nyeck et Nathalie Veg**
Les stratégies des marques horlogères masculines ciblant le créneau féminin.

Lire pages 2 et 3

Hôtellerie de luxe : l'innovation par la rencontre

par **Michel Phan**

Pour affirmer leur différence et fidéliser une clientèle toujours plus exigeante et en quête de perfection, les palaces doivent cultiver leur esprit innovant.

Lire pages 3 et 4

Créativité à la finlandaise : les racines du succès

par **Risto Tainio**
Les nombreux et précieux atouts de la Finlande, petit pays mais grand creuset de l'innovation.

Lire page 5

Comment la finance se réinvente en permanence

par **François Longin**

Quels sont les catalyseurs des innovations financières ?

Lire pages 8 et 9

L'entrepreneuriat social, force de changement

par **Thierry Sibieude**

Les entrepreneurs sociaux mettent leur volonté d'innover au service de besoins

sociaux. La finalité sociale est supérieure à la finalité économique.

Lire pages 10 et 11

L'intégration des personnes handicapées, atout sous-estimé

par **Stefan Gröschl**

Les entreprises qui développent une politique déterminée de recrutement de personnes handicapées font état d'un ensemble de résultats positifs.

Lire page 12

Comment la finance se réinvente en permanence

FRANÇOIS LONGIN

D'un point de vue économique, les innovations financières trouvent leur origine dans la volonté des différents agents (ménages, entreprises, institutions financières, etc.) de maximiser leur richesse. Notons que la réalisation de cet objectif de performance se fait sous certaines contraintes, comme celle du risque que les agents économiques sont prêts à prendre pour atteindre leur objectif. Un nouveau produit sera un succès s'il répond à un besoin des acheteurs et permet à l'émetteur de faire un profit, les deux acteurs maximisant ainsi leurs intérêts respectifs. La recherche du profit et la satisfaction des besoins des clients sont donc à la base du processus d'innovation.

Qu'est-ce qui stimule les innovations ?

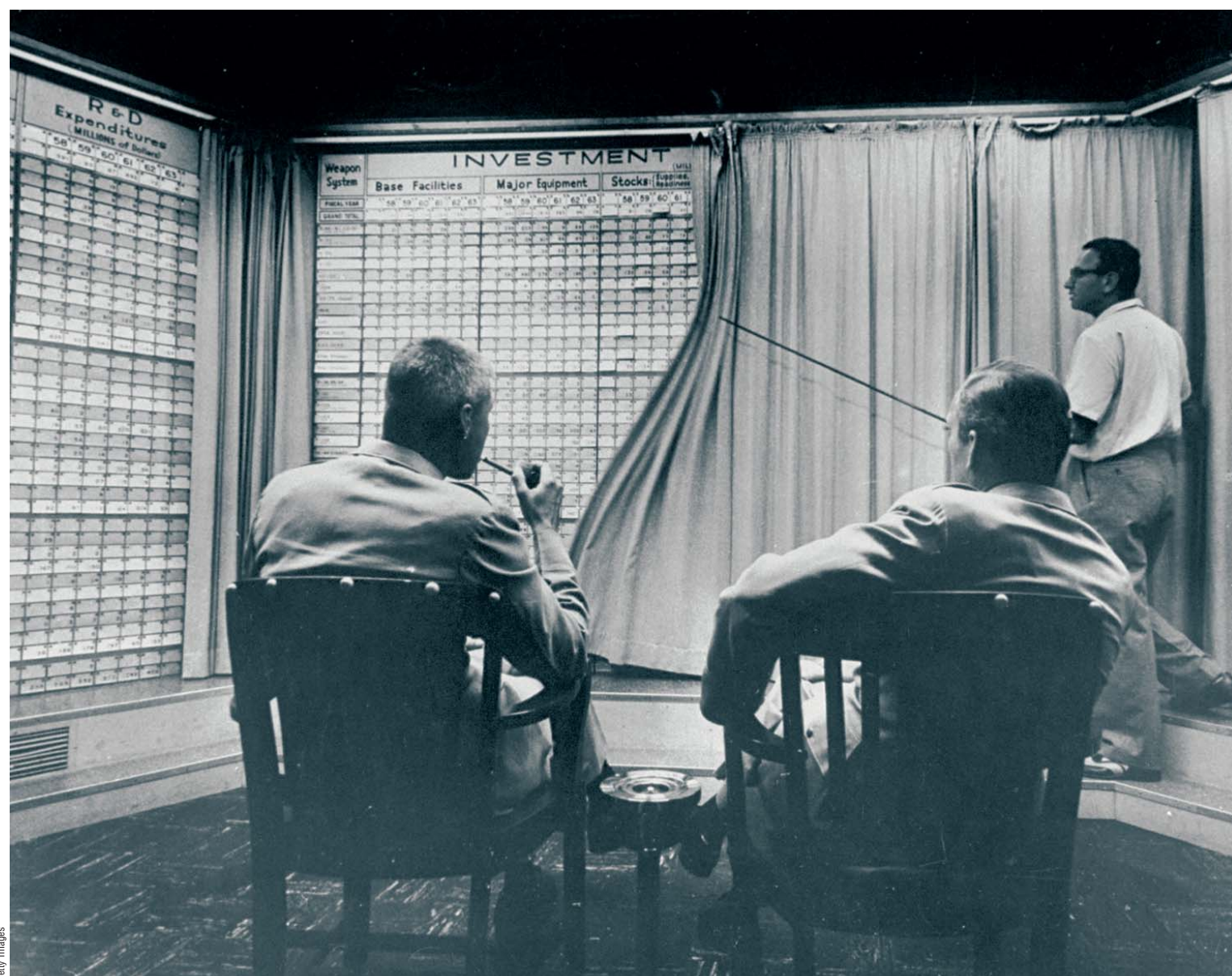
Pour qu'un nouveau produit soit créé, il faut un changement dans l'environnement. Les innovations financières peuvent être stimulées par de nombreux facteurs : l'élaboration d'une nouvelle méthode d'évaluation d'actifs financiers, l'apparition de nouveaux risques, une évolution du cadre légal ou encore un changement dans la réglementation financière elle-même. Ce dernier facteur est plus sensible pour le secteur financier, qui est l'un des secteurs les plus réglementés. En résumé, l'analyse d'une innovation doit considérer deux aspects : l'intérêt des agents économiques (satisfaction des besoins des clients et recherche du profit par les entreprises) et l'élément déclencheur. Quelques exemples sont donnés ci-dessous pour illustrer les facteurs stimulants des innovations financières.

- **L'élaboration d'une nouvelle méthode d'évaluation d'actifs financiers.** Au début des années 1970, différents travaux académiques réalisés par Fisher Black, Myron Scholes et Robert Merton ont proposé un cadre d'analyse rigoureux permettant aux institutions financières émettrices de déterminer le prix des produits dérivés et les techniques de gestion des risques associés afin de sécuriser les marges sur ces produits. Alors que, avant l'apparition de ces modèles mathématiques, donner un prix à une option ressemblait plutôt à un jeu de devinettes, le risque peut désormais être quantifié, et les produits s'y rattachant être évalués. Ce type de travail scientifique a incontestablement contribué au développement extraordinaire qu'ont connu les produits dérivés ces trente dernières années. Si l'existence d'une technique d'évaluation apparaît comme une condition nécessaire pour le lancement de certains nouveaux produits, il ne s'agit cependant pas d'une condition suffisante, le produit devant avant tout répondre au besoin de couverture d'un risque. Notons que l'existence d'un risque, mais surtout son importance sont des éléments clés du succès des produits dérivés. Des études ont montré que la disparition de certains contrats à terme ou d'options était en effet directement liée à la faible volatilité des produits sous-jacents.

- **L'apparition d'un nouveau risque : le risque de change dans les années 1970.** Au début des années 1970, la fin des accords de Bretton Woods a entraîné la fluctuation des monnaies les unes par rapport aux autres, et donc l'apparition d'un risque de change. Pour les entreprises et les institutions financières s'est posé le problème de gérer ce risque, c'est-à-dire de réduire, voire d'éliminer, l'impact de la fluctuation des taux de change sur leurs flux financiers. Peu de temps après l'abandon du système des changes fixes, les premiers contrats à terme et optionnels échangés sur le Chicago Board Options Exchange, créé en avril 1973, sont apparus pour répondre à ce besoin.

- **L'accroissement d'un risque existant : la hausse de la volatilité des taux d'intérêt dans les années 1980.** Suite aux changements dans la conduite de la politique monétaire aux Etats-Unis vers la fin des années 1970, les taux d'intérêt ainsi que leur volatilité (qui mesure l'ampleur de leurs variations) ont forte-

ANALYSE Les innovations financières peuvent être stimulées par de nombreux facteurs : apparition de nouveaux risques, évolution du cadre légal, changement de la réglementation financière, etc. Mais elles doivent surtout satisfaire un réel besoin des clients.



Pour la mise en œuvre de l'idée, deux aspects sont importants : la fixation du prix du produit et la gestion en interne des risques associés aux produits. Pour des produits complexes présentant, par exemple, des clauses optionnelles, il est nécessaire d'avoir recours à des modèles mathématiques sophistiqués.

ment augmenté. L'accroissement du risque de taux a entraîné l'apparition de contrats à terme et optionnels sur les taux d'intérêt.

- **Un changement dans le cadre légal : une réforme du financement des retraites.** Actuellement, le financement des retraites en France s'appuie très largement sur le système de répartition, les cotisations versées par les actifs permettant de payer les prestations aux retraités. Si la réforme du financement des retraites se poursuit et aboutit à l'introduction du système de capitalisation, chaque personne active versera des cotisations qui seront investies dans un fonds de pension. Ces investissements sur les marchés financiers (en obligations ou en actions) s'accumulent et se revalorisent pour définir au moment de la retraite un capital qui sera transformé en rente. Dans le système par capitalisation, l'inflation joue un rôle essentiel, puisqu'elle diminue la valeur en euros constants des investissements, et donc du capital ou du niveau de la rente. Dans un tel système, les salariés-épargnants ont intérêt à se couvrir contre le risque d'inflation sur une longue période, afin que leur pouvoir d'achat soit préservé au moment de prendre leur retraite. Les produits indexés sur l'inflation comme les obligations assimilables du Trésor indexées pourraient alors connaître un certain succès auprès des particuliers.

- **Un changement dans la réglementation financière : l'introduction du ratio Cooke en 1988.** Pour maîtriser le risque sur les opérations de crédit, les institutions financières sont assujetties à respecter certaines règles concernant le niveau minimal de leur capital. Par exemple, une banque exposée sur une entreprise doit allouer en fonds propres 8 % du

nominal du crédit accordé à cette entreprise (ratio Cooke). Les dérivés de crédit, comme les « credit default swaps », ou CDS, permettent aux banques d'optimiser leur capital réglementaire. Un CDS est un contrat dans lequel une banque A reçoit d'une banque B une protection contre le défaut sur le titre d'une entreprise en échange du versement d'une prime. Le capital à allouer pour la banque A dépendra de la contrepartie B, mais sera en général beaucoup plus faible (de l'ordre de 1 % à 2 %). Ce type de produit peut aussi être utilisé pour transférer une partie du risque lorsque les limites de crédit sur une entreprise donnée sont saturées. La réforme de la réglementation financière organisée par le Comité de Bâle vise à réduire ces arbitrages et à faire converger capital réglementaire et capital économique.

Qu'est-ce qui fait qu'une innovation financière réussit et est adoptée par le plus grand nombre ? Comme nous l'avons déjà indiqué, il faut que l'innovation satisfasse une réelle demande qui corresponde à un réel besoin de la part des clients. Etudions quelques exemples de produits innovants pour les particuliers : les crédits à taux variable, les produits structurés et les produits indexés sur inflation. Pour chacun de ces produits, le risque, sa gestion et son appréhension jouent un rôle important.

- **Exemple 1 : les crédits à taux variable.** Dans le passé, les banques proposaient traditionnellement aux particuliers des crédits à taux fixe. Comme les banques avaient l'habitude de se refinancer sur le marché monétaire à court terme, elles étaient exposées au niveau de leur gestion actif/passif à un risque de taux. En cas de hausse des taux, la réduction de l'écart entre le taux du crédit et le taux de refinancement se

François Longin est professeur de finance à l'Essec. Il est spécialisé dans les événements externes en finance (modélisation des krachs boursiers, des crises de change).

traduit en effet par une réduction de la marge pour la banque. Suite à l'augmentation du niveau des taux d'intérêt et de leur volatilité dans les années 1980, les profits des banques se sont trouvés mis à mal. Comme le taux des crédits à taux variable est indexé sur un taux du marché monétaire, ce type de crédit permet aux banques d'assurer leur marge. Du côté des particuliers, le taux fixe des crédits à l'émission est plus élevé que le taux variable. En empruntant à taux variable, le particulier obtient donc un crédit à un coût moindre, mais accepte de prendre le risque d'un taux plus élevé dans le futur, même si ce risque reste limité grâce à des clauses telles qu'une limite du taux (« cap ») ou la possibilité de transformer le crédit à taux variable en crédit à taux fixe. Cette innovation permet aux banques d'assurer leurs profits et aux particuliers de réduire leur coût de financement pour une prise de risque limitée. Elle trouve son origine dans l'accroissement de la volatilité des taux d'intérêt.

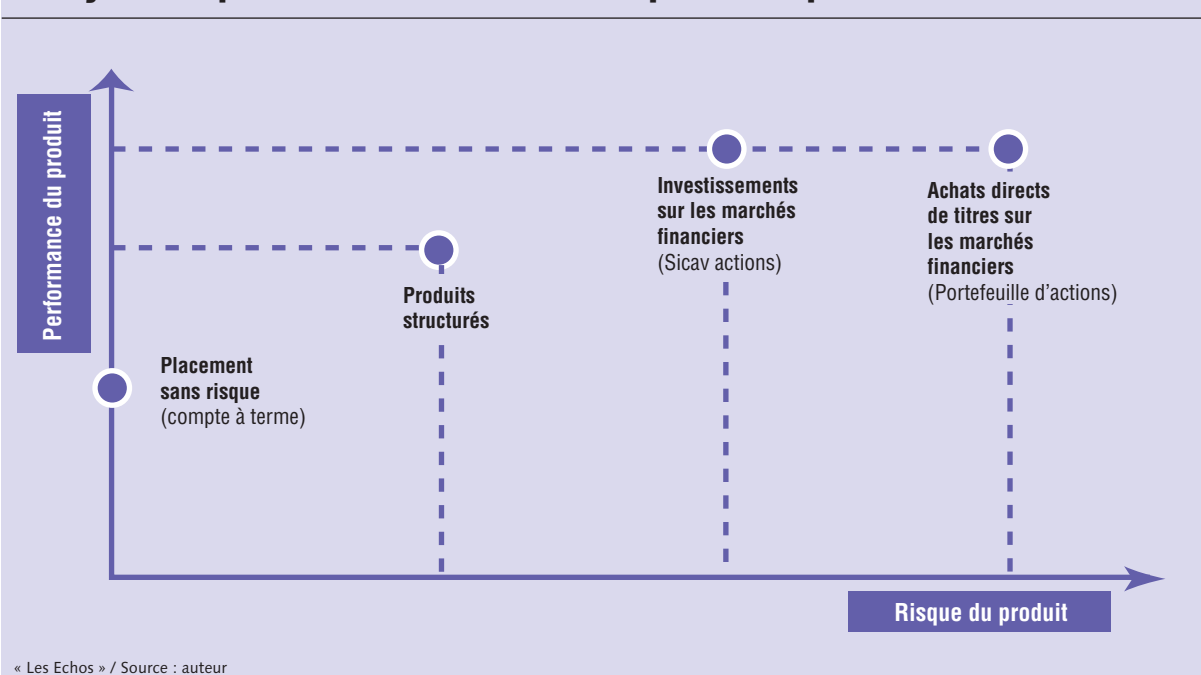
● **Exemple 2 : les produits structurés garantis.** Les produits structurés garantis proposent à la fois une garantie en capital et une participation à la hausse éventuelle des marchés financiers. Dans le cas d'un marché baissier, le client retrouvera son capital initial, mais la rémunération de son placement sera nulle, et donc inférieure à celle d'un placement sans risque comme un compte à terme. Dans le cas d'un marché haussier, le client obtiendra une rémunération indexée sur celle du marché et supérieure à celle d'un placement sans risque, mais inférieure à celle d'un investissement sur les marchés financiers comme un portefeuille de titres ou une sicav actions. Les produits structurés garantis apparaissent donc comme des produits intermédiaires : d'une part, plus performants en moyenne, mais plus risqués que les placements sans risque, et, d'autre part, moins risqués mais moins performants que les investissements sur les marchés financiers. Ce type de produit s'adresse à des clients qui détestent trop le risque pour oser exposer leur capital en Bourse, mais tout de même pas au point d'abandonner un peu de performance en cas de baisse des marchés afin d'en obtenir davantage en cas de hausse. Les produits structurés répondent à ce besoin d'investissement particulier de ce segment de la clientèle. Cette analyse est reprise dans le graphique ci-dessus, qui montre la relation entre la performance et le risque pour trois types de produits : placements sans risque, produits structurés et investissements sur les marchés financiers. L'origine du succès actuel de ce type de produit se trouve sans doute dans le comportement récent des marchés. Après la forte chute de la Bourse, qui a refroidi plus d'un investisseur, des produits présentant une garantie et une participation à la reprise éventuelle des marchés permettent à ces épargnants un retour calculé sur les marchés. Une autre explication tient peut-être à l'évolution de la culture de l'épargne des Français, qui se manifeste par une part (un peu) plus importante de leur patrimoine financier investie en actions. Les produits garantis sont alors un bon point d'entrée pour un premier investissement boursier et un point intermédiaire pour un placement sur les marchés financiers tel que l'investissement en sicav actions ou la constitution d'un portefeuille de titres (voir le graphique ci-dessus).

Quels sont les moyens à la disposition d'acteurs comme les banques pour être à la pointe sur les innovations financières ?

Une innovation financière comporte à la fois une idée et la mise en œuvre de cette idée. Pour l'idée, les banques (que ce soient les salles de marché, les sociétés de gestion ou les réseaux bancaires distributeurs) possèdent des services de veille ou, plus généralement, des départements de marketing. Ces entités regardent à la fois les produits de la concurrence (qui reflètent déjà certains besoins des clients), mais sont surtout à l'écoute de leurs clients pour identifier leurs nouveaux besoins. Pour la mise en œuvre de l'idée, au niveau de la production des produits, deux aspects sont importants : la fixation du prix du produit et la gestion en interne des risques associés aux produits. Pour des produits complexes présentant, par exemple, des clauses optionnelles, il est nécessaire d'avoir recours à des modèles mathématiques sophistiqués. Pour cela, les banques productrices possèdent des services de recherche quantitative capables de développer en interne de tels modèles.

Notons aussi qu'à l'heure actuelle les innovations financières ne sont pas protégées par des brevets. Si une banque lance un produit aujourd'hui, une autre banque peut sortir le même produit demain ! Les brevets sont particulièrement adaptés à l'industrie, car la plupart des produits (un logiciel ou un médicament, par exemple) nécessitent des investissements en re-

Analyse des produits en termes de risque et de performance



Dans un marché haussier, le détenteur de produits structurés garantis obtiendra une rémunération indexée sur celle du marché et supérieure à celle d'un placement sans risque, mais inférieure à celle d'un investissement sur les marchés financiers comme un portefeuille de titres ou une sicav actions.

cherche-développement très importants. Pour que ces investissements soient effectivement entrepris, il est nécessaire d'accorder à l'entreprise innovante une période d'exclusivité suffisamment longue pour qu'elle puisse recouvrer ces dépenses et réaliser un

A l'heure actuelle les innovations financières ne sont pas protégées par des brevets. Si une banque lance un produit aujourd'hui, une autre banque peut sortir le même produit demain !

profit. Dans les secteurs bancaire et financier, les investissements sont relativement moins importants, et l'existence de brevets se justifie peut être moins.

Quels sont les champs de la recherche les plus prometteurs ?

Plusieurs axes de développement sont discernables actuellement : en amont, au niveau de la conception des produits, mieux anticiper la demande du marché, mieux comprendre les besoins des clients et être plus réactif dans le développement de modèles permettant d'évaluer et de gérer les risques des produits proposés et, en aval, au niveau de la distribution, mieux vendre les produits aux clients en prenant en compte leur situation personnelle et leurs objectifs d'investissement et en leur expliquant les caractéristiques et les risques des produits proposés. Notons aussi que le lancement de nouveaux produits n'est pas sans générer de nouveaux risques, tant au stade de la production qu'au stade de la distribution. A l'intérieur de la banque, les modèles censés gérer les risques associés aux produits peuvent générer eux-mêmes de nouveaux risques. Un modèle n'étant qu'une représenta-

tion de la réalité, son comportement et sa performance en termes de gestion peuvent être affectés par le choix de ses hypothèses. Une question qui revient souvent est : quelle distribution statistique utiliser pour représenter les fluctuations de marché ? Le choix d'une loi de Gauss (encore appelée loi « normale ») souvent tend à sous-estimer les événements extrêmes tels que les krachs boursiers. Une loi avec « queue épaisse » sera alors plus appropriée pour tenir compte de la fréquence de ces événements (1). Pour maîtriser ce risque, on assiste depuis quelques années à l'apparition de nouvelles entités au sein des banques chargées de la validation de modèles. Citons aussi les travaux récents sur l'énergie et les matières premières montrant qu'ils peuvent constituer une classe d'actifs à part entière en termes d'investissements (2).

Pour les clients, les produits proposés peuvent finalement ne pas correspondre à leurs attentes ou ne pas être bien compris. Les risques pris par les clients peuvent alors se traduire par des risques commerciaux pour la banque (risque de voir sa réputation ternie ou risque de perte financière consécutifs à des indemnisations de clients mécontents ou, pis, au départ des clients). En pratique, la maîtrise de ces risques se traduit, par exemple, par des questionnaires destinés à mieux cerner les besoins des clients dans le but de leur proposer les produits conformes à leurs objectifs et par des notes d'informations plus complètes sur les produits présentant différents scénarios quant à leur valorisation future. Plus qu'une simple professionnalisation des processus de production et de distribution, il s'agit de changements importants dans le fonctionnement des banques et dans la relation avec leur clients ●

(1) Voir F. Longin, « The Asymptotic Distribution of Extreme Stock Market Returns », « Journal of Business », n° 63, 1996 (téléchargeable sur www.longin.fr).

(2) Voir H. Geman, « Commodities and Commodity Derivatives. Modeling and Pricing for Agricultural, Metals and Energy », Wiley Finance, 2005.

RÉSUMÉ

Les nouvelles réglementations ou l'apparition de risques différents offrent l'occasion aux institutions financières de concevoir de nouveaux produits. Mais ils ne seront adoptés par le plus grand nombre que s'ils correspondent à une réelle demande. Il est intéressant, par exemple, de se pencher sur la réussite des produits structurés garantis. Cet article évoque aussi les axes de développement les plus prometteurs.

Manager l'innovation

Deux journées pour développer et piloter une stratégie d'innovation rentable

Une formation pour :

- Les responsables R&D : quels sont les outils et les étapes nécessaires à la gestion d'un projet innovant ?
- Les responsables Marketing : comment élaborer et mettre en œuvre une politique de marketing de l'offre ?
- Les responsables RH : préparer l'entreprise à recevoir l'innovation.

Ce séminaire sera animé par deux animateurs complémentaires :

François Gassion, Consultant en Stratégie et Business Development

Marie-Cécile Pinson, Consultante en Business Development et Marketing Stratégique.

EUROSTAF
GROUPE
Les Echos

FORMEZ-VOUS
À L'INNOVATION

euorstaf
ETUDES - CONSEIL - EXPERTISE SECTORIELLE

BULLETIN D'INFORMATION

« Manager l'innovation »

Mardi 14 et mercredi 15 novembre 2006

Tarif : 1 590 € (frais incluant la documentation et le déjeuner) - Au Cercle Républicain - Paris 1^{er}

EUROSTAF
Département Séminaires
16, rue du Quatre Septembre
75112 PARIS Cedex 02

Renseignements : Marie MOL
Tél : 01 49 53 89 11
Fax : 01 49 53 89 20
E-mail : mmol@esechos.fr

Eurostaf est le n°1 français
des études et de l'expertise
sectorielles.
Une société du groupe Les Echos

Nom : _____ Prénom : _____
Société : _____
Adresse : _____
Tél. : _____ Fax : _____
Email : _____

Retrouvez le programme complet sur www.eurostaf.fr