

Vevey, novembre 2010

**Behavioral Finance/Finance
comportementale**
L'investisseur au centre des marchés



Sommaire

Behavioral Finance, pourquoi?

Behavioral Finance et gestion de portefeuille

Conclusion

Annexe

Informations juridiques

Behavioral Finance, pourquoi?



Qu'est-ce que le Behavioral Finance? Replacer l'homme au centre des marchés

Théorie classique: les agents économiques sont rationnels et les marchés efficients...



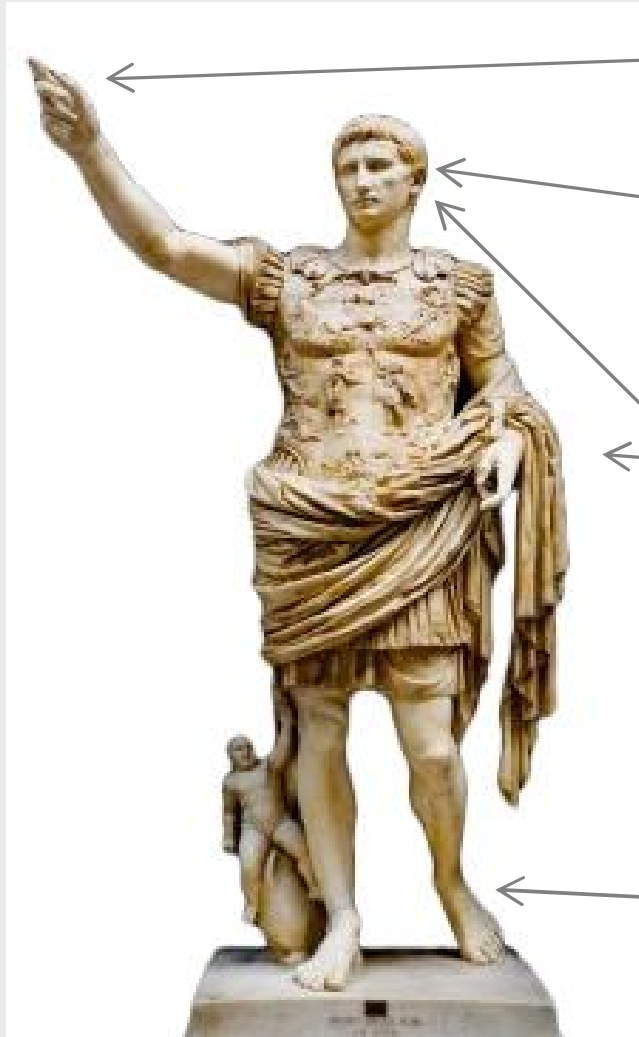
- Behavioral Finance reconnaît l'influence de l'être humain sur le marché.
- Elle est la meilleure théorie pour décrire la prise de décision individuelle.
- Elle offre un point de vue plus réaliste du couple investisseur - marché.

Source: LGT/ Kevin Allaugher, The Economist in 1989
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Behavioral Finance, pourquoi?

Investisseur, qui es-tu?

Biais cognitifs



Biais de sélection de l'information
Biais de disponibilité,
Biais de confirmation

Biais de traitement de l'information
Sur-/sous-réaction,
Excès de confiance,
Illusion de savoir

Biais décisionnel
Vendre les gains,
Garder les pertes,
Préférence domestique

Biais dans l'évaluation de décision
Biais rétrospectif,
Biais d'autocomplaisance

Comportements sociaux

Panique

comportement grégaire

Source: LGT/123rf.com
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Behavioral Finance, pourquoi?

Behavioral Finance

Exemple 1



Behavioral Finance, pourquoi?

Jouons un peu...



Quel jeux préférez-vous?	Rendement attendu
A) 100% de chance de gagner 900	900
B) 70% de chance de gagner 1500	1050

Risquophobie...aux gains!?!

-réalisation de gain prématurée

Quel pari préférez-vous?	Rendement attendu
C) 100% de chance de perdre 900	-900
D) 70% chance de perdre 1500	-1050

Risquophilie...aux pertes!?!

-garder ses pertes trop longtemps
 -prise de risque exagérée
 -excéder sa capacité de risque, et perdre au-delà de ses limites

Source: LGT/
 Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
 Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Behavioral Finance, pourquoi?

Pourquoi il est important de connaître quelques éléments de base des biais cognitifs

Avant



Après



Source: LGT/Internet
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Behavioral Finance, pourquoi?



L'investissement comme une course de montagne



Le rendement attendu d'un investissement est moins important que le fait qu'il soit perçu comme un gain ou une perte.

Source: LGT/123rf.com
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Historique des théories financières

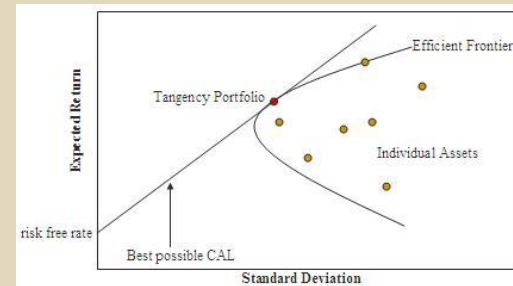
Risque, profits, décisions et aspects psychologiques

Théorie de la valeur espérée (probabilité)



Milieu du 17e siècle - 1738

Théorie moderne du portefeuille | Markowitz



1952 - 1979

Théorie de l'utilité espérée | Bernoulli



Th. des perspectives | Kahnemann & Tversky



Source: LGT/123rf.com

Les investissements présentent des avantages mais également des risques. Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Psychologie individuelle et de groupe

Psychologie de groupe sur les marchés financiers

**Psychologie de groupe:
communication et interaction**

**Psychologie individuelle:
Biais et préférences**

→ compréhension utilisée pour l'analyse de marché

Behavioral Finance, pourquoi?

Behavioral finance réduit l'écart entre les investisseurs et leur compréhension des marchés...



...en ajoutant une perspective psychologique que les théories de marché précédentes ignoraient.

Source: LGT/123rf.com

Les investissements présentent des avantages mais également des risques.

Veillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Applications en Behavioral Finance

*particulier à LGT

Théorie des Perspectives (1979) - prix Nobel d'économie 2002

Droit, sciences sociales, économie et finance

Finance comportementale

Conseil à la clientèle

- Risques vu par le client: fluctuations, pertes et incertitude
- Profil tri-dimensionnel: capacité, conscience et penchant pour le risque
- Engagement ferme sur une période définie / stratégie de communication
- Dépistage de biais cognitifs

Analyse de marché / gestion de portefeuille

- *Inefficiences de marché induites par les actions et interactions collectives des investisseurs
- Prix du marché = perception de la valeur Ñ valeur intrinsèque%
- *Observation des observateurs . plus efficace que de traiter encore plus d'information
- *Synchronisation des opinions individuelles → tendances et exagérations

Source: LGT
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Behavioral Finance et gestion de portefeuille



Behavioral Finance et analyse de marché

L'utilisation d'indicateurs

En comprenant correctement ce phénomène...

Comment et pourquoi les investisseurs réagissent et interagissent comme ils le font.

...on peut utiliser ces indicateurs à bon escient

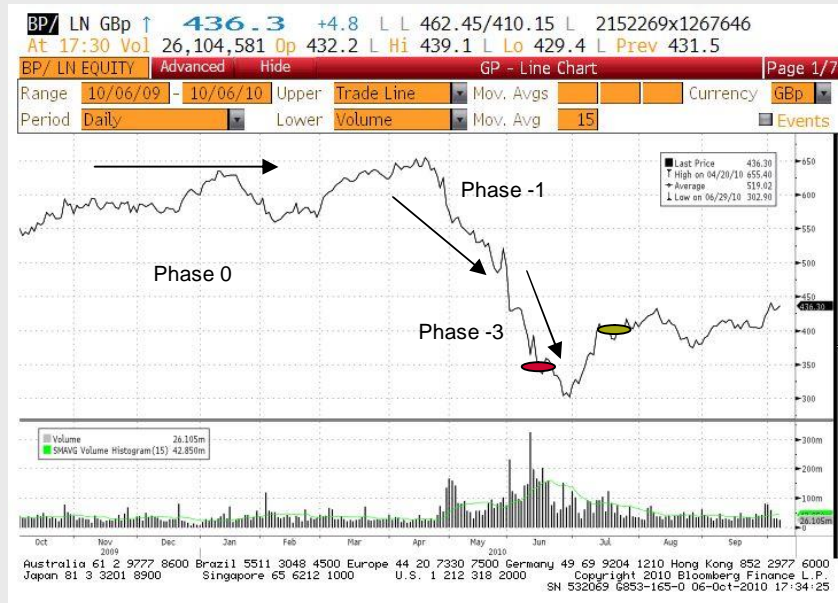
Indicateurs de prix*	Indicateurs de réaction*
Fondamental Technique Macro-économique Regulation	Surprise Sentiment Flux monétaires Communication

Comme recherche psychologique appliquée au processus de décision, la finance comportementale offre une valeur ajoutée en observant les observateurs.

*Catégorisation à titre illustratif. Plusieurs indicateurs peuvent changer de catégorie selon leur usage.

Source: LGT

Exemple BP: Behavioral Finance soutien les stratégies d'investissement contraire



Transaction 1

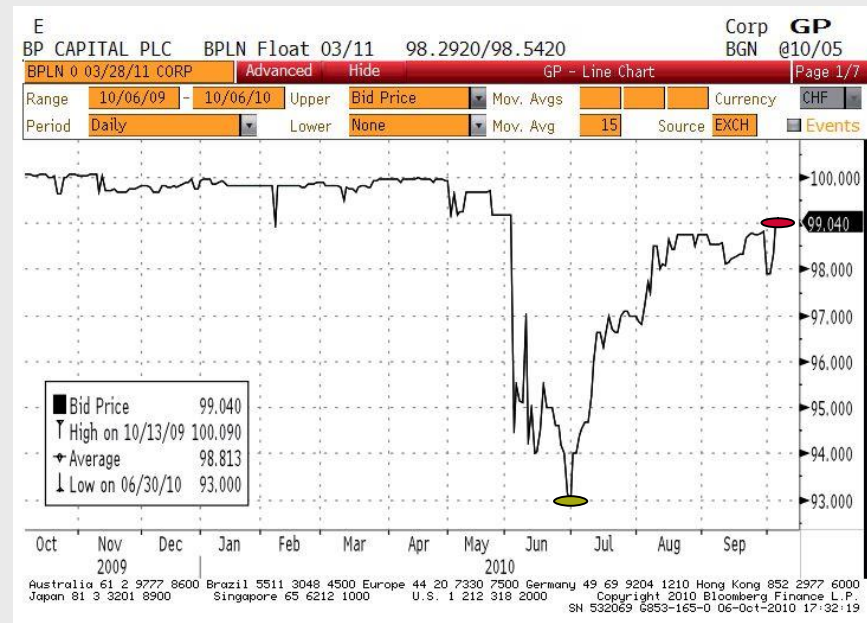
16.06.2010: vente à découvert (short) 1% puts sur actions BP (prime 9% pour 1 mois . 80% volatilité implicite) - expire sans valeur → encaisse de toute la prime nette

This chart only serves as an example for the tactical positioning and does not refer to the performance of a product.

BF Coninco
LGT Capital Management
Novembre 2010

Transaction 2

30.06.2010: Achat 0.5% BP obligation en CHF (maturité 2011 - rendement à terme 10%) à 90. Cours à 99 au 10 octobre 2010.



Source: LGT/Bloomberg

Les investissements présentent des avantages mais également des risques. Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

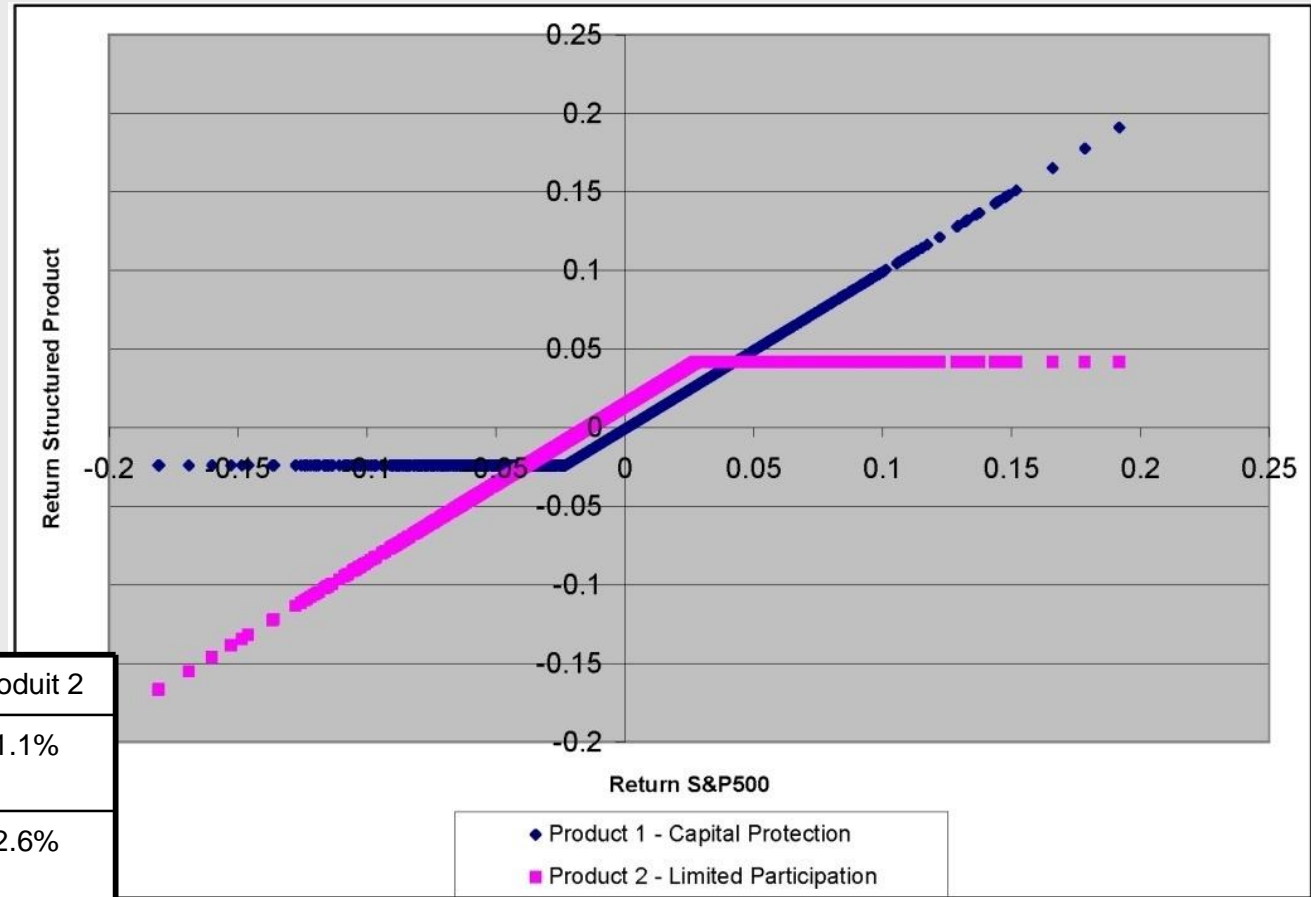
Behavioral Finance

Exemple 2



Source: LGT
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Quelle mesure du risque est-elle la plus appropriée?



	Produit 1	Produit 2
Rdmt espéré	1.1%	1.1%
Ecart type	2.6%	2.6%

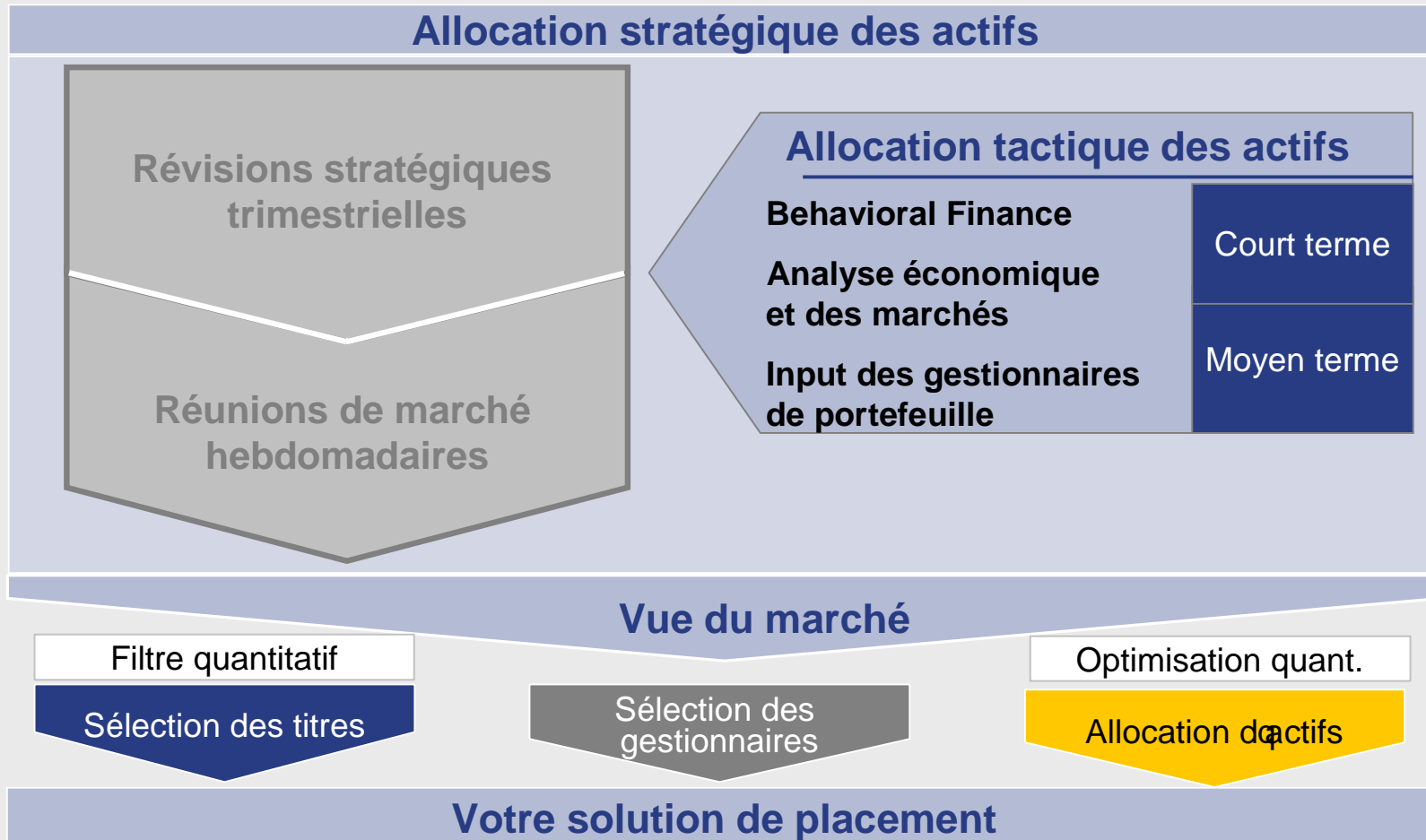
Source: LGT/Teaching material of Prof. Dr. Thorsten Hens/
 Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
 Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Behavioral Finance

Engrenages dans le processus d'investissement



Un processus d'investissement intégré et discipliné, une vue du marché cohérente

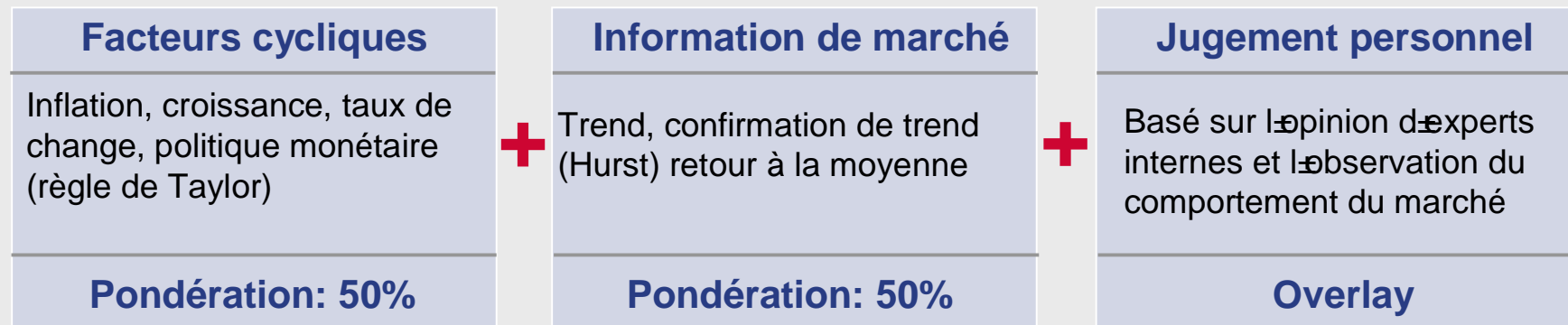


Source: LGT

Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.



Analyse factorielle en allocation d'actif tactique (TAA) – exemple obligations 2008 Q4



Aggrégation des évaluations individuelles = attentes de marché

Exemple d'indicateur de tendance:

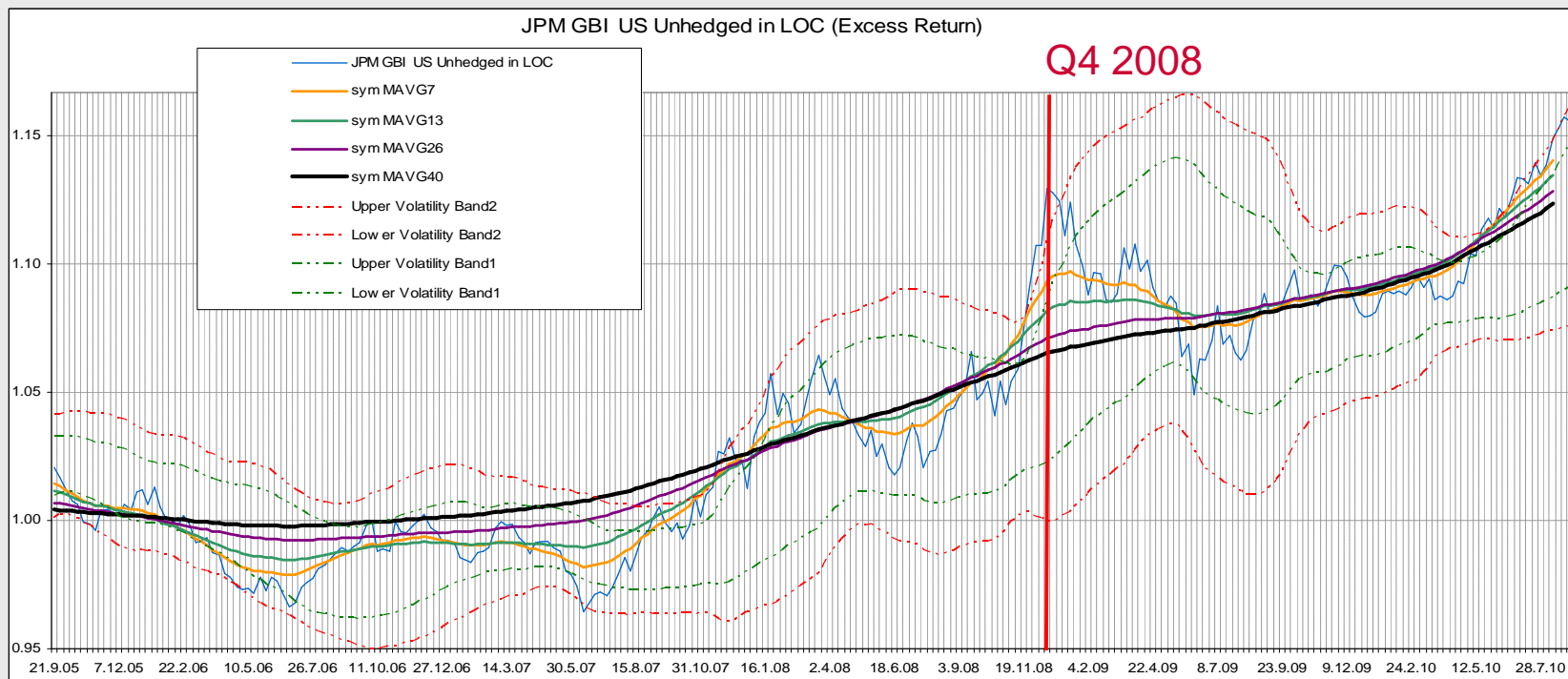
	World		USA		Euroland		CH		UK		Japan	
	old	new	old	new	old	new	old	new	old	new	old	new
Retour à la moyenne (mean reversion)	0.00	-0.32	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.75	0.00	2.00

Application de la finance comportementale: modélisation du comportement des acteurs du marché en phase tendancielle (trend) ou de retour à la moyenne.

Source: LGT
 Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
 Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Stratégie tactique Q4 2008

Obligations



	Niveau actuel	Indicateur
Facteur de retour à la moyenne	0.00	-2.00

Source: LGT
 Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
 Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Conclusion



Behavioral Finance Tour d'horizon



La finance comportementale replace **l'homme au centre des marchés**. Elle cerne les contours psychologiques de l'investisseur, c'est sa valeur ajoutée.



La finance comportementale est la meilleure théorie pour décrire les prises de décision individuelles. C'est une **théorie descriptive et non normative**.



La théorie des perspectives constitue la prochaine étape dans **l'évolution des théories financières**.



Au niveau individuel: reconnaissance de l'importance des gains et des pertes pour l'investisseur, ainsi que les **biais cognitifs**.



Au niveau du groupe: **compréhension des réactions** et des interactions entre les acteurs financiers, observation des observateurs.

Behavioral Finance Applications

Conception de produit



- contrôle du risque de moins-value
- maximisation de la probabilité d'atteinte du point de référence
- prévention de l'aversion aux pertes (fréquence de communication)

Allocation tactique des actifs



- Processus d'investissement structuré et discipliné
- Usage d'indicateurs de valorisation et de communication

Modélisation de composantes fondamentales et comportementales

Sélection de titres



- Synchronisation des attentes . émergence de tendances
- Indicateurs de tendance: sentiment, flux monétaires, communication
- Mouvements extrêmes: effet d'annonce, euphorie, panique

LGT Capital Management

Vos interlocuteurs

- **Frank Oliver Jüdt** **Investment experience: 20 years** **with LGT since July 2007**
 - Head of Investment Management Equities, LGT Capital Management, Pfäffikon
 - Head of Equity Portfolio Management, AXA Winterthur Asset Management, Zurich
 - Head of Research & Fund Manager, A&A Actienbank, Zurich
 - MSc in Business Administration (Lausanne University), Certified European Financial Analyst, CFA charterholder

- **Thierry Cherf** **Investment experience: 15 years** **with LGT since August 2006**
 - Senior Relationship Manager CH-Romande, Distribution FL/CH/AT, LGT Capital Management, Pfäffikon
 - Head of Fund Distribution CH-Romande and Eastern Europe, UBP, Union Bancaire Privée, Geneva
 - Senior Relationship Manager, Broker clients, Zurich Financial Services, Geneva
 - MSc in Business and Administration, ECADE, Lausanne

- **Giampaolo Fabris** **Investment experience: 11 years** **with LGT since October 2003**
 - Head of Distribution FL/CH/AT, LGT Capital Management, Pfäffikon
 - Head Institutional Asset Management German speak. Switzerland, Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Zurich
 - Head Corporate Banking Société Générale Bank & Trust, Zurich
 - MBA University of St. Gallen, Swiss Banking School / MSc in Pension Fund Management



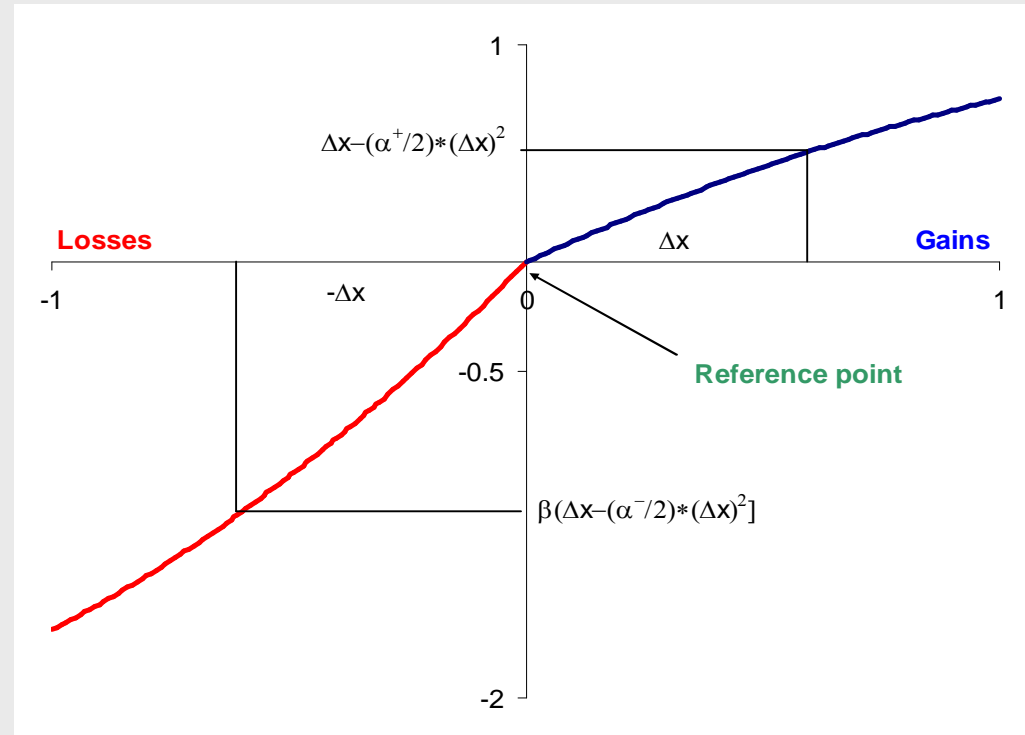
Annexe



Fonction de valeur en finance comportementale

$$u(\Delta x) = \begin{cases} \Delta x - \frac{\alpha^+}{2} (\Delta x)^2 & \text{if } \Delta x > 0 \\ \beta \left(\Delta x + \frac{\alpha^-}{2} (\Delta x)^2 \right) & \text{if } \Delta x < 0 \end{cases}$$

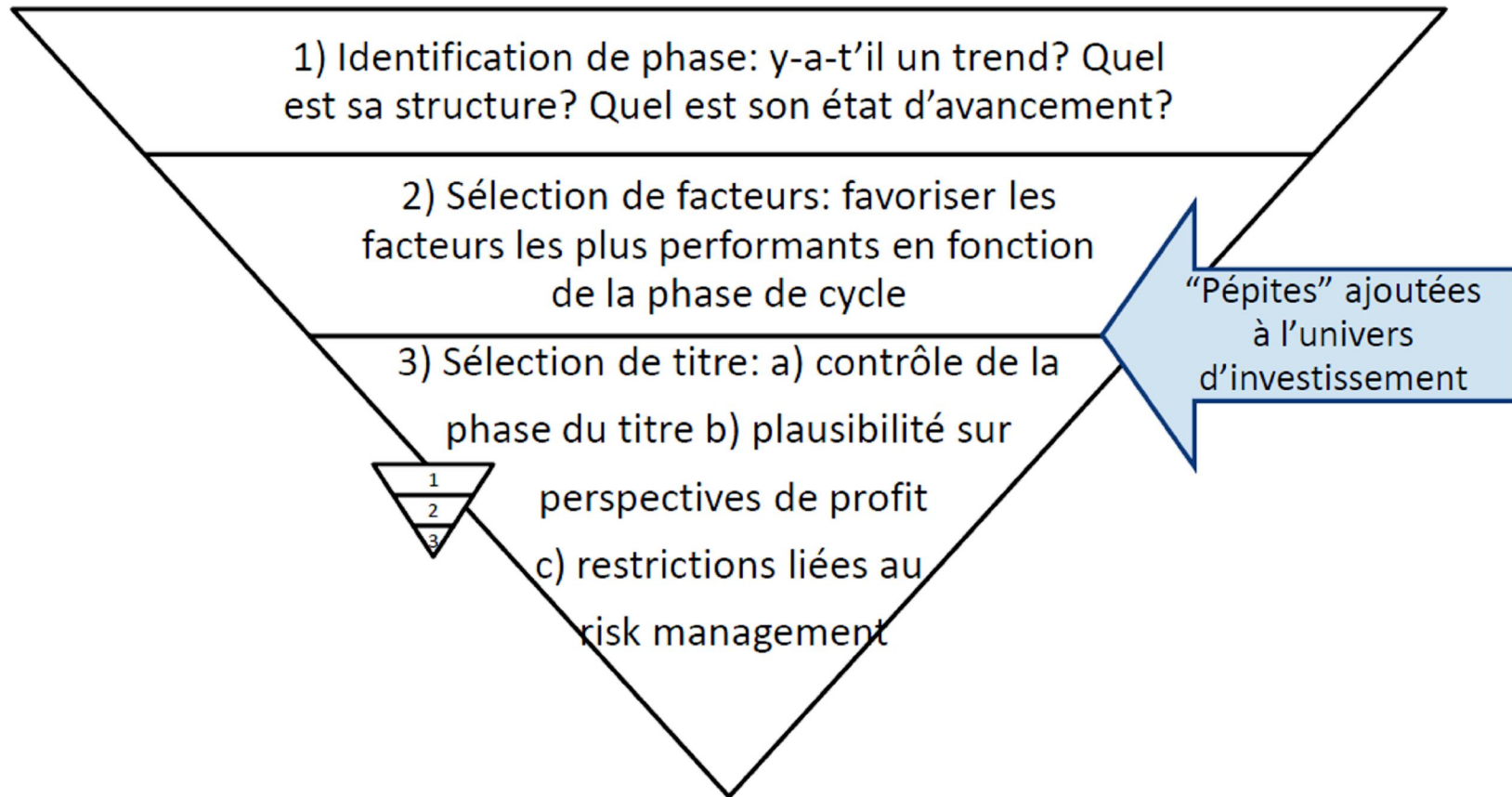
where $\Delta x = x - RP$



$$PT_u(c) = \sum_s w(p_s)u(c_s)$$

Légende de la figure: Le diagramme montre la formule et la représentation graphique de la fonction de valeur typique d'un investisseur. L'alpha représente son aversion au risque et le bêta l'aversion à la perte. Etant donné que nous redoutons plus fortement les pertes, la fonction est plus raide dans la zone des pertes. Par ailleurs, à partir d'un niveau de gains ou de pertes très élevés, la valeur supplémentaire, c'est-à-dire marginale, positive ou négative décroît. En d'autres termes, à compter d'un certain niveau de gains ou de pertes, les pertes ou les gains additionnels ne modifient pas significativement le degré de satisfaction. A noter que la pondération probabiliste n'est pas incluse dans cette fonction parce qu'il faut l'éviter et non s'en laisser influencer.

Processus d'investissement Equity Sector Trend Funds



Source: LGT
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

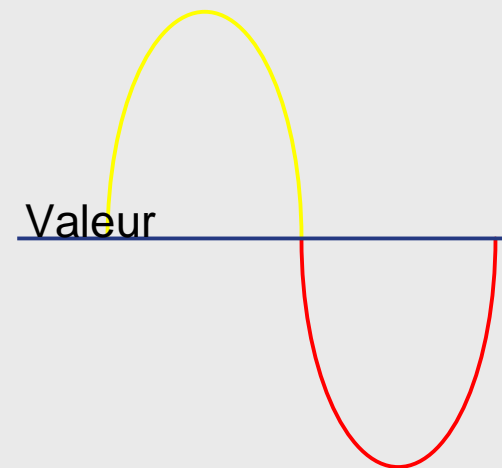
Equity Sector Trend Funds Concept



Le monde est complexe et incertain. On ne peut traiter qu'un nombre d'informations finies. Un thème d'intérêt particulier, %chaud+émerge (avec l'aide des médias).



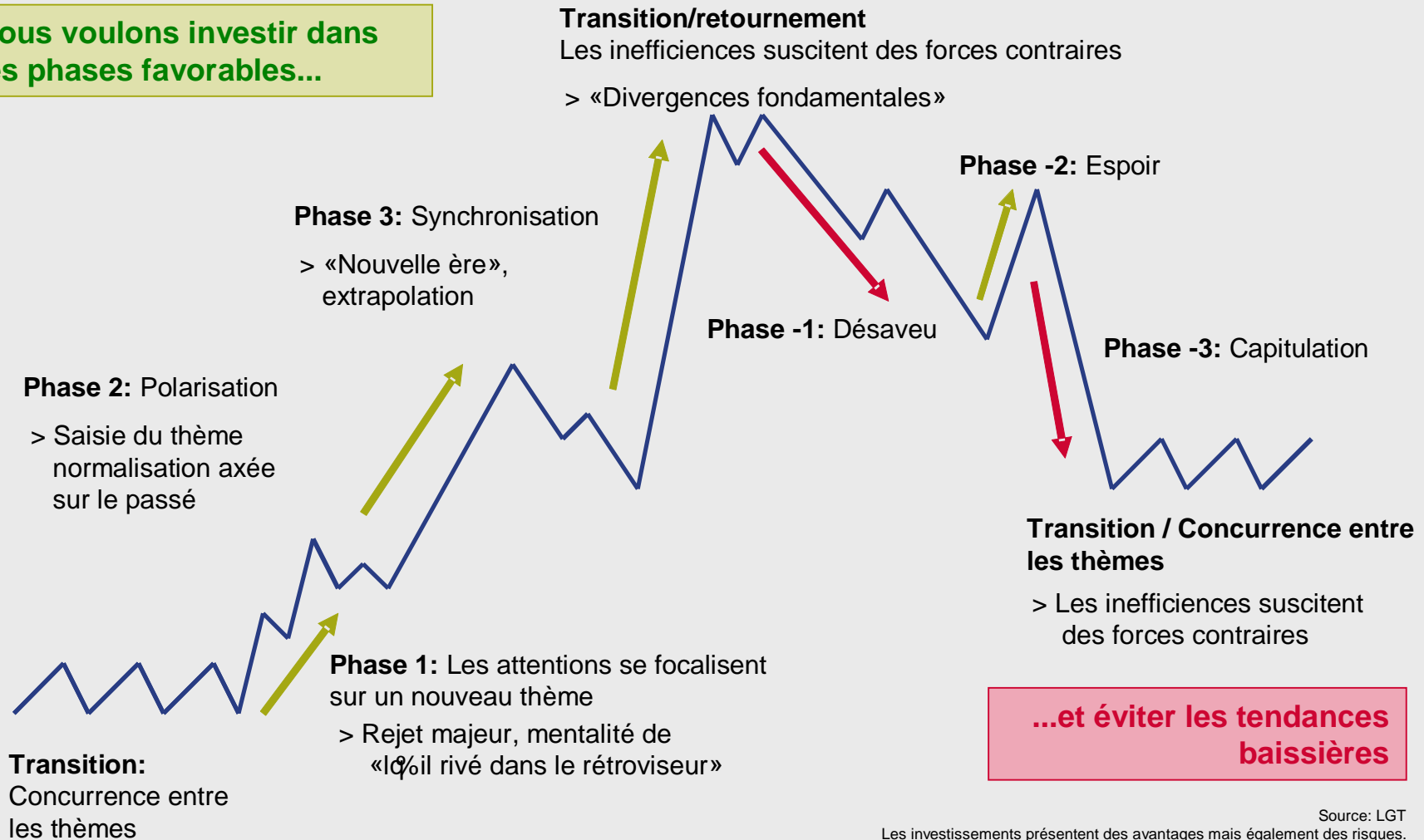
Les opérateurs ont des opinions variées sur le sujets. Ils communiquent entre eux et peu-à-peu une opinion dominante se démarque. Il en résulte l'apparition de tendances qui peuvent être fortes.



Des sur- ou sous-évaluations extrêmes peuvent résulter de cette synchronisation des opinions. Finalement, ces distorsions se terminent par un retour des prix à la %normale+.

Aspect de l'analyse tendancielle: identification et classification des phases

Nous voulons investir dans les phases favorables...



...et éviter les tendances baissières

Source: LGT
Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Phase d'Identification

Instruments et techniques

Analyse technique	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Quels sont les tendances/trends? ▪ Quel est leur structure? ▪ Y-at-il des signaux de fin de cycle?
Communication & sentiment	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Quel est le thème à la mode actuellement? ▪ Qui est bullish/bearish?
Flux monétaire & positionnement	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Où se dirigent les flux monétaires in/out? ▪ Les acteurs du marchés ont-ils des positions extrêmes (sur-/sous-pondérations)?
Evaluation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dans quel mesure le thème à la mode se reflète-t-il dans les évaluations implicites?

Source: LGT

Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Annexe



Allocation d'actif stratégique (Q4 2008)

Détail de la notation obligataire

		Welt		USA		Euroland		CH		UK		Japan	
		alt	neu	alt	neu	alt	neu	alt	neu	alt	neu	alt	neu
Rahmenbedingungen	Gewicht: 10%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zyklische Faktoren	Gewicht: 50%	0.00	0.44	-0.13	0.37	0.08	0.57	0.17	0.47	0.10	0.43	-0.08	0.32
Realwachstum		0.53	0.99	0.50	1.00	0.50	1.00	0.50	0.75	0.75	1.00	0.50	1.00
Kapazitätsauslastung		-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Inflatio Inflationserwartungen (total)		-0.32	0.49	-0.50	0.50	-0.25	0.50	-0.25	0.25	-0.25	0.50	-0.25	0.50
Fiskalpolit. Massnahmen bzw. Bias		-0.85	-0.94	-1.50	-1.50	-0.25	-0.50	0.50	0.25	-0.75	-1.00	-1.50	-1.25
Monet. Massnahmen bzw. Bias		0.00	0.54	0.00	0.50	0.00	0.75	0.00	0.50	0.00	0.50	0.00	0.20
Marktverfassung (total) = (1)+(2)		0.22	-0.15	0.32	-0.22	0.11	-0.10	0.09	-0.31	0.19	-0.35	0.31	0.02
Relevanter Index	70%												
Mittel-/Langfrist-Trend (40 W MAV)	38%	0.32	0.94	0.50	1.00	0.00	1.00	0.25	1.00	0.25	0.50	0.75	1.00
Trendbestätigung (Hurst)	25%	0.79	0.46	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75	-0.50	0.75	0.75	0.50	-0.50
Reversion-to-the-Mean-Faktor	38%	-0.03	-1.82	0.00	-2.00	0.00	-2.00	-0.50	-2.00	0.00	-2.00	0.00	-1.00
Relative Stärke (zu Salomon WGBI local)	30%												
Mittel-/Langfrist-Trend (40 W MAV)	40%	0.09	0.19	0.50	1.00	-0.50	0.25	0.25	0.25	-0.25	-0.25	0.75	-1.00
Trendbestätigung (Hurst)	20%	-0.12	0.16	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.50	-1.00	-0.25
Reversion-to-the-Mean-Faktor	40%	0.00	-0.32	0.00	-2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.75	0.00	2.00
Marktverfassung (subtotal) (1)		0.22	-0.15	0.32	-0.22	0.11	-0.10	0.09	-0.31	0.19	-0.35	0.31	0.02
Judgemental Overlay (maximal +/-0.5) (2)		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Marktbewertung (total)													
Realzins ggü langjähriger Historie		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Marktinfo	40%	0.20	-0.14	0.29	-0.20	0.10	-0.09	0.08	-0.29	0.18	-0.31	0.28	0.02
Gesamttotal		0.08	0.17	0.05	0.11	0.08	0.25	0.12	0.12	0.12	0.09	0.07	0.17

Source: LGT

Les investissements présentent des avantages mais également des risques.
Veuillez consulter les informations juridiques à la fin de cette présentation.

Annexe

Bibliographie

- Kremena Bachmann and Thorsten Hens (2008). *Behavioural Finance for Private Banking* Wiley, 39-40.
- Behavioural Finance Solutions GmbH. Retrieved from www.bhfs.ch August 13th 2010.
- Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, 110, 73-92.
- Black F. and Litterman R. (1992). Global Portfolio Optimization, *Financial Analysts Journal*, 28-43.
- Maik Dierkes, Carsten Erner, and Stefan Zeisberger. Investment Horizon and the Attractiveness of Investment Strategies. Work in progress.
- Thorsten Hens, Dieter Niggeler, and Mila Winter (2010). A Test of the Credit Suisse Real Estate Risk Profiler (unpublished master's thesis). University of Zurich.
- Thorsten Hens and Marc Oliver Rieger (2010). *Financial Economics; A Concise Introduction to Classical and Behavioral Finance*. Springer Verlag, 17-85.
- Daniel Kahneman and Amos Tversky (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decisions Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Daniel Kahneman and Amos Tversky (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297-323.
- Veronika Koebberling and Peter P. Wakker (2005). An Index of Loss Aversion. *Journal of Economic Theory*, 122, 119-131.
- Harry Markowitz (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7, 77-91.
- James Montier (2007). *Behavioural investing; A practitioners guide to applying behavioural finance*. Wiley, 79-94.
- Roy, A. D. (1952). Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*. 20, 431-449.
- Andrei Schliefer (2000). *Inefficient Markets; an introduction to behavioral finance*. Oxford University Press, 112-129.
- Shefrin, H. M. (2000). *A Behavioral Approach to Asset Pricing*. Academic Press.
- Richard H. Thaler, Amos Tversky, Daniel Kahneman, and Alan Schwartz (1997). The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 647-666.

Informations juridiques

La présente documentation ne s'adresse qu'au destinataire. Sa reproduction, sa distribution ou sa publication, que ce soit sous forme électronique ou sous toute autre forme, ne sont pas autorisées sans l'accord écrit préalable de LGT Group Foundation. Cette publication, rédigée par les soins de nos collaborateurs, n'est qu'un vecteur d'information et ne saurait, par conséquent, constituer une offre, une proposition ou une incitation à faire une offre; il ne s'agit pas non plus d'une annonce publique ni d'une recommandation à acheter ou vendre des produits de placement ou d'autres produits spécifiques. Les informations qu'elle contient émanent de sources que nous tenons pour fiables mais dont nous ne saurions garantir l'exactitude, l'exhaustivité ou l'actualité, car les circonstances et autres données relatées à titre purement informatif sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Aussi serait-il erroné de considérer qu'une fois publiées, ces informations sont toujours d'actualité ou que les circonstances ayant présidé à leur divulgation sont restées inchangées. Les informations disponibles dans cette publication ne sont en aucun cas des outils décisionnels visant à trancher des questions d'ordre économique, juridique, fiscal et consultatif ou à sous-tendre la prise de décisions relatives à des placement ou à tout autre domaine. La consultation d'un spécialiste qualifié est donc, en tout état de cause, recommandée. Les investisseurs ne doivent à aucun moment perdre de vue que la valeur de leurs placements peut non seulement augmenter mais aussi chuter, que les performances passées ne sauraient préjuger des résultats futurs que les prévisions ne constituent pas un indicateur fiable pour de futures évolutions de valeur et, enfin, que des placements en devises étrangères sont sujets à des pertes de change et des fluctuations de rendement induites par une évolution défavorables des cours. Il ne peut donc être exclu que les investisseurs ne recouvrent pas la totalité des montants qu'ils ont investis. Aussi déclinons-nous toute responsabilité pour les pertes éventuelles . de quelque nature qu'elles soient . résultant de dommages directs, indirects ou subséquents qui pourraient ressortir de l'utilisation de la présente brochure. Cette dernière ne s'adresse pas aux personnes assujetties à un système juridique subordonnant sa publication à une autorisation ou en interdisant purement et simplement la distribution. Les personnes qui auront cette publication entre les mains devront par conséquent s'informer des restrictions éventuelles affectant sa distribution et s'y conformer.

Les investisseurs potentiels doivent s'informer eux-mêmes en détail, dans leur pays d'origine, de domicile ou le pays dans lequel est implanté leur siège social, sur les exigences légales ainsi que les éventuelles conséquences fiscales, les restrictions ou contrôles de monnaies étrangères et d'autres aspects importants à respecter avant de prendre la décision de souscrire, d'acheter, de détenir, d'échanger, de restituer ou d'accomplir tout autre acte similaire en relation avec ce genre de placement; de la même manière, il leur incombe de rechercher un conseil compétent en la matière.

Certaines parts des valeurs mobilières et des droits-valeur mentionnés dans la présente documentation ne peuvent être acquises ou détenues par ou pour des investisseurs ayant leur domicile aux Etats-Unis et/ou possédant la nationalité US, ni transférées à des investisseurs répondant à ce profil.

LGT Capital Management

LGT Capital Management Ltd.

Herrengasse 12
FL-9490 Vaduz
Principality of Liechtenstein

LGT Capital Management Ltd.

Schützenstrasse 6
CH-8808 Pfäffikon (SZ)
Switzerland

**LGT Capital Management Ltd.
(Niederlassung Deutschland)**

Schaumainkai 85
D-60596 Frankfurt am Main
Germany

Further locations with investment specialists: Geneva, Hong Kong, Singapore

Contact

Phone +41 55 415 9292
Fax +41 55 415 9230
E-Mail lgt.cm@lgt.com
Internet www.lgt.com

Description d'image

« Buste d'Auguste », 1695
Bronze à patine vernie or-rouge
Hauteur 62 cm

MASSIMILIANO SOLDANI-BENZI
1656–1740

On pourrait comparer la position d'Auguste dans l'histoire à Janus, dieu romain à deux visages. Comme lui, Auguste se trouve entre la république, brisée par la guerre civile, et le nouvel empire qu'il a créé.

Pendant son règne, Auguste a toujours évité les magnificences impériales ou monarchiques. Empereur, il a non seulement renoncé à construire un nouveau palais impérial, mais il a conservé sa vaste demeure sur le mont Palatin. Auguste peut être considéré comme l'homme d'Etat le plus doué, le plus énergique et le plus capable de l'Antiquité, sinon de l'Histoire entière. Le succès de sa politique s'est traduit notamment par l'existence d'une seule conspiration sérieuse pendant son règne. Il traitait le Sénat avec fermeté et respect, ce qui a fait de lui un modèle pour les futurs empereurs.

© Collections du Prince de Liechtenstein, Vaduz . Vienne
LIECHTENSTEIN MUSEUM, Vienne. www.liechtensteinmuseum.at

