

Quartalsbericht an Kunden

Erstes Quartal 2026

INHALTSVERZEICHNIS

- 2** **KOMMENTAR**
Transformative Technologien garantieren keine attraktiven Renditen. Wir untersuchen, inwiefern der KI-Investitionszyklus vergangene Booms widerspiegelt und wo Value-Investoren heute asymmetrische Chancen finden können.
- 5** **GLOBALER RECHERCHEÜBERBLICK**
Globale Aktien legten zu Jahresbeginn zu, drehten jedoch bald die Richtung um, bedingt durch Bedenken hinsichtlich privater Kredite und geopolitischer Spannungen. Wir nutzten KI-bedingte Kursrückgänge und fanden Wert in falsch bewerteten IT-/Unternehmensdienstleistern, während wir Finanzwerte und Metallproduzenten bei Kursanstiegen verkauften.
- 8** **EINBLICKE STEWARDSHIP**
Wir teilen Erkenntnisse aus unserer Recherche und unserem Dialog mit Unternehmen darüber, wie Klimapolitik Anreize für die Dekarbonisierung schaffen kann, ohne Investitionsrisiken zu verursachen.
- 11** **HIGHLIGHTED HOLDING - MASTERBRAND**
MasterBrand, der führende US-amerikanische Schrankhersteller, wird zu einer niedrigen Bewertung gehandelt, da schwache Umsätze im Wohnungsbau und die normalisierte Ertragskraft und die Vorteile der bevorstehenden Übernahme von American Woodmark überdecken.
- 14** **PORTFOLIO-STRATEGIEN**
In einem Quartal, das von einer breiten Outperformance von Value-Titeln geprägt war, gaben die Aktienmärkte der Industrieländer nach, während die Schwellenmärkte seitwärts tendierten. Unsere Ergebnisse fielen gemischt aus: eine Underperformance in den USA, eine Outperformance in den Schwellenmärkten und Gewinne gegenüber dem stilneutralen Index in den Industrieländern (ohne USA), wobei wir jedoch hinter den Value-Indizes zurückblieben.

An unsere Kundinnen und Kunden

Die globalen Aktienmärkte gaben im ersten Quartal nach, bedingt durch Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkungen der KI, geopolitische Spannungen und Bedenken hinsichtlich privater Kredite. Die entwickelten Märkte gaben nach, während die Schwellenmärkte weitgehend unverändert blieben. Value-Aktien übertrafen Growth-Aktien in den meisten Regionen, was eine deutliche Umkehr gegenüber dem momentumgetriebenen Umfeld des Jahres 2025 darstellt. Die Portfolioergebnisse fielen gemischt aus: US-Strategien blieben hinter ihren Benchmarks zurück, Schwellenmärkte übertrafen diese, und Portfolios in den entwickelten Märkten außerhalb der USA schlugen den stilneutralen Index, blieben jedoch hinter den Value-Indizes zurück.

In Zeiten erhöhter Angst und wahlloser Verkäufe finden wir in der Regel die attraktivsten Chancen. In solchen Zeiten werden fundamental starke Unternehmen zu Preisen verfügbar, die ihre langfristige Ertragskraft nicht widerspiegeln. Unser Global Research Review behandelt die Portfolioaktivitäten des Quartals, darunter die Aufnahme von Positionen in stark unterbewerteten IT- und Unternehmensdienstleistungsunternehmen, bei denen die Angst vor der KI attraktive Einstiegspunkte geschaffen hat, sowie die Reduzierung von Finanz- und Metalltiteln, die nach unserer Einschätzung ihren fairen Wert erreicht hatten.

In unserem Kommentar setzen wir uns eingehend mit transformativen Technologiezyklen auseinander und untersuchen, warum bahnbrechende Innovationen in der Vergangenheit nur ein schlechter Indikator für Anlagerenditen waren. Vor diesem Hintergrund beleuchten wir die aktuelle KI-Landschaft und ermitteln, wo die Kluft zwischen Markterwartungen und geschäftlicher Realität voraussichtlich am größten ist.

Die im Fokus stehende Position dieses Quartals ist MasterBrand, der marktbeherrschende US-amerikanische Schrankhersteller. Ein rückläufiger Immobilienumsatz und tarifbedingte Kostendruckfaktoren haben die Aktie auf eine niedrige Bewertung gedrückt, die unserer Meinung nach die normalisierten Gewinne unterschätzt. Die anstehende Übernahme von American Woodmark sorgt für Skaleneffekte und Flexibilität in der Lieferkette und stärkt unsere Überzeugung hinsichtlich der Erholungsthese.

In „Stewardship Insights“ berichten wir darüber, was wir aus dem Dialog mit den Treibhausgasemittenten in unseren Portfolios zu Klimapolitik und Kapitalallokation gelernt haben. Wir identifizieren drei Wege, wie die Gestaltung politischer Maßnahmen den Investitionswert zerstören kann, und bieten einen Rahmen dafür, wie eine effektivere Klimapolitik aussehen könnte.

Wir bedanken uns für Ihre anhaltende Unterstützung und die Gelegenheit, unsere Forschungsergebnisse mit Ihnen zu teilen. Wir freuen uns auf Ihr Feedback.

Mit freundlichen Grüßen,
Pzena Investment Management

PZENA MARKTKOMMENTAR

Hohe Investitionen, ungewisse Akzeptanz und große Streuung der Ergebnisse prägen die heutige KI-Landschaft. Unser Fokus liegt darauf, zu erkennen, wo Erwartungen und Realität am ehesten auseinandergehen.

Künstliche Intelligenz treibt einen bedeutenden Wandel in der Kapitalallokation und den Erwartungen der Anleger auf den globalen Märkten voran, da groß angelegte Investitionen mit erheblicher Unsicherheit darüber einhergehen, wie letztlich Wert geschaffen und realisiert wird.

Drei Themen prägen unsere Perspektive:

- Das Ausmaß der aktuellen Investitionen und deren Auswirkungen auf künftige Renditen
- Wie die Märkte Disruptionen und die Bandbreite potenzieller Ergebnisse bewerten
- Wo wir als Value-Investoren angesichts dieser Dynamik Chancen sehen

DAS AUSMASS DER INVESTITIONEN

Die Kapitalmenge, die derzeit in KI-Investitionen fließt, ist außergewöhnlich. Die jährlichen Investitionsausgaben für KI-Rechenzentren könnten bis zum Ende des Jahrzehnts etwa 1,4 Billionen US-Dollar erreichen, wobei sich die kumulierten Investitionen auf mehrere Billionen US-Dollar belaufen¹. Gleichzeitig wird derzeit eine Marktkapitalisierung von rund 20 Billionen US-Dollar mit KI-bezogenen Unternehmen in Verbindung gebracht, was mit der Größe ganzer Aktienmärkte in Industrieländern wie Europa oder Japan vergleichbar ist².

Die Welt befindet sich in den Anfängen einer der größten Investitionswellen der modernen Geschichte. Allein das Ausmaß erfordert eine genaue Betrachtung.

EIN BEKANNTES MUSTER, MIT HÖHEREM EINSATZ

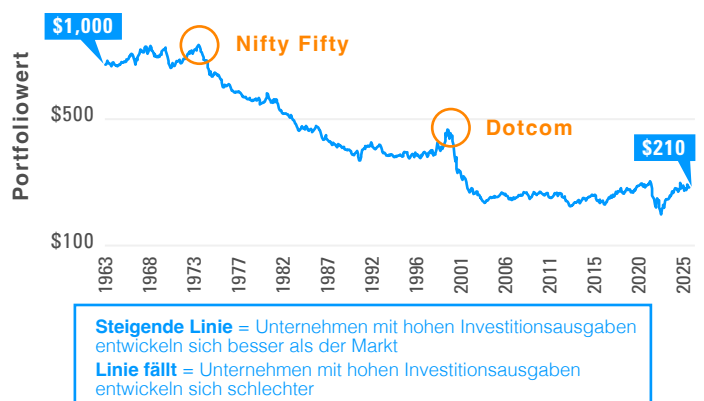
Auf Booms bei den Kapitalausgaben folgten historisch gesehen oft Überkapazitäten und enttäuschende Renditen. Die Bereiche Energie (Schiefergas), Speicherhalbleiter und Telekommunikationsinfrastruktur haben dieses bekannte Muster wiederholt bestätigt. Phasen groß angelegter technologischer Investitionen zeigten eine ähnliche Dynamik. Im späten 19. Jahrhundert nahm der Eisenbahnbau einen bedeutenden Anteil der US-Wirtschaftsaktivität ein. Die Auswirkungen waren erheblich, die Transportkosten senkten und nationale Märkte ermöglichten und

das US-BIP möglicherweise um bis zu 25 % gesteigert haben³. Die Ergebnisse für Investoren waren jedoch weitaus weniger attraktiv, da viele Eisenbahnunternehmen nach Phasen des übermäßigen Ausbaus in Konkurs gingen.

Ein Jahrhundert später erforderte der Ausbau der Internet- und Telekommunikationsinfrastruktur erneut erhebliches Kapital. Zwar erwies sich die Technologie als transformativ, doch erzielten viele der Unternehmen, die sie finanzierten und aufbauten, schwache Renditen. Das Ausmaß der Investitionen und die Größenordnung der wirtschaftlichen Auswirkungen führen nicht zwangsläufig zu attraktiven Renditen für Investoren, wie diese Zyklen verdeutlichen (siehe Abbildung 1). Die Vorteile kommen in der Regel den Endnutzern, der Gesamtwirtschaft und den etablierten Marktführern zugute, nicht den Kapitalgebern.

Abbildung 1: Hohe Investitionsausgaben führten in der Vergangenheit zu geringeren Renditen

Performance von Aktien mit hohen vs. niedrigen Investitionen in den USA



Quelle: Kenneth R. French, Pzena-Analyse
Die blaue Linie stellt ein Portfolio dar, das Long-Positionen in Aktien mit hohem Investitionsanteil und Short-Positionen in Aktien mit niedrigem Investitionsanteil enthält und auf einer logarithmischen Skala dargestellt wird. Die Unternehmen sind nach ihrem jährlichen Vermögenswachstum geordnet, wobei „Hoch“ die oberen 30 % und „Niedrig“ die unteren 30 % bezeichnet. Monatliche Daten vom 1. Juli 1963 bis zum 31. Dezember 2025. Das Universum umfasst alle NYSE-, AMEX- und NASDAQ-Aktien, wie sie in der Datenbibliothek von Kenneth R. French definiert sind. Stellt kein spezifisches Produkt oder keine spezifische Dienstleistung von Pzena dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Erträge.

Trotz des Umfangs der KI-Investitionen bleibt die wirtschaftliche Frage unverändert: Wer erzielt letztendlich eine angemessene Rendite auf dieses Kapital?

DISRUPTION UND DIE BANDBREITE DER ERGEBNISSE

Die Märkte scheinen sowohl eine weitreichende Disruption als auch

¹ Quelle: Schätzungen von J.P. Morgan zu den Investitionsausgaben für KI-Rechenzentren; Schätzungen des McKinsey Global Institute zu den kumulierten Investitionen in Rechenzentren.

² Quelle: Bespoke Investment Group, zitiert von MarketWatch (Aktienmarktkapitalisierung im Bereich KI: ca. 20,7 Billionen US-Dollar).

³ Quelle: Donaldson und Hornbeck (2016), „Railroads and American Economic Growth“.

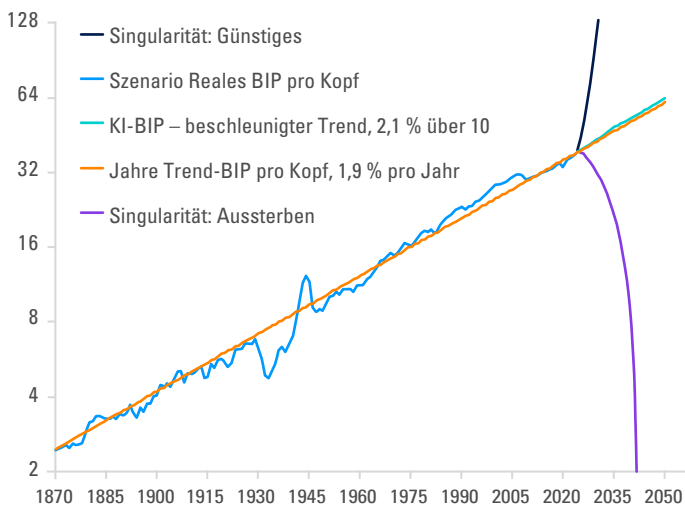
umfassende Verdrängung ein. In der Praxis dürften die Ergebnisse jedoch uneinheitlich ausfallen. Etablierte Unternehmen mit großer Marktpräsenz, darunter auch Großbanken, sind aufgrund ihrer Vorteile in den Bereichen Daten, Vertrieb und Kapital oft gut positioniert, um Effizienzgewinne zu erzielen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass diese Gewinne exklusiv bleiben, da der Wettbewerb die Überrenditen schmälert.

KI dürfte sowohl als Quelle für Effizienz als auch für Disruption wirken, wobei die Ergebnisse von Unternehmen zu Unternehmen variieren. Das Tempo des Wandels trägt zu dieser Unsicherheit bei, da aufeinanderfolgende Modellverbesserungen die Wahrnehmung von Wettbewerbsvorteilen neu gestalten. Auch der Zeitpunkt und die Form der Einführung bleiben unklar. Aktuelle Investitionen stellen eine Vorwegnahme der Nachfrage dar, doch wie schnell sich diese Nachfrage konkretisiert und wer sie für sich nutzen kann, ist ungewiss. Open-Source-Modelle und der globale Wettbewerb erhöhen das Risiko der Kommodifizierung zusätzlich.

Das Ergebnis ist eine breite und asymmetrische Bandbreite an Ergebnissen, was die Wahrscheinlichkeit einer Streuung auf Unternehmensebene untermauert. Die potenziellen Wege für KI reichen von einer Vielzahl von möglichen Entwicklungen, nicht nur für die Wirtschaft, sondern auch branchenübergreifend und auf der Ebene einzelner Unternehmen (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: KI impliziert eine breite Palette potenzieller Ergebnisse

Mögliche Wege für den Fortschritt der KI
1990er-Dollar (in Tausend), logarithmische Skala



ANMERKUNGEN: Die blaue Linie stellt das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf in Dollar von 1990 dar. Die orangefarbene Linie ist eine Trendlinie, die anhand der Daten für den Zeitraum 1870–2024 mit einer trendmäßigen Wachstumsrate von 1,9 Prozent pro Jahr angepasst wurde. Die dunkelblaue, grüne und violette Linie zeigen hypothetische Verläufe des Pro-Kopf-BIP auf der Grundlage verschiedener Szenarien.
QUELLEN: Bureau of Economic Analytics; Haver Analytics; Macrohistory.net; Vereinte Nationen; Berechnungen der Autoren.
Federal Reserve Bank of Dallas

WAS WIR ALS WERTINVESTOREN IM HINBLICK AUF KI TUN

Wir erheben nicht den Anspruch, die endgültigen Gewinner im Bereich KI zu kennen. Das Ausmaß der Investitionen und die Unsicherheit hinsichtlich der Einführung machen dies zum jetzigen Zeitpunkt unmöglich.

Wichtig ist, dass wir glauben, dass Unsicherheit Chancen schafft. Märkte neigen dazu, überzureagieren, wenn die Ergebnisse unklar sind, und ganze Branchen haben starke Einbrüche erlebt, da Investoren versuchen, die Auswirkungen der KI-Disruption einzupreisen. Die Bewertung langfristiger und höchst unsicherer Ergebnisse ist schwierig, wenn Narrative die kurzfristigen Erwartungen dominieren, aber diese Volatilität kann für langfristige Investoren ein fruchtbarer Investitionsboden sein.

DIREKTE PROFITIERER

Wir konzentrieren uns weiterhin selektiv auf Bereiche mit klarerem Nachfrageausblick, in denen KI-bezogene Investitionen bereits zum Wachstum beitragen, darunter Teile des Halbleiter-Ökosystems, Cloud-Plattformen und infrastrukturbezogene Unternehmen. Beispiele hierfür sind Samsung, TSMC, Alibaba sowie Zulieferer wie Hon Hai und United Integrated Services. Wir sehen zudem Sekundäreffekte im Energiesektor, insbesondere bei Unternehmen mit Erdgas-Exposure wie Shell und Equinor.

Wichtig ist, dass unsere Anlageargumente nicht davon ausgehen, dass die KI-Ausgaben unbegrenzt anhalten. In den meisten Fällen stellt KI eher ein zusätzliches Aufwärtspotenzial dar als die Kerntheorie des Unternehmens. Einige unserer Positionen haben an Wert gewonnen, da die Erwartungen gestiegen sind, und wir haben uns aus einigen zurückgezogen, als sie sich unserer Schätzung des fairen Werts näherten.

Unser Gesamtengagement in KI-bezogenen Anlagen bleibt moderat. Selbst innerhalb dieser Bereiche dürften die Ergebnisse nicht einheitlich ausfallen, und unser Fokus liegt weiterhin auf einzelnen Unternehmen.

UNTER DRUCK STEHENDE UNTERNEHMEN

Auch in Unternehmen, die als durch KI gefährdet gelten, könnten sich attraktive Chancen bieten. In verschiedenen Branchen spiegeln die Bewertungen die Annahme

PZENA MARKTKOMMENTAR (FORTS.)

wider, dass sich die Gewinnverteilung verschieben wird. Personalvermittlung, IT-Dienstleistungen, Outsourcing im Kundenservice und Teile der Softwarebranche werden neu bewertet, da man davon ausgeht, dass KI ihre Wirtschaftlichkeit erheblich beeinträchtigt wird.

Die entscheidende Frage ist nicht, ob KI Auswirkungen haben wird, sondern wie sich diese Auswirkungen auf die Unternehmen verteilen werden.

PERSONALVERMITTLUNG UND IT-DIENSTLEISTUNGEN

Das negative Szenario für Personalvermittlung und IT-Dienstleistungen ist ähnlich: Wenn KI den Arbeitskräftebedarf senkt, dürfte die Nachfrage nach Vermittlern zurückgehen. Allerdings spiegeln die aktuellen Bedingungen mehr als nur strukturelle Veränderungen wider. Die Personalvermittlungsbranche passt sich noch immer von der Überbesetzung nach COVID an, während IT-Ausgaben verzögert werden, da Unternehmen den Einsatz neu bewerten. Die kurzfristige Schwäche wird möglicherweise als langfristiger Trend überbewertet.

Beide Branchen haben sich in der Vergangenheit an Veränderungen angepasst. Im Personalvermittlungsbereich erhöht Unsicherheit den Wert von Flexibilität, und bei IT-Dienstleistungen steigert eine höhere technologische Leistungsfähigkeit die Komplexität der Implementierung. KI führt zu ähnlichen Dynamiken. Während einige Aufgaben effizienter werden, bleibt der großflächige Einsatz von KI komplex, und den meisten Unternehmen fehlen die internen Kapazitäten, um diesen Übergang zu bewältigen. Unternehmen wie Randstad, Cognizant und Accenture agieren in dieser Lücke. Auch wenn sich die Nachfrage weiterentwickeln mag, ist nicht klar, dass sie nachhaltig zurückgeht. Die Ergebnisse dürften auf Unternehmensebene variieren.

KUNDENSERVICE

Das Outsourcing des Kundenservices wird oft als eindeutiges Opfer der KI angesehen. In der Praxis bewältigen Unternehmen wie Teleperformance komplexe Interaktionen über verschiedene Kanäle und Regionen hinweg. KI mag zwar einfache Interaktionen reduzieren, führt aber auch zu neuer Komplexität in hybriden Systemen.

Das wahrscheinliche Ergebnis ist eher eine Verschiebung im Dienstleistungsmix als eine Veralterung. Die aktuellen Bewertungen scheinen ein gravierenderes Ergebnis bereits einzupreisen.

SOFTWARE

Bei Software ist die Lage differenzierter. KI kann zwar die Entwicklungskosten senken und die Markteintrittsbarrieren verringern, gleichzeitig aber den Wert bestimmter Plattformen steigern. Die Ergebnisse dürften unternehmensspezifisch sein. Wir prüfen den Sektor auf Chancen, behalten dabei aber Wertfallen im Auge.

DER ROTE FADEN

Da die Märkte versuchen, langfristige strukturelle Veränderungen in Echtzeit einzupreisen, kann es häufig zu Überreaktionen kommen, insbesondere in Sektoren, die als risikobehaftet wahrgenommen werden. Dies schafft Chancen. Wenn Bewertungen auf gravierende Umbrüche hindeuten, müssen die Ergebnisse nicht perfekt sein, sondern lediglich besser als das, was bereits eingepreist ist.

POSITIONIERUNG AUF ASYMMETRIE

Wir glauben, dass sich der KI-Zyklus noch in einem frühen Stadium befindet. Hohe Investitionen, rasante Veränderungen und ungewisse Ergebnisse dürften für anhaltende Volatilität sorgen. Anstatt zu versuchen, zukünftige Gewinner zu identifizieren, konzentrieren wir uns auf Situationen, in denen das Verhältnis von Risiko und Ertrag günstig ist.

Unser Ansatz besteht darin, bescheiden zu bleiben und uns auf Asymmetrien zu konzentrieren, indem wir dort investieren, wo wir davon ausgehen, dass das Abwärtsrisiko begrenzt ist und das Aufwärtspotenzial beträchtlich ist, selbst wenn die Ergebnisse nur geringfügig besser ausfallen als erwartet.

ABSCHLIESENDE ÜBERLEGUNG

KI könnte sich als äußerst transformativ erweisen. Aber transformative Technologien führen nicht zwangsläufig zu attraktiven Anlagerenditen. Unser Ziel ist es nicht, die Zukunft präzise vorherzusagen, sondern zu erkennen, wo Erwartungen und Realität am ehesten auseinandergehen.

BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH

Die Ängste der Anleger hinsichtlich KI und makroökonomischer Risiken führten zu erhöhter Volatilität, boten jedoch attraktive Einstiegsmöglichkeiten bei unserer Meinung nach stark unterbewerteten, qualitativ hochwertigen Unternehmen, deren Aktien eher aufgrund der Marktstimmung als aufgrund von Fundamentaldaten gehandelt werden.

Globale Aktien starteten solide ins Jahr, wobei Value-Aktien Growth-Aktien übertrafen¹, da der KI-Handel etwas an Schwung verlor und Anleger weitere Zinssenkungen durch die Fed erwarteten. In der zweiten Hälfte des Quartals änderte sich die Stimmung abrupt, ausgelöst durch Bedenken hinsichtlich Rissen im privaten Kreditmarkt und in der Folge durch die militärische Eskalation im Nahen Osten. Wir konnten zu Beginn des Quartals von bestimmten Stärkezonen profitieren – insbesondere im Finanz- und Metallsektor –, indem wir Outperformer reduzierten und die Erlöse nutzten, um von den akuten Befürchtungen hinsichtlich einer Disruption durch KI zu profitieren.

Globale Bewertungen: Mittelwerte des Kurs-Gewinn-Verhältnisses

Stand: 31. März 2026

	Günstigstes Quintil P/N ¹	Median des Universums P/N ²
Global	7.9	14.6
USA	7.1	12.9
Europa	7.6	12.8
Japan	8.5	14.0
Schwellenländer	9.0	18.5

Quelle: Pzena-Analyse

1. Das „günstigste Quintil“ umfasst die günstigsten 20 % der Aktien, basierend auf Pzenas Schätzungen ihrer Kurs-Gewinn-Verhältnisse, gemessen auf gleichgewichteter Basis innerhalb ihrer jeweiligen Universen (wie unten definiert).

2. Die Universen umfassen die nach Marktkapitalisierung größten Aktien jeder Region wie folgt: ~2.000 weltweit größte; ~1.000 größte US-Aktien; ~750 größte europäische Aktien; ~750 größte japanische Aktien; ~1.500 größte Aktien in Schwellenländern.

KI-PANIK SCHAFFT CHANCEN

Anfang Februar stellte Anthropic sein neuestes KI-Tool, Claude Cowork, vor und schürte damit die wachsenden Ängste der Anleger vor einer „SaaSocalypse“². Die Vorstellung, dass KI letztendlich einen großen Teil der Softwarebranche verdrängen würde, schürte Bedenken hinsichtlich der Zukunftsfähigkeit von IT-Dienstleistungen, Beratung und sogar traditionellen Geschäftsmodellen von Werbeagenturen. Accenture, Cognizant und Publicis, die bereits mit einem

zyklischen Rückgang der IT- und Werbebudgets von Unternehmen nach der Pandemie zu kämpfen hatten, verzeichneten – unserer Ansicht nach ungerechtfertigt – einen gemeinsamen Kursrückgang. Bei Softwareaktien haben wir bei Kursrückgängen unsere bestehenden Positionen aufgestockt und zudem eine neue Position in der in Luxemburg ansässigen Globant SA aufgebaut.

Die Aktien von Accenture, einem hochwertigen globalen IT-Dienstleister, haben seit Anfang 2025 nachgegeben, da Managementteams ihre IT-Ausgaben gekürzt haben, während Investoren weiterhin befürchten, dass KI die Preise in der gesamten Branche drücken könnte. Unserer Ansicht nach scheint die Abschwächung eher zyklischer als struktureller Natur zu sein und wird durch eine vorsichtige Budgetierung der Kunden nach mehreren Jahren hoher digitaler Investitionen getrieben, nicht durch eine Verdrängung durch KI. Basierend auf unseren Recherchen und Gesprächen mit Managementteams aus verschiedenen Branchen glauben wir, dass der Markt einen wahrscheinlich entscheidenden Rückenwind für Accenture falsch einschätzt: Um KI effektiv in ihre Abläufe zu integrieren, müssen Unternehmen ihre veraltete Infrastruktur modernisieren, die Governance verbessern und ihre Daten bereinigen. Dies spielt direkt den Stärken von Accenture bei der groß angelegten Geschäftstransformation und -integration in die Hände. Wenn Unternehmen von KI-Pilotprojekten und Vorbereitungen zur tatsächlichen Einführung übergehen, dürfte Accenture als unverzichtbarer Wegbereiter dieser Transformationen gut positioniert sein und von einer erneuten Nachfrage nach komplexen Implementierungsarbeiten profitieren, die der Markt offenbar völlig übersieht.

Cognizant, ein führender US-amerikanischer IT-Dienstleister, ist demselben Rückgang bei den diskretionären IT-Ausgaben zum Opfer gefallen, mit dem auch Accenture zu kämpfen hat, was bei Investoren die Sorge weckt, dass die Einführung von KI in Unternehmen sein Geschäftsmodell dauerhaft untergräbt. KI hat die Softwareentwicklungskosten der Unternehmen gesenkt, was sich negativ auf die Umsätze im Bereich IT-Dienstleistungen ausgewirkt hat. Das im vergangenen Jahr am schnellsten wachsende

¹ MSCI AC World Growth/Value

² Die Sorge der Anleger, dass eine breite Einführung von KI die Umsatzaussichten für Software-as-a-Service-Unternehmen erheblich beeinträchtigen könnte.

BLICK AUF DAS GLOBALE RESEARCH (FORTS.)

Segment von Cognizant, Finanzdienstleistungen, ist jedoch gleichzeitig der Wirtschaftssektor, der am meisten Geld für KI-Plattformen ausgibt. Dies spiegelt Cognizants erfolgreiche Neuausrichtung in den letzten Jahren wider, die darauf abzielt, größere Aufträge von finanzstarken Kunden zu sichern, die weiterhin mit dem Unternehmen bei KI-bezogenen und nicht-KI-bezogenen Technologieinitiativen zusammenarbeiten – eine Entwicklung, von der wir erwarten, dass sie anhält. Der Aktienkurs von Cognizant ist dennoch trotz des beschleunigten organischen Wachstums in Verbindung mit der Margenausweitung; unserer Ansicht nach bietet diese Diskrepanz einen überzeugenden Wiedereinstiegspunkt für ein Unternehmen, das sich inmitten der KI-Revolution weiter verbessert und nicht verschlechtert.

Publicis, eine der weltweit größten Werbeagenturen, hat sich aufgrund von Bedenken der Anleger, dass KI die Branche disintermediieren könnte, ebenfalls schwach entwickelt. Zwar mag KI Teile des kreativen Prozesses automatisieren, doch liegt der Großteil des Wertes einer Agentur heute in der Datenintegration, der Medienplanung und der Maximierung der greifbaren Rendite aus Marketingausgaben – komplexe Funktionen, die für große globale Werbekunden zunehmend an Bedeutung gewinnen und in denen Publicis sich auszeichnet. Die Bewertungen der Agenturen werden zudem dadurch belastet, dass die Branche in den letzten zehn Jahren stetig Marktanteile an Such- und Social-Media-Plattformen verloren hat. Unsere Untersuchungen deuten darauf hin, dass sich dieser Marktanteilsverlust stabilisiert, da sich die Ausgaben zunehmend auf verschiedene Plattformen verteilen, während große Werbeagenturen wie Publicis durch datengesteuerte Werbekampagnen. Publicis hat sich gegenüber der Konkurrenz durchgesetzt, indem das Unternehmen Daten, Technologie und Kompetenzen im Bereich der digitalen Transformation in seinen Marketingdienstleistungen vereint hat. Dadurch ist es Publicis gelungen, Medien- und Kreativmaßnahmen mit messbaren Erträgen für die Kunden zu verknüpfen. Da Marketing zunehmend datengesteuert und ergebnisorientiert statt rein kreativ ausgerichtet ist, ist Publicis bestens aufgestellt, um Marktanteile zu gewinnen und den Wert seines einzigartigen Full-Service-Modells unter Beweis zu stellen. Globant ist ein designorientiertes Digital-Engineering-

Unternehmen, das sich auf kundenorientierte Anwendungen konzentriert. Trotz seines differenzierten Geschäftsmodells geriet die Bewertung von Globant unter Druck durch denselben Rückgang bei den diskretionären IT-Ausgaben und die Befürchtungen vor einer Disruption durch KI, die die IT-Dienstleistungsbranche plagen. Während sich Investoren übermäßig auf kurzfristige, zyklische Umsatzrückgänge fixieren, glauben wir, dass die langfristige Ertragskraft von Globant durch das strukturelle Wachstum der Unternehmensnachfrage nach KI-gestützter digitaler Transformation untermauert wird. Die Kompetenzen von Globant in den Bereichen

Benutzeroberfläche/Benutzererfahrung, Produktentwicklung und agiler Bereitstellung versetzen das Unternehmen in die Lage, von einem schnell wachsenden adressierbaren Gesamtmarkt zu profitieren, und wir haben die Aktie zu einem Kurs von unter dem 7-fachen unseres geschätzten normalen Gewinns des Unternehmens gekauft.

EIN AUSVERKAUF OHNE SUBSTANZ

Die Aktien von Skyworks Solutions, einem Anbieter von Hochfrequenz-Halbleitern (RF), sind seit Ende Oktober um rund 30 % gefallen, nachdem der Markt zunächst positiv auf die angekündigte Übernahme des Konkurrenten Qorvo für 22 Milliarden US-Dollar in bar und Aktien reagiert hatte. Unserer Ansicht nach war der Ausverkauf weitgehend stimmungsgetrieben, bedingt durch Gerüchte über regulatorische Hürden in China für die geplante Fusion, Erwartungen hinsichtlich verhaltener weltweiter Handyverkäufe im Jahr 2026 und einen potenziellen Verlust von RF-Anteilen am iPhone – aus dem Skyworks zwei Drittel seines Umsatzes generiert. Auf fundamentaler Basis lagen die Anfang Februar veröffentlichten Quartalsergebnisse von Skyworks sowohl beim Umsatz als auch beim Gewinn über den Konsensprognosen der Wall Street, während das Unternehmen bestätigte, dass es Marktanteile beim iPhone gewonnen und nicht verloren hat. Trotz der kurzfristigen Unsicherheit hinsichtlich der Nachfrageelastizität bei Mobiltelefonen angesichts steigender Speicherpreise und der damit verbundenen Frage, wie sich der endgültige Absatzmix der iPhone-18-Modelle gestalten wird, entwickeln sich die Fundamentaldaten von Skyworks in die richtige

Richtung, wie eine zweistellige Free-Cashflow-Rendite, eine Dividendenrendite im mittleren einstelligen Bereich und eine Netto-Cash-Position in der Bilanz belegen. Darüber hinaus sind wir der Ansicht, dass die transformative Fusion des Unternehmens mit Qorvo zu bedeutenden Synergien, einer führenden Marktposition und einer Umsatzdiversifizierung weg von Apple führen dürfte, und einem geringeren Wettbewerb in der Branche. Wir haben unsere Position ausgebaut, da die Aktie unter dem 7-fachen unseres geschätzten normalen Gewinns notierte.

TRIMS AUF STÄRKE

Globale Banken verzeichneten in der zweiten Jahreshälfte 2025 und bis ins Jahr 2026 hinein eine Rallye, da die Volatilität der globalen Zinssätze, Unsicherheiten hinsichtlich der Handelsströme und die beschleunigte Kapitalbildung im Zusammenhang mit Investitionen in die technologische Infrastruktur zu einer lebhaften Kapitalmarktaktivität, soliden Nettozinssmargen und einem Kreditwachstum bei den großen Kreditinstituten führten. Im Vorfeld des Ausverkaufs im Februar, der ursprünglich durch Bedenken hinsichtlich privater Kredite ausgelöst und durch den Ausbruch des Krieges im Iran noch verschärft wurde, haben wir unsere Positionen in Citigroup, Barclays, UBS und Wells Fargo – allesamt bei Kursgewinnen – reduziert. Außerdem haben wir uns vollständig aus Abu Dhabi Commercial Bank im Februar, nachdem eine Reihe starker Ergebnisse dazu geführt hatte, dass sich die Aktie unserem geschätzten fairen Wert annäherte, und wir haben unsere Positionen bei den Schwellenländer-Kreditinstituten Banca Transilvania und OTP Bank ebenfalls aufgrund von Kursanstiegen reduziert.

Die Preise für Edel- und Industriemetalle sind im Laufe des letzten Jahres aufgrund einer Kombination aus geopolitischer Volatilität und knappem Angebot, die mit einer steigenden Nachfrage zusammenfiel, die durch den Ausbau von Rechenzentren und eine Aufstockung der weltweiten Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben angetrieben wurde. Diese Dynamik kam mehreren unserer Bestände zugute, darunter dem Metallverarbeitungs- und Recyclingunternehmen Umicore (dem

auch der Rückzug des Unternehmens aus wertvernichtenden Investitionen in Batteriematerialien zugutekam), dem deutschen Kupferhersteller Aurubis und dem europäischen Stahlgiganten ArcelorMittal (dem zudem der europäische CO2-Grenzausgleichsmechanismus zugutekam). Wir haben jede Position bei Kursanstiegen reduziert.

FAZIT

Der Markt verarbeitet weiterhin die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges im Iran und setzt sich gleichzeitig mit der These auseinander, dass KI unzählige Softwareunternehmen überflüssig machen und damit besonders stark davon betroffenen Verwaltern alternativer Anlagen weitere Verluste bescheren könnte. Eines ist klar: Die Anleger sind sich absolut nicht sicher, wie sich diese Dynamiken letztendlich entwickeln werden. Dies zeigt sich in enormen und abrupten Schwankungen ganzer Sektoren, oft ohne die entsprechende Verschlechterung der Fundamentaldaten. Wir betrachten diese Umstände als ideal für disziplinierte, aktive Value-Manager, um exzellente Unternehmen zu kaufen, deren Bewertungen sich von ihrer normalen Ertragskraft abgekoppelt haben.

ESG-WERTPOTENZIAL ERSCHLIESSEN

Klimapolitik kann die Dekarbonisierung vorantreiben, aber wenn sie schlecht konzipiert ist, kann sie Investitionsrisiken schaffen. Wir untersuchen diese Risiken und mögliche Wege für die Politik, um Anreize für Dekarbonisierungsinvestitionen mit attraktiven Renditen zu schaffen.

EINLEITUNG

Die Energiewende ist eine jahrzehntelange Neuausrichtung des Kapitals weg von traditionellen fossilen Brennstoffen hin zu kohlenstoffärmeren Alternativen. Die Wege zur Dekarbonisierung der Industrie und die Netto-Null-Verpflichtungen von Unternehmen hängen oft zu einem großen Teil von der Klimapolitik ab. Als langfristige Investoren, die sich auf nachhaltiges Gewinnwachstum konzentrieren, erwarten wir, dass Investitionen in den Wandel auf wirtschaftlicher Disziplin und nicht nur auf ökologischen Ambitionen beruhen; in der Praxis hat sich dies jedoch als schwierig erwiesen. Zwar hat die Klimapolitik gezeigt, dass sie Emissionen in bestimmten Regionen und Sektoren senken kann, doch gingen diese ökologischen Gewinne oft auf Kosten attraktiver Kapitalrenditen. Diese Spannung kann durch die Art und Weise, wie Klimapolitik gestaltet und umgesetzt wird, noch verschärft werden.

Wir haben kürzlich mit einigen der emissionsintensivsten Unternehmen und Branchen in unseren Portfolios sowie mit anderen Marktteilnehmern gesprochen, um dieses Spannungsfeld besser zu verstehen und mögliche Wege für die Zukunft zu identifizieren. Damit die Welt in einem Tempo dekarbonisiert wird, das die schlimmsten Auswirkungen des Klimawandels abmildert, müssen die Marktanreize besser auf die Maßnahmen abgestimmt werden zur Reduzierung von Emissionen. Unsere Sichtweise zu diesem Thema entwickelt sich durch kontinuierliche Forschung und Engagement ständig weiter; im Folgenden stellen wir unsere aktuelle Sichtweise dar.

KLIMAPOLITIK KANN ZU EINEM ANLAGERISIKO WERDEN

Klimapolitik kann zu einem Anlagerisiko werden, wenn die politische Gestaltung einen grundlegenden Fehler aufweist. Zu den Risiken, mit denen wir uns in unserer Forschung und bei der Anlageprüfung auseinandergesetzt haben, gehören drei Möglichkeiten, wie Klimapolitik „scheitern“ kann: wenn die Politik zu aggressiv ist, wenn sie zu abstrakt ist und wenn eine Investition sich zu stark auf sie verlässt.

1. Die Klimapolitik ist zu aggressiv

In Fällen, in denen die Klimapolitik darauf abzielt, die Emissionskurve innerhalb kurzer Zeit drastisch abzufachen, sind Unternehmen möglicherweise nicht in der Lage, die erforderlichen Investitionen mit einer attraktiven Rendite zu tätigen. Ein Beispiel hierfür ist der EU-Kohlenstoffmarkt über den Emissionshandel

Das Emissionshandelssystem (ETS) hat erfolgreich dazu beigetragen, die Emissionen in einer Vielzahl emissionsintensiver Sektoren zu senken. Die Auferlegung direkter CO₂-Kosten für die EU-Industrie, ohne gleiche Wettbewerbsbedingungen gegenüber Importeuren zu gewährleisten, hat jedoch zu einem strukturellen Kostennachteil für inländische Produzenten geführt. In global handelnden Sektoren wie Stahl und Chemie führte dies letztlich zu einem Druck auf Margen und Gewinne. Da geopolitische Überlegungen die Politik nun wieder auf die Versorgungssicherheit im Inland lenken, erwägt die EU eine Lockerung ihrer Klimapolitik. Dazu gehört die mögliche Zuteilung weiterer kostenloser CO₂-Zertifikate an emissionsintensivere Sektoren, die dem ETS unterliegen, sowie die Verschiebung der Einführung von ETS2 (Emissionshandelssystem 2) von 2027 auf 2028.

Ein Teil der Überzeugung hinter unserer Investition in das Stahl- und Bergbauunternehmen ArcelorMittal beruht darauf, dass das Managementteam die Herausforderungen im europäischen Regulierungsumfeld auf vernünftige Weise angegangen ist. Das Management hat deutlich gemacht, dass ArcelorMittal keine weiteren Investitionen in die Dekarbonisierung in Europa tätigen wird, ohne dass bestimmte Änderungen im politischen Umfeld, die attraktive Renditen für diese Investitionen ermöglichen würden. Zu diesen Änderungen gehören: (1) eine Reform des CO₂-Grenzausgleichsmechanismus (CBAM) zur Schließung von Schlupflöchern, (2) Subventionen für grüne Investitionen und (3) langfristig wettbewerbsfähige Strompreise. Weitere Informationen zu unserer Einschätzung des Ansatzes von ArcelorMittal zur Dekarbonisierung, finden Sie auf Seite 16 unseres kürzlich veröffentlichten [Stewardship Berichts 2025](#).

2. Klimapolitik ist zu abstrakt

Investitionsrisiken können auch entstehen, wenn Unternehmen versuchen, Märkte aufzubauen, ohne über die spezifische Kombination politischer Anreize zu verfügen, die erforderlich ist, um aufkommende Technologien und die Marktentwicklung zu unterstützen. Klimapolitik mag in Form von hochgesteckten Zielen existieren, doch Märkte für junge, kohlenstoffärmere Technologien erfordern oft eine komplexe Kombination aus detaillierten politischen Maßnahmen, unterstützender Infrastruktur und Kundenakzeptanz, um zu einer sich selbst tragenden, profitablen Branche heranzuwachsen. Auch heute noch gibt es für viele CO₂-arme Lösungen einen „Öko-Aufschlag“, sodass Kunden oft nicht bereit sind, die höheren Preise zu zahlen, solange es keine ausgleichenden politischen

Maßnahmen gibt In solchen Fällen leiden in der Regel die Renditen, und Investoren bestrafen die Entscheidungsträger.

BP machte diese Erfahrung nach dem Start von „Reinvent BP“ im Jahr 2020, das eine Strategie zur Energiewende vorschlug, deren Tempo weit über dem der Wettbewerber lag und nicht im Einklang mit der Marktnachfrage und der politischen Unterstützung stand. Als Teil dieser Strategie verpflichtete sich BP zu raschen Kürzungen der Öl- und Gasproduktion und einem aggressiven Plan zur Kapitalumschichtung weg von fossilen Brennstoffen hin zu erneuerbaren Energien, Ladeinfrastruktur für Elektrofahrzeuge (EV) und Wasserstoff – Bereichen, in denen dem Unternehmen ein struktureller Wettbewerbsvorteil fehlte. BP kehrte schließlich zu einer Strategie zurück, die stärker auf die der Mitbewerber abgestimmt war, doch der Aktienkurs spiegelt diesen strategischen Fehltritt weiterhin wider.

Wir haben es vorgezogen, langfristige Aktionäre von Shell zu sein, da wir der Ansicht sind, dass deren Ansatz zur Energiewende besonnener und daher nachhaltiger ist. Zwar wurde Shell zeitweise dafür kritisiert, einzelne Ziele in seiner Übergangstrategie gestrichen oder neu ausgerichtet zu haben, doch hat sich das Management weiterhin auf Bereiche mit klarem Wettbewerbsvorteil konzentriert, wo eine starke Marktnachfrage besteht. Die Strategie von Shell konzentriert sich auf Investitionen in Flüssigerdgas (LNG) als emissionsärmeren Brückenbrennstoff und setzt geringere Kapitalbeträge für längerfristige Lösungen wie die Kohlenstoffabscheidung und -speicherung (CCS) ein.

3. Übermäßige Abhängigkeit von der Klimapolitik

Kapitalinvestitionen, die vollständig von der Klimapolitik abhängig sind, können ebenso wertvernichtend sein wie solche, denen von vornherein politische Unterstützung fehlt.

Die Offshore-Windenergie, insbesondere in den USA, war stark auf politische Unterstützung angewiesen – vor allem in Form Steuergutschriften –, um attraktive Renditen zu erzielen. In den letzten Jahren investierte Orsted erheblich in die Entwicklung einer Reihe von Projekten in den USA. Ein Investitionsrisiko entstand, als sich das politische Umfeld im Jahr 2025 änderte und Arbeitsunterbrechungsanordnungen Orsted zwangen, rechtliche Schritte einzuleiten, um den Bau wiederaufzunehmen. Die daraus resultierenden Projektverzögerungen und die Unfähigkeit, Finanzmittel zu beschaffen, trugen dazu bei, dass eine Kapitalerhöhung notwendig wurde. Nun herrscht Unsicherheit über die langfristige Wirtschaftlichkeit der Projekte und eine Zurückhaltung, weitere Investitionen zu tätigen.

Dies ist nicht nur ein Phänomen in den USA. In Großbritannien hat Drax's Das BECCS-Projekt (Bioenergie mit

Kohlenstoffabscheidung und -speicherung) sah sich mit einer schrittweisen Aushöhlung des Förderrahmens konfrontiert, auf dem das Geschäftsmodell beruhte. Drax hat erhebliche Investitionen getätigt, um ein bestehendes Kohlekraftwerk in eine Biomasse-Erzeugungsanlage umzuwandeln, was durch staatliche Subventionen stark gefördert wurde. Nach den neuen politischen Rahmenbedingungen werden diese Subventionen im Jahr 2027 auslaufen und von 2027 bis 2031 durch neue Subventionen in Höhe der Hälfte der bisherigen Leistung ersetzt. Drax sieht sich zudem nach Ablauf der aktuellen Vereinbarung mit der Regierung mit einer ungewissen Zukunft nach 2031 konfrontiert. Dies könnte den Zeitplan für die Umsetzung der CO₂-Abscheidung und -Speicherung und damit für die vollständige Inbetriebnahme von BECCS verzögern, die ursprünglich für 2030 geplant war.

Zusammengenommen verdeutlichen diese Beispiele, dass die Politik zu einem Single Point of Failure für Kapitalinvestitionen werden kann, unabhängig davon, ob sich das Risiko in einer plötzlichen Kehrtwende oder einem langsamen Rückzug der Unterstützung manifestiert. Dieses Risiko ist besonders akut, wenn die betreffende Technologie zudem erhebliche politische Unterstützung benötigt, um zu skalieren und angemessene Kapitalrenditen zu erzielen.

MÖGLICHKEITEN ZUR VERBESSERUNG DER ZUKÜNFTIGEN KLIMAPOLITIK

Es mag zwar unmöglich sein, in der Klimapolitik das perfekte Gleichgewicht zwischen allen konkurrierenden Prioritäten herzustellen, doch haben wir einige potenzielle Verbesserungsmöglichkeiten ermittelt:

1. Anreize nicht nur für das Angebot, sondern auch für die Nachfrage nach kohlenstoffarmen Lösungen schaffen

Die Schaffung von Anreizen sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite ist wichtig, wenn die Klimapolitik darauf abzielt, kohlenstoffarme Lösungen mit attraktiven Renditen für die Kapitalgeber zu skalieren.

Die angebotsorientierte Klimapolitik steht bislang weitgehend im Mittelpunkt, wobei der Schwerpunkt auf der Dekarbonisierung von Energiequellen und Produktionsprozessen liegt. Ohne begleitende nachfrageorientierte Anreize fehlt den Unternehmen ein attraktiver Endmarkt. Aus diesem Grund fasziniert uns die Arbeit von Carbon Measures, einer Organisation, die vergleichbare CO₂-Fußabdrücke für Produkte in den CO₂-intensivsten Branchen entwickeln will, die etwa 70 % der weltweiten Emissionen ausmachen. Carbon Measures baut auf der e-Liability-Methodik auf – hervorgehoben in diesem [Newsletter im Jahr 2022](#) – der die Grundsätze der Kostenrechnung auf

ESG-WERTPOTENZIAL ERSCHLIESSEN (FORTS.)

Kohlenstoff anwendet, indem er die tatsächlichen Emissionen, die in einem Produkt in jeder Phase der Lieferkette enthalten sind, nachverfolgt, anstatt sich auf Schätzungen zu stützen. Das Ziel wäre eine produkt- und technologieunabhängige Klimapolitik, die sich darauf konzentriert, lediglich Schwellenwerte für die Kohlenstoffintensität von Endprodukten und Dienstleistungen zu regulieren. Dies würde es ermöglichen, den in Produkten enthaltenen Kohlenstoff direkter in Preis- und Beschaffungsentscheidungen zu berücksichtigen. Transparente Preissignale könnten dann Anreize für den Markt schaffen, Innovationen voranzutreiben und dazu beitragen, die „Öko-Prämie“ zu verringern. Diese Arbeit befindet sich noch in einem frühen Stadium, aber wir glauben, dass sie das Potenzial hat, die Marktnachfrage nach kohlenstoffarmen Produkten und Dienstleistungen zu bedienen.

2. Politische Stabilität und Konsistenz

Da der Kapitalzyklus für viele kohlenstoffarme Investitionen länger ist als jeder einzelne politische Zyklus, benötigen Unternehmen Vorhersehbarkeit und Stabilität im politischen Umfeld. So hat Dow beispielsweise wiederholt die politische Unterstützung durch Steuergutschriften und die langfristige Stabilität des politischen Umfelds in Kanada als einen der Hauptgründe genannt, warum das Unternehmen die für den Bau seiner ersten Netto-Null-Cracker-Anlage in Alberta erforderlichen Investitionen tätigen konnte. Langfristige politische Stabilität wurde von allen Unternehmen, mit denen wir im Dialog standen, als eine wesentliche Voraussetzung für jede erfolgreiche Klimapolitik genannt.

Es ist jedoch auch wichtig, dass politische Entscheidungsträger schnell reagieren können, wenn neuere Technologien dazu führen, dass bisherige Vorschriften nicht mehr zweckmäßig sind. So weisen beispielsweise kleine modulare Kernreaktoren (SMRs) nicht unbedingt dasselbe Risikoprofil auf wie herkömmliche Großreaktoren, weshalb die Vorschriften für die Kernenergie bei Bedarf angepasst werden können sollten, um spiegeln diese Unterschiede wider. In der Politikgestaltung besteht ein grundlegender Spannungszustand zwischen Stabilität und der Notwendigkeit zur Anpassungsfähigkeit angesichts neuer Technologien, die entstehen und sich weiterentwickeln. Da sich die Anforderungen an das Energiesystem im Laufe der Zeit ändern, ist es entscheidend, das richtige Gleichgewicht zu finden.

3. Grenzüberschreitende Zusammenarbeit

Da die Klimapolitik schließlich darauf abzielt, ein globales Problem anzugehen, ist es wichtig, dass politische Entscheidungsträger nicht isoliert agieren und das politische Umfeld in anderen Ländern ignorieren. Auch wenn ein

globaler CO₂-Preis weiterhin unwahrscheinlich ist, haben sich ausgehandelte Handelsabkommen, die begonnen haben, CO₂ zu bepreisen – wie beispielsweise der Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) – sich allmählich als wirksam erweisen. Es gibt auch Beispiele für vereinzelte erfolgreiche grenzüberschreitende Projekte, wie das CO₂-Abscheidungs- und -Speicherprojekt „Northern Lights“ der norwegischen Regierung, an dem Equinor, Shell und TotalEnergies beteiligt sind. Dieses Projekt sammelt Kohlendioxid aus Industrieanlagen in mehreren europäischen Ländern und transportiert es zur Speicherung. Im August 2025 wurden die ersten Kohlendioxidmengen in ein Reservoir unter der norwegischen Nordsee eingeleitet und dort erfolgreich gespeichert.

Ein Teil der Herausforderung besteht weiterhin darin, dass es keine einzige globale Koordinierungsstelle mit Regulierungsbefugnis gibt. Der Prozess der Konferenz der Vertragsparteien (COP) kommt einer solchen Einrichtung nach wie vor am nächsten, allerdings hängt die Umsetzung und gesetzliche Verankerung nach wie vor vom Engagement der einzelnen Mitgliedsländer ab. Unternehmen scheinen jedoch hinsichtlich einzelner Erfolge, die durch den COP-Prozess ermöglicht wurden, recht optimistisch zu sein. So war beispielsweise die Charta zur Dekarbonisierung der Öl- und Gasindustrie ein Ergebnis der COP28. Damit unterstützten viele staatliche Öl- und Gasunternehmen zum ersten Mal öffentlich das Ziel, die Treibhausgasemissionen aus ihren Betrieben zu reduzieren und bis 2050 Netto-Null zu erreichen. Bei künftigen COP-Konferenzen könnten sich weitere Möglichkeiten für eine erfolgreiche Zusammenarbeit ergeben.

FAZIT

Die Klimapolitik prägt unmittelbar die Renditeprofile von Unternehmen und beeinflusst Entscheidungen zur Kapitalallokation. Dies ist das erste Mal, dass wir versucht haben, die Erkenntnisse aus unserer bottom-up-orientierten, fundamentalen Unternehmensanalyse in eine Einschätzung der Erfolge und Misserfolge der globalen Klimapolitik zu überführen. Wir werden weiterhin bewerten, wie sich die Klimapolitik auf die Investitionen einzelner Unternehmen, ihre Kostenkurven und ihre langfristigen Renditen auswirkt. Die kontinuierliche Zusammenarbeit mit den Unternehmen mit den höchsten Emissionen in unseren Portfolios bleibt dabei von zentraler Bedeutung, da wir verfolgen, wie sich politische Rahmenbedingungen auf die Renditen für Aktionäre auswirken können. Gegebenenfalls hoffen wir auch, durch den Austausch unserer sich weiterentwickelnden Sichtweise einen Beitrag zum Dialog mit Regulierungsbehörden und anderen Marktteilnehmern zu leisten.

POSITION IM FOKUS: MASTERBRAND

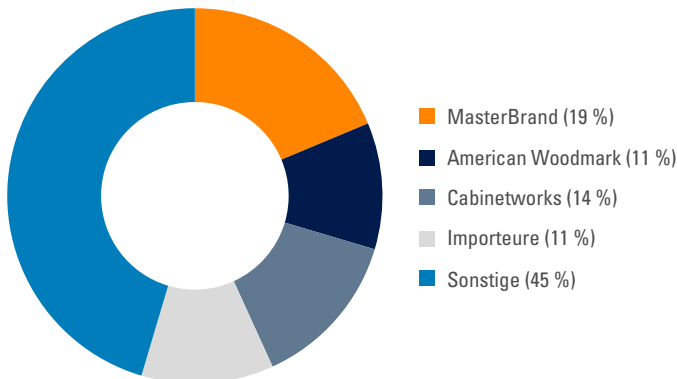
Ein schwacher Immobilienumsatz und durch Zölle bedingter Kostendruck haben die Gewinne von MasterBrand belastet. Da sich die Nachfrage normalisiert und die Übernahme von American Woodmark die Größe und Flexibilität des Unternehmens erweitert, sehen wir einen klaren Weg zu höherer Rentabilität.

MasterBrand ist der größte Hersteller von Küchenschränken in den Vereinigten Staaten und agiert seit seiner Abspaltung von Fortune Brands im Jahr 2022 als unabhängiges börsennotiertes Unternehmen. Trotz seines führenden Marktanteils ist das Ergebnis unter Druck geraten, da der anhaltende Rückgang der Umsätze im Wohnungsbau hat zu geringeren Absatzmengen geführt, während Zölle auf importierte Schränke und Komponenten die Kosten in der gesamten Branche in die Höhe getrieben haben. Diese Gegenwinde haben die zugrunde liegende Ertragskraft von MasterBrand verschleiert, und das zu einem Zeitpunkt, an dem die bevorstehende Übernahme von American Woodmark, dem drittgrößten Akteur der Branche, die Wettbewerbsposition des Unternehmens weiter stärken dürfte. Mit dem 5,5-fachen unserer normalen Gewinnschätzung spiegeln die Aktien eher die Erwartung einer Fortsetzung der derzeitigen schwachen Konjunktur wider als eine letztendliche Erholung von Nachfrage und Rentabilität.

DER KÜCHENSCHRANKMARKT

Die US-Schrankindustrie wird von drei national tätigen Akteuren – MasterBrand, American Woodmark und Cabinetnetworks – dominiert, neben einer stark fragmentierten Gruppe regionaler Hersteller und Importeure (Abbildung 1). Die Nachfrage wird von Reparatur- und Renovierungsarbeiten (R&R) getrieben, die etwa zwei Drittel des Marktes ausmachen und über unabhängige Händler sowie Baumärkte wie Home Depot und Lowe's bedient werden. Händler, die Design-Dienstleistungen anbieten, sind der größte Vertriebskanal und erzielen in der Regel höhere Margen, während Baumärkte preislich wettbewerbsfähiger sind.

Abbildung 1: Marktanteile auf dem US-amerikanischen Markt für Küchenschränke



Quelle: Unternehmensangaben, Branchenschätzungen, Pzena-Analyse

	Kurs	Gewinn pro Aktie			Kurs-Gewinn-Verhältnis		
		Ges- chäfts- jahr 26E	Ges- chäfts- jahr 27E	Normal*	Ges- chäfts- jahr 26E	Ges- chäfts- jahr 27E	Normal*
Master- Brand, Inc.	8,31	0,40	0,56	1,50	20,8- fach	14,8- fach	5,5-fach

Geschäftsjahresende: 31. März.

*Pzena-Schätzung des normalen Gewinns.

Quelle: S&P Capital IQ, Pzena-Analyse Daten zum 31. März 2026.

Das verbleibende Drittel der Nachfrage ist an den Neubau von Wohngebäuden gebunden, ein eher volumenorientiertes Segment, das über eine Mischung aus direkten Beziehungen zu Bauunternehmen sowie über Händler- und Vertriebskanäle bedient wird.

Obwohl Schränke ein zentraler Bestandteil fast jedes Hauses sind, werden sie selten aufgrund der Marke gekauft; stattdessen werden Kaufentscheidungen von Händlern, Baumärkten und Bauunternehmen bestimmt, die die Produktauswahl kontrollieren. Diese Vertriebspartner legen Wert auf Preis, Produktverfügbarkeit, Service und Gestaltungsmöglichkeiten. Die Produktpalette reicht von Standard- über halbmaßgefertigte bis hin zu maßgefertigten Schränken, wobei ein höherer Grad an Individualisierung in der Regel mit höheren Preisen und Margen einhergeht.

DIE FUSION

Die bevorstehende Übernahme von American Woodmark durch MasterBrand, deren Abschluss für Anfang 2026 erwartet wird, vereint den größten und den drittgrößten Akteur der US-amerikanischen Schrankindustrie im Rahmen einer reinen Aktientransaktion, wobei das fusionierte Unternehmen den Namen MasterBrand beibehält. Durch den Zusammenschluss entsteht ein Branchengigant mit einem 4 Milliarden US-Dollar Pro-forma-Umsatz. Das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA wird zum Abschluss voraussichtlich bei etwa 2,0x liegen, gegenüber 2,5x bei MasterBrand auf Einzelbasis, was die geringere Verschuldung von American Woodmark widerspiegelt und zu einer konservativeren Kapitalstruktur führt.

Strategisch ergänzen sich die Unternehmen: MasterBrand hat sich in der Vergangenheit auf den Händlerkanal und margenstärkere Semi-Custom- und Custom-Schränke

POSITION IM FOKUS: MASTERBRAND

konzentriert, während American Woodmark stärker auf den Bauhandelskanal und wertorientiertere Serienprodukte ausgerichtet. Der Zusammenschluss erweitert die Präsenz sowohl im Renovierungs- und Sanierungsbereich als auch im Neubau und verringert die Abhängigkeit von einem einzelnen Kanal oder Produktsegment.

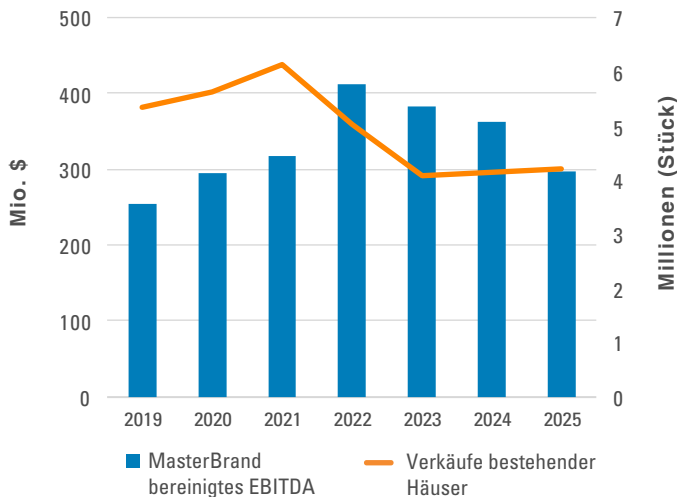
Die Transaktion ist nicht ohne Risiken. Das fusionierte Unternehmen wird einen erheblichen Anteil am Schrankverkauf in Baumärkten haben, die möglicherweise versuchen werden, ihre Verhandlungsmacht zu wahren, indem sie ihre Abnahmevolumenta auf alternative Lieferanten verlagern. In der Praxis schränken jedoch die Komplexität der Betreuung dieser Kunden sowie die Notwendigkeit einer konsistenten, landesweiten Versorgung die Anzahl der realistischen Alternativen ein. Die Integration stellt ein weiteres

Risiko dar, doch die Geschichte von MasterBrand als Zusammenschluss kleinerer Hersteller – einschließlich der Übernahme von Supreme Cabinetry Brands im Jahr 2024 – zeugt von einer Erfolgsbilanz bei der Konsolidierung von Geschäftsbereichen.

DIE WOHNUNGSUMSÄTZE BLEIBEN SCHWACH

Der organische Umsatz und das bereinigte EBITDA von MasterBrand sind seit ihrem Höchststand im Jahr 2022 jedes Jahr zurückgegangen, was eine starke Verschlechterung der Nachfrage auf dem Endmarkt widerspiegelt (Abbildung 2).

Exhibit 2: EBITDA-Rückgang folgt auf den Rückgang der Immobilienumsätze



Quelle: Unternehmensberichte, Branchenschätzungen, Pzena-Analyse

Der Hauptgrund dafür war ein Einbruch des Immobilienumsatzes, der ein wichtiger Auslöser für groß angelegte Küchenrenovierungen ist. Da die Hypothekenzinsen von etwa 3 % im Jahr 2021 auf heute über 6 % gestiegen sind und der durchschnittliche effektive Zinssatz für ausstehende Hypotheken bei etwa 4,3 % liegt, sehen sich Hausbesitzer mit finanziellen Hindernissen konfrontiert, die sie vom Verkauf abhalten¹. Dies hat zu einem ausgeprägten „Lock-in“-Effekt geführt, der den Verkauf bestehender Häuser auf ein Niveau nahe den zyklischen Tiefstständen. Während sich der Rückgang der Immobilienverkäufe überproportional auf das Segment „Renovierung und Sanierung“ ausgewirkt hat, konnte der Neubau von Wohnimmobilien dies kaum ausgleichen, sodass MasterBrand der Schwäche in beiden Endmärkten ausgesetzt ist.

Das aktuelle Umfeld wird zusätzlich durch die Normalisierung nach der ungewöhnlich starken Nachfrage während der Pandemie verschärft. In den Jahren 2020–2022 führten Konjunkturmaßnahmen, hohe Eigenkapitalanteile bei Immobilien und die längere Zeit, die zu Hause verbracht wurde, zu einem Anstieg der Renovierungsaktivitäten, was eine erhöhte Vergleichsbasis zur Folge hatte. Als diese günstigen Rahmenbedingungen nachließen, veranlassten höhere Kreditkosten und ein allgemeinerer Druck auf die Erschwinglichkeit die Verbraucher dazu, nicht nur große, frei wählbare Renovierungsprojekte aufzuschieben, sondern auch auf niedrigere Produktklassen umzusteigen, was die durchschnittlichen Verkaufspreise drückte, insbesondere bei den margenstärkeren Premium- und Semi-Custom-Angeboten von MasterBrand.

ZÖLLE BELASTEN DIE KURZFRISTIGEN MARGEN

Im Oktober 2025 führte die US-Regierung Zölle gemäß Section 232 auf importierte Küchenschränke und zugehörige Komponenten aus allen Ländern ein, einschließlich Mexiko und Kanada, die zuvor im Rahmen des Abkommens zwischen den Vereinigten Staaten, Mexiko und Kanada (USMCA) davon ausgenommen waren. Die Zölle liegen derzeit bei 25 % und sollen 2027 auf 50 % steigen, sofern sich keine weiteren Änderungen ergeben. Während diese Maßnahmen unterstützt wurden von kleineren inländischen Herstellern mit begrenztem Importanteil, sind die Auswirkungen für MasterBrand komplexer. Etwa 25 % des Unternehmens

Die Herstellungskosten hängen von Importen ab, darunter Fertigwaren aus Kanada und Mexiko sowie Komponenten, die hauptsächlich aus Asien bezogen werden, was bedeutet,

1 Quelle: Bloomberg

POSITION IM FOKUS: MASTERBRAND

dass Unverminderte Zollbelastung von etwa 5 % bis 6 % des Umsatzes bei den aktuellen Zollsätzen.

Zölle üben kurzfristigen Druck auf die Margen aus, was im letzten Quartal zu einem Rückgang der Bruttomarge um rund 300 Basispunkte führte. Das Management arbeitet aktiv daran, die Auswirkungen durch Preiserhöhungen, Neuverhandlungen mit Lieferanten, alternative Beschaffungsquellen, Produktneugestaltung und Fertigungsoptimierung abzumildern. Das Unternehmen kann die Produktion auch in die USA verlagern, wo es über freie Kapazitäten verfügt, was einem zusätzlichen Hebel zur Reduzierung der Zollbelastung, falls erforderlich, insbesondere im Falle höherer Zölle. Es wird einige Zeit dauern, bis diese Maßnahmen ihre volle Wirkung entfalten, doch das Unternehmen geht davon aus, die Zollkosten bis Ende 2026 auf Run-Rate-Basis ausgleichen zu können.

Langfristig sind wir der Ansicht, dass sich die Zölle für MasterBrand als insgesamt positiv erweisen könnten. Zwar ist das Unternehmen zwar von importierten Vorleistungen abhängig, doch sind bestimmte Wettbewerber fast vollständig auf Importe angewiesen, insbesondere im unteren Preissegment des Marktes, wo diese Wettbewerber Marktanteile gewonnen hatten. Durch die Aushöhlung dieses Kostenvorteils dürften die Zölle den Wettbewerbsdruck verringern und eine verbesserte Positionierung der inländischen Hersteller unterstützen.

WEG ZURÜCK ZU NORMALISIERTEN GEWINNEN

Die jüngsten Ergebnisse von MasterBrand spiegeln eher zyklischen Druck als strukturelle Schwächen wider. Der Umsatz im Wohnungsbau bleibt zwar gedämpft, doch die langfristigen Treiber für Ausgaben im Bereich Küchenschränke sind nach wie vor intakt. Das Durchschnittsalter von US-Wohnhäusern liegt mittlerweile bei einem Rekordwert von 44 Jahren, und die anhaltende Haushaltsbildung stützt weiterhin die Nachfrage, was darauf hindeutet, dass Ausgaben eher aufgeschoben als vernichtet wurden. Wenn sich der Umsatz normalisiert, dürfte eine aufgestaute Renovierungsaktivität folgen. Zölle bleiben kurzfristig ein Margenbelastungsfaktor, und obwohl die Maßnahmen des Managements zur Abmilderung dieser Kosten diese im Laufe der Zeit voraussichtlich ausgleichen werden, brauchen Preismaßnahmen Zeit, um sich in den Vertriebskanälen durchzusetzen, und Änderungen bei Beschaffung und Fertigung erfordern Zeit für die Umsetzung, was bedeutet, dass die aktuellen Margen diese Bemühungen noch nicht widerspiegeln.

Die Schrankherstellung ist mit erheblichen Fixkosten verbunden, sodass eine Erholung der Absatzmengen zu einer überproportionalen Verbesserung der Rentabilität führen dürfte, da die Werke effizienter arbeiten. Die bevorstehende Übernahme von American Woodmark stärkt das Erholungsprofil zusätzlich, indem sie für Skaleneffekte sorgt, die Vertriebskanäle erweitert und Synergiepotenziale eröffnet. Insgesamt wird MasterBrand, wenn sich der Zyklus wendet, nicht einfach nur verlorenes Terrain zurückgewinnen. Das Unternehmen wird ein größeres, schlankeres und besser positioniertes Geschäft betreiben als vor dem Abschwung.

Pzena-Anlagestrategien

	UNGEFÄHRE ZAHL DER POSITIONEN	ANLAGEUNIVERSUM	TYPISCHE KUNDENBENCHMARKS	AUFLEGUNG DER STRATEGIE	SEITE.
GLOBALE/NICHT- US-AKTIENSTRATEGIEN					
Global Value	60	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI World ¹	1/2010	15
Global Focused Value	40	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI ACWI	1/2004	16
International Value	60	1.500 Größte Nicht-US-Unternehmen	MSCI EAFE ¹	11/2008	17
International Focused Value	30	1.500 größte Nicht-US-Unternehmen	MSCI ACWI ex USA	1/2004	18
International Small Cap Focused Value	40 - 70	MSCI World ex USA Small Cap	MSCI World ex USA Small Cap	10/2016	19
Emerging Markets Focused Value	40	1.500 größte Unternehmen in nicht entwickelten Märkten	MSCI Emerging Markets	1/2008	20
European Focused Value	40	750 größte europäische Unternehmen	MSCI Europe	8/2008	21
Japan Focused Value	25	750 größte japanische Unternehmen	TOPIX	7/2015	22
US-AKTIENSTRATEGIEN					
Large Cap Value	50	500 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value [®]	7/2012	23
Large Cap Focused Value	30 - 40	500 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value [®]	10/2000	24
Focused Value	30	1.000 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value [®]	1/1996	25
Mid Cap Focused Value	30	1.000 US-Unternehmen (Rang 201 – 1200)	Russell Mid Cap Value [®]	9/1998	26
Small Cap Focused Value	40	2.000 US-Unternehmen (Rang 1001 – 3000)	Russell 2000 Value [®]	1/1996	27
KREDITSTRATEGIE					
Focused Credit Opportunities	30-60 ²	Hochverzinsliche Anleihen und Leveraged Loans	N/A	7/2022	28

Alle unsere Strategien folgen dem gleichen Wertinvestitionsprozess und der gleichen Philosophie; der Hauptunterschied liegt im für die Investition in Betracht gezogenen Universum.

1. MSCI ACWI und MSCI ACWI ex-USA-Versionen sind ebenfalls verfügbar.

2. Unser Credit Opportunities-Portfolio umfasst derzeit 30 bis 60 Positionen, kann jedoch je nach Größe des Portfolios auch mehr Positionen enthalten.

PZENA GLOBAL VALUE

Die globalen Aktienmärkte starteten solide in das Quartal, drehten jedoch anschließend die Richtung um, bedingt durch Bedenken hinsichtlich des Sektors sowie den eskalierenden Konflikt im Nahen Osten. Unser Portfolio übertraf seine breite Marktbenchmark, blieb jedoch hinter der Value-Serie zurück.

Rohstoffe und Energie waren in diesem Quartal die treibenden Kräfte für die Kursgewinne, da die Ölpreise die Marke von 100 US-Dollar pro Barrel durchbrachen. Der US-Chemiekonzern Dow leistete den größten Einzelbeitrag, da das Unternehmen aufgrund seiner vorteilhaften Ausgangsposition bei den Rohstoffen gut aufgestellt ist, um von höheren Ölpreisen zu profitieren. Der Speicherchip-Hersteller Samsung Electronics legte zu, da die Konsensschätzungen weiter stiegen, angetrieben von einem Anstieg der Spotpreise für Speicherchips um mehr als 100 %. Der finnische Telekommunikationsausrüster Nokia verzeichnete Kursgewinne aufgrund des Optimismus der Anleger hinsichtlich seiner Aussichten im Bereich AI-RAN (Artificial Intelligence – Radio Access Network).

Die größten Belastungen für das Portfolio kamen aus den Sektoren Finanzwesen und Gesundheitswesen. Während der IT-Dienstleister Cognizant starke Auftragseingänge und Marktanteilsgewinne meldete, verlagerte sich der Fokus der Anleger auf die Weitergabe von KI-getriebenen Produktivitätsgewinnen an die Kunden, was die Aktie belastete. Auch der Krankenversicherer Humana wirkte sich negativ aus, da das Unternehmen einen unerwarteten Anstieg der Mitgliederzahlen im Medicare-Advantage-Plan um 25 % bekannt gab, was Bedenken hinsichtlich einer negativen Selektion hervorrief. Capital One gab nach, da das Management mit höheren Kosten im Zusammenhang mit der Einführung des kürzlich erworbenen Discover Financial Services-Netzwerks in Europa rechnete.

Wir stockten unsere Positionen in Cognizant, Humana, Daikin Industries und Skyworks auf, allesamt aufgrund von Kursschwächen. Um diese Investitionen zu finanzieren, bauten wir unsere Positionen in Samsung, ArcelorMittal und Dow weiter ab, allesamt aufgrund von Kursanstiegen.

Die jüngste Wertentwicklung wurde durch eine Kombination aus makroökonomischen Sorgen, Unsicherheiten im Bereich der KI

und spezifischen Entwicklungen belastet, die die kurzfristigen Fundamentaldaten großer, überzeugender Positionen beeinträchtigten. Trotz dieser Gegenwinde für die jüngste Wertentwicklung sind wir der

Ansicht, dass das aktuelle Umfeld außergewöhnliche langfristige Chancen bietet, angesichts des Bewertungsniveaus des Portfolios zu Beginn sowie der Breite, des Umfangs und der Qualität der Chancen ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/10
Pzena Global Value Composite - Brutto	-1.6%	-1.6%	16.5%	13.6%	9.1%	10.6%	9.3%
Pzena Global Value Composite - Netto	-1.7%	-1.7%	15.8%	13.0%	8.5%	10.0%	8.7%
MSCI World Index	-3.6%	-3.6%	18.9%	16.8%	10.3%	11.8%	10.3%
MSCI World Value Index	1.2%	1.2%	16.6%	14.6%	9.6%	9.4%	8.3%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE POSITIONEN

(See Portfolio Notes on page 30)

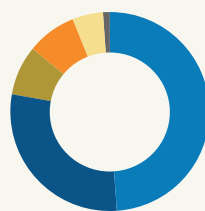
Nokia	3.1%
BASF	3.1%
Baxter Intl	2.7%
Daimler Truck Holding	2.7%
Magna International	2.6%
Cognizant Tech A	2.6%
Bristol-Myers Squibb	2.5%
Taiwan Semiconductor Mfg.	2.3%
Enel	2.3%
Dow	2.3%
Total	26.2%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	8.3x	14.6x *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11.3x	18.9x
KBV	1.4x	3.7x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$28.3	\$25.8
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$97.9	\$807.8
Aktiver Anteil	95.5%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.5%	14.6%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	62	1,311

Quelle: MSCI World Index, Analyse von Pzena
* Median des globalen Universums;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Nordamerika	49%	75%
Europa ohne Großbritannien	29%	13%
Schwellenländer	8%	0%
Vereinigtes Königreich	8%	4%
Japan	5%	6%
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	1%	1%
Australien/Neuseeland	0%	2%

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	0%	9%
Nicht-Basiskonsumgüter	11%	9%
Basiskonsumgüter	10%	6%
Energie	4%	5%
Finanzdienstleistungen	20%	16%
Gesundheitswesen	16%	10%
Industrie	9%	12%
Informationstechnologie	19%	26%
Rohstoffe	8%	4%
Immobilien	1%	2%
Versorger	2%	3%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA GLOBAL FOCUSED VALUE

Die globalen Aktienmärkte starteten solide in das Quartal, drehten jedoch anschließend die Richtung um, bedingt durch Bedenken hinsichtlich des Software-Sektors sowie den eskalierenden Konflikt im Nahen Osten. Unser Portfolio übertraf seine breite Marktbenchmark, blieb jedoch hinter der Value-Serie zurück.

Rohstoffe und Energie waren in diesem Quartal die treibenden Kräfte hinter den Gewinnen, da die Ölpreise die Marke von 100 US-Dollar pro Barrel durchbrachen. Der US-Chemiekonzern Dow leistete den größten Einzelbeitrag, da das Unternehmen aufgrund seiner günstigen Ausgangsposition bei den Rohstoffen gut aufgestellt ist, um von höheren Ölpreisen zu profitieren. Der Speicherchip-Hersteller Samsung Electronics legte zu, da die Konsensschätzungen weiter stiegen, angetrieben von einem Anstieg der Spotpreise für Speicherchips um mehr als 100 %. Auch der Energiekonzern Shell profitierte von höheren Öl- und Gaspreisen.

Die größten Negativfaktoren für das Portfolio kamen aus den Sektoren Finanzwesen und Gesundheitswesen. Der größte Einzelnegativfaktor war der Krankenversicherer Humana, da das Unternehmen einen unerwarteten Anstieg der Mitgliederzahlen im Medicare-Advantage-Plan um 25 % bekannt gab, was Bedenken hinsichtlich einer negativen Selektion hervorrief. Während der IT-Dienstleister Cognizant starke Auftragseingänge und Marktanteilsgewinne meldete, verlagerte sich der Fokus der Anleger auf die Weitergabe von KI-getriebenen Produktivitätsgewinnen an die Kunden, was die Aktie belastete. Capital One gab nach, da das Management höhere Ausgaben im Zusammenhang mit der Einführung des kürzlich erworbenen Netzwerks von Discover Financial Services in Europa prognostizierte.

Wir haben eine Position in LKQ, einem in Nordamerika und Europa tätigen Automobilteilehändler, aufgebaut, und zwar aufgrund von Schwächen, die auf einen Rückgang der Unfallschäden in Nordamerika zurückzuführen sind, von dem wir glauben, dass er sich als vorübergehend erweisen wird.

Die jüngste Wertentwicklung wurde durch eine Kombination aus makroökonomischen Sorgen, Unsicherheiten im Zusammenhang mit KI und spezifischen Entwicklungen belastet, die die kurzfristigen

Fundamentaldaten großer, überzeugender Positionen beeinträchtigten. Trotz dieser Gegenwinde für die jüngste Wertentwicklung sind wir der Ansicht, dass das aktuelle Umfeld außergewöhnliche langfristige

Chancen bietet, angesichts des Bewertungsniveaus des Portfolios zu Beginn sowie der Breite, des Umfangs und der Qualität der Chancen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.04
Pzena Global Focused Value Composite – Brutto	-2.2%	-2.2%	15.0%	13.3%	8.7%	10.5%	7.1%
Pzena Global Focused Value Composite – Netto	-2.3%	-2.3%	14.2%	12.5%	7.9%	9.7%	6.2%
MSCI All Country World Index	-3.2%	-3.2%	20.0%	16.6%	9.5%	11.3%	8.4%
MSCI All Country World Value Index	1.2%	1.2%	17.8%	14.7%	9.2%	9.1%	7.1%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

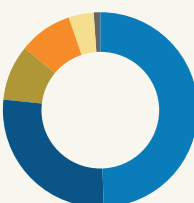
Daimler Truck Holding	3.2%
BASF	3.1%
Ambev	3.0%
Bristol-Myers Squibb	2.9%
Magna International	2.9%
Tyson Foods A	2.9%
Baxter Intl	2.8%
Cognizant Tech A	2.7%
CVS Health	2.7%
Shell	2.5%
Total	28.7%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	7.7x	14.6x *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.9x	17.7x
KBV	1.3x	3.4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$23.9	\$16.1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$59.7	\$749.9
Aktiver Anteil	97.0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	17.1%	14.3%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	51	2,514

Quelle: MSCI ACWI Index, Analyse von Pzena
* Median des globalen Universums;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Nordamerika	49%	66%
Europa ohne Großbritannien	27%	11%
Vereinigtes Königreich	9%	3%
Schwellenländer	9%	11%
Japan	4%	5%
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	1%	1%
Australien/Neuseeland	0%	2%

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	0%	8%
Nicht-Basiskonsumgüter	11%	9%
Basiskonsumgüter	12%	5%
Energie	4%	5%
Finanzdienstleistungen	25%	17%
Gesundheitswesen	17%	9%
Industrie	10%	11%
Informationstechnologie	10%	26%
Rohstoffe	8%	4%
Immobilien	2%	2%
Versorger	2%	3%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA INTERNATIONAL VALUE

Die Aktienmärkte außerhalb der USA verzeichneten im ersten Quartal uneinheitliche Ergebnisse, da ein Anstieg der Ölpreise in Verbindung mit Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkungen der KI zu erhöhter Unsicherheit führte; unser Portfolio übertraf zwar seine breite Marktbenchmark, blieb jedoch hinter der Value-Serie zurück.

Die Sektoren Energie, Rohstoffe und Informationstechnologie legten alle zu, wobei Equinor, ein bedeutender Erdgasversorger in Europa, den größten Einzelbeitrag leistete. Der Energiekonzern Shell, der weltweit größte LNG-Händler, entwickelte sich ähnlich stark, während der Speicherchip-Riese Samsung weiterhin von der steigenden Nachfrage nach konventionellem DRAM sowie der erhöhten Wahrscheinlichkeit profitiert, dass seine Speicherchips mit hoher Bandbreite von führenden KI-Unternehmen eingesetzt werden.

Die Sektoren Industrie, zyklische Konsumgüter und Finanzwerte verzeichneten allesamt Kursverluste. Der größte Einzelverlierer, das IT-Dienstleistungsunternehmen Accenture, zeigte sich aufgrund zyklischer Gegenwinde bei den IT-Ausgaben schwach, was die Marktbedenken – die unserer Meinung nach übertrieben sind – hinsichtlich eines deflationären Drucks durch KI schürte. Der japanische Medizintechnikhersteller Olympus wurde von Problemen mit der Produktqualität geplagt und gab kürzlich eine Gewinnprognose ab, die unter den Konsens-Erwartungen lag. Das Haushalts- und Körperpflegeunternehmen Reckitt Benckiser verzeichnete Kursverluste, nachdem es enttäuschende Ergebnisse gemeldet hatte, die durch gedämpfte Absatzmengen und Schwächen in seinem europäischen und US-amerikanischen Konsumgütergeschäft gekennzeichnet waren.

Wir haben eine Position in LVMH, dem weltweit führenden Luxuskonzern, aufgebaut, da das Unternehmen unter einem Rückgang der chinesischen Nachfrage in allen Kategorien sowie einer allgemeinen Abschwächung der Gesamtabsatzmengen litt. Ein weiterer Neuzugang ist das britische Unternehmen United Utilities, ein reguliertes Wasser- und Abwasserunternehmen. Wir glauben, dass erhöhte Kapitalinvestitionen letztendlich zu einem über mehrere Perioden hinweg anhaltenden Wachstum der Tarifbasis führen und die Renditen steigern werden. Wir haben außerdem Magnum Ice Cream hinzugefügt, dessen Gewinne aufgrund steigender Rohstoffkosten und eines rückläufigen Wachstums im Zusammenhang mit der zunehmenden Verbreitung von GLP-1 schwach ausgefallen sind.

Das sich ständig verändernde makroökonomische Umfeld und die Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der KI haben zu einer erhöhten Streuung bei einzelnen Aktien geführt. Wir gehen davon aus, weiterhin Chancen in Bereichen zu finden, in denen diese

Bedenken besonders ausgeprägt und möglicherweise überbewertet sind. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 11.1.08
Pzena International Value Composite - Brutto	0.1%	0.1%	25.2%	17.1%	10.4%	10.4%	10.3%
Pzena International Value Composite - Netto	0.0%	0.0%	24.5%	16.5%	9.8%	9.8%	9.7%
MSCI EAFE Index	-1.2%	-1.2%	21.3%	13.6%	7.9%	8.4%	7.8%
MSCI EAFE Value Index	2.0%	2.0%	30.1%	19.9%	12.2%	9.3%	7.8%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

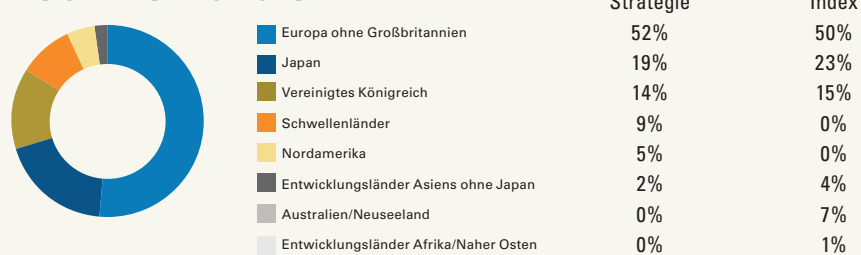
Equinor	4.1%
BASF	3.1%
Daimler Truck Holding	2.9%
Michelin	2.5%
Daikin Industries	2.4%
Suntory Beverage & Food	2.4%
Sanofi	2.4%
ING Groep	2.4%
HSBC Holdings	2.3%
Bank of Ireland Group	2.3%
Total	26.8%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	8.9x	15.8x*
KGW (Prognose über 1 Jahr)	11.6x	15.2x
KBV	1.4x	2.1x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$27.4	\$19.2
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$62.1	\$105.2
Aktiver Anteil	87.5%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.0%	15.2%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	65	690

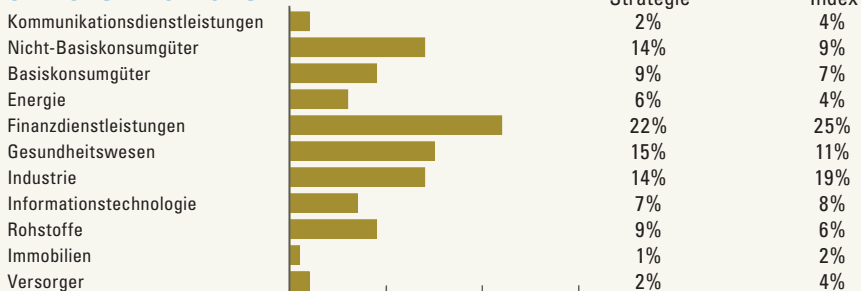
Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena
* Median des EAFE-Universums;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN



Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

Die Aktienmärkte außerhalb der USA verzeichneten im ersten Quartal uneinheitliche Ergebnisse, da ein Anstieg der Ölpreise in Verbindung mit Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkungen der KI zu erhöhter Unsicherheit führte; unser Portfolio übertraf zwar seine breite Marktbenchmark, blieb jedoch hinter der Value-Serie zurück.

Die Sektoren Energie, Rohstoffe und Informationstechnologie legten alle zu, wobei Equinor, ein bedeutender Erdgasversorger in Europa, den größten Einzelbeitrag leistete. Der Energiekonzern Shell, der weltweit größte LNG-Händler, entwickelte sich ähnlich stark, und der Speicherchip-Riese Samsung profitiert weiterhin von der steigenden Nachfrage nach konventionellem DRAM sowie der erhöhten Wahrscheinlichkeit, dass seine Speicherchips mit hoher Bandbreite von führenden KI-Unternehmen eingesetzt werden.

Die Sektoren Industrie, zyklische Konsumgüter und Finanzwerte gaben alle nach, und der größte Einzelverlierer, das globale Personalvermittlungsunternehmen Randstad, leidet unter der aktuellen Schwäche des Arbeitsmarktes, insbesondere in Europa. Die globale Werbeagentur Publicis zeigte sich aufgrund von Befürchtungen hinsichtlich Disruptionen durch KI ähnlich schwach, während der chinesische E-Commerce- und Cloud-Riese Alibaba aufgrund schwacher Konsumausgaben in China nachgab, obwohl der Umsatz aus seinem Cloud-Geschäft im Jahresvergleich um 36 % stieg.

Wir haben eine Position im führenden globalen IT-Dienstleister Accenture aufgebaut. Die Aktie entwickelte sich aufgrund zyklischer Gegenwinde bei den IT-Ausgaben schwach, was die unserer Meinung nach übertriebenen Marktbedenken hinsichtlich eines deflationären Drucks durch KI schürte. Wir haben zudem die thailändische Bank Bangkok Bank ins Portfolio aufgenommen, die zwar unter der schwachen inländischen Konjunktur leidet, aber wettbewerbsmäßig gut positioniert ist und über eine starke Bilanz verfügt. Eine weitere neue Position, Magnum Ice Cream, verzeichnete aufgrund steigender Rohstoffkosten und eines rückläufigen Wachstums im Zusammenhang mit der zunehmenden Verbreitung von GLP-1 schwache Gewinne. Wir erwarten eine

Erholung sowohl der Margen als auch der Absatzmengen, da der Außer-Haus-Konsum weltweit zunimmt. Das sich ständig verändernde makroökonomische Umfeld und die Unsicherheit über die Entwicklung der

KI haben zu einer erhöhten Streuung bei einzelnen Aktien geführt, und wir gehen davon aus, weiterhin Chancen in Bereichen zu finden, in denen diese Bedenken besonders ausgeprägt und möglicherweise überbewertet sind. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.04
Pzena International Focused Value Composite - Brutto	0.3%	0.3%	26.1%	18.9%	11.1%	11.2%	8.0%
Pzena International Focused Value Composite - Netto	0.2%	0.2%	25.2%	18.0%	10.2%	10.4%	7.0%
MSCI All Country World Ex-U.S. Index	-0.7%	-0.7%	24.9%	14.5%	7.0%	8.4%	6.7%
MSCI ACWI ex USA Value - Net Index	2.1%	2.1%	31.1%	19.0%	10.8%	9.0%	6.7%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

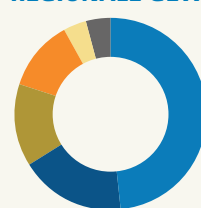
Equinor	4.1%
BASF	3.2%
Daimler Truck Holding	2.8%
Shell	2.7%
Michelin	2.6%
Ambev	2.5%
Magna International	2.4%
Suntory Beverage & Food	2.4%
J Sainsbury	2.4%
Daikin Industries	2.4%
Total	27.5%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.4x	15.8x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11.0x	14.0x
KBV	1.4x	2.2x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$24.0	\$12.9
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$58.7	\$162.9
Aktiver Anteil	92.8%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.5%	14.9%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	49	1,976

Quelle: MSCI ACWI (ex USA) Index, Analyse von Pzena
* Median des internationalen Universums (ohne USA);
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ohne Großbritannien	49%	30%
Schwellenländer	18%	31%
Japan	14%	14%
Vereinigtes Königreich	12%	9%
Nordamerika	4%	9%
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	4%	2%
Australien/Neuseeland	0%	4%
Entwicklungsländer Afrika/Naher Osten	0%	1%

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	2%	5%
Nicht-Basiskonsumgüter	12%	9%
Basiskonsumgüter	12%	6%
Energie	7%	6%
Finanzdienstleistungen	22%	25%
Gesundheitswesen	13%	8%
Industrie	14%	15%
Informationstechnologie	7%	16%
Rohstoffe	7%	7%
Immobilien	2%	1%
Versorger	2%	3%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA INTERNATIONAL SMALL CAP FOCUSED VALUE

Die internationalen Aktienmärkte gaben im Laufe des Quartals nach, da der Krieg im Iran und der daraus resultierende Energieschock die Wachstumserwartungen und die Anlegerstimmung belasteten. Small-Cap-Aktien außerhalb der USA entwickelten sich unterdurchschnittlich, wobei die nachlassende Risikobereitschaft die Renditen unter Druck setzte. Auch unser Portfolio verzeichnete einen Rückgang und blieb hinter seiner Benchmark zurück.

Industrie, zyklische Konsumgüter und Rohstoffe waren die größten Negativfaktoren. Samsonite, ein Kofferhersteller, verzeichnete Kursverluste, da Reiseängste und Unsicherheiten hinsichtlich der Inputkosten die Aktie belasteten, trotz solider Gewinne und Preisgestaltungsmacht. Ibstock, ein britischer Ziegelhersteller, und Fletcher Building, ein neuseeländisches Unternehmen für Bauprodukte, wurden von der schwachen Immobilien- und Bautätigkeit in ihren jeweiligen Märkten beeinträchtigt.

Der Finanzsektor leistete den größten Beitrag, gestützt durch unsere Positionen in Versicherungen und Banken. Senior, ein britisches Ingenieurunternehmen, war der größte Einzelbeitragszahler aufgrund von Übernahmeinteressen, was unsere Ansicht bestärkte, dass die Vermögenswerte des Unternehmens unterbewertet sind. Sabre, ein britischer Kfz-Versicherer, erzielte eine Trendwende bei Preisen und Volumina und behielt dabei seine Zeichnungsdisziplin bei. Origin Enterprises, ein irisches Agrardienstleistungsunternehmen, meldete robuste Ergebnisse, wobei die Stärke im Landschaftsbau die schwächeren Bedingungen in der Landwirtschaft ausglich.

Im Laufe des Quartals haben wir Positionen in B&M European Value Retail und Tate & Lyle aufgebaut. B&M ist ein britischer Discounter, der unter neuer Führung eine glaubwürdige operative Trendwende vollzieht, während der Spezialist für Lebensmittelzutaten Tate & Lyle mit zyklischen Gegenwinden aufgrund schwächerer Nachfrage bei seinen Kernkunden und einer unpopulären Übernahme konfrontiert ist. Wir erwarten eine Verbesserung der Nachfrage, sobald die Kunden beginnen, sich auf die Neubelebung ihres Kernproduktangebots unter Verwendung von Tate-Produkten zu konzentrieren. Wir haben zudem unsere Positionen in Nexity, Signify und Solar A/S aufgestockt, da wir hier Erholungspotenzial sehen. Zur Finanzierung dieser Positionen haben wir Rexel und KH Neochem bei Kursgewinnen verkauft und Senior nach dessen Neubewertung reduziert.

Das Portfolio konzentriert sich weiterhin auf Unternehmen, die unserer Ansicht nach kurz vor dem zyklischen Tiefpunkt ihrer Ertragsentwicklung stehen. Während das makroökonomische Umfeld weiterhin unsicher ist, konzentrieren wir uns weiterhin

auf Unternehmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen und einem klaren Weg zur Ertragsnormalisierung, deren Bewertungen einen übermäßigen Pessimismus widerspiegeln. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Seit Auflegung 10.1.16
Pzena International Small Cap Focused Value Composite - Brutto	-5.2%	-5.2%	20.4%	13.5%	11.1%	9.6%
Pzena International Small Cap Focused Value Composite - Netto	-5.5%	-5.5%	19.2%	12.4%	10.0%	8.6%
MSCI World ex USA Small Cap Index	-0.4%	-0.4%	29.2%	13.8%	5.4%	7.7%
MSCI World ex USA Small Cap Value Index	-0.1%	-0.1%	30.8%	16.0%	8.1%	8.1%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

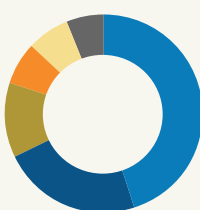
Origin Enterprises	4.8%
Permanenttsb	3.5%
Arkema	3.5%
Sabre Insurance Group	3.5%
Elders	3.2%
Fukuoka Financial Group ADR	3.1%
Signify	3.1%
Unicaja Banco	3.1%
Nexity A	3.0%
Solar B	2.8%
Total	33.6%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	6.9x	12.5x*
KG (Prognose über 1 Jahr)	12.0x	14.2x
KBV	0.9x	1.5x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$1.5	\$1.7
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$2.2	\$4.1
Aktiver Anteil	98.4%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.6%	16.8%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	42	2,218

Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena
* Median des EAFE-Universums;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europa ohne Großbritannien	45%	28%
Vereinigtes Königreich	23%	11%
Japan	12%	32%
Nordamerika	7%	11%
Australien/Neuseeland	7%	10%
Entwicklungsländer Asiens ohne Japan	6%	4%
Entwicklungsländer Afrika/Nahe Osten	0%	4%

Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	0%	4%
Nicht-Basiskonsumgüter	20%	11%
Basiskonsumgüter	18%	5%
Energie	0%	6%
Finanzdienstleistungen	14%	12%
Gesundheitswesen	2%	5%
Industrie	24%	22%
Informationstechnologie	2%	8%
Rohstoffe	15%	15%
Immobilien	3%	10%
Versorger	3%	3%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA EMERGING MARKETS FOCUSED VALUE

Nach einem starken Jahr 2025 entwickelten sich Aktien aus Schwellenländern im Berichtsquartal weitgehend seitwärts, da ein starker Rückgang im März angesichts eskalierender Spannungen im Nahen Osten den vielversprechenden Jahresauftakt zunichte machte. Unser Portfolio übertraf sowohl den breiten MSCI EM-Referenzindex als auch die Value-Serie.

Basiskonsumgüter, Energie und Informationstechnologie waren die Sektoren mit dem größten Beitrag. Samsung Electronics leistete den größten Beitrag, gestützt durch einen sich festigenden Speicherzyklus, der zu besseren Preisen und Margen führte. Der brasilianische Ölproduzent Petrobras entwickelte sich ebenfalls gut und profitierte von höheren Ölpreisen sowie einem gefestigteren Rahmen für die inländische Kraftstoffpreisgestaltung. Der chinesische Motorenhersteller Weichai Power trug aufgrund der starken Nachfrage im Zusammenhang mit dem Ausbau von Rechenzentren und Infrastruktur bei.

Zyklische Konsumgüter und Kommunikationsdienstleistungen waren die Sektoren mit dem größten negativen Beitrag. Die indische Bank HDFC Bank gab nach, nachdem Führungswechsel Bedenken hinsichtlich der Unternehmensführung aufkommen ließen. UPL, ein indisches Agrarchemieunternehmen, entwickelte sich schwach, nachdem es eine Umstrukturierung angekündigt hatte, was durch die schwache weltweite Nachfrage nach Agrarchemikalien noch verstärkt wurde. Shenzhou International, ein chinesischer BekleidungsHersteller, gab nach der Veröffentlichung schwacher Ergebnisse nach, was auf zollbedingten Kostendruck und eine schwächere Nachfrage zurückzuführen war.

Im Laufe des Quartals haben wir Positionen in Globant, Kia, KT Corp und REC Ltd. aufgebaut. Globant, ein Anbieter digitaler Engineering-Dienstleistungen, steht kurzfristig unter Druck durch schwächere Konsumausgaben und Disruptionen im Zusammenhang mit KI, doch wir glauben, dass das Unternehmen aufgrund seiner Kompetenzen und Kundenbeziehungen gut für langfristiges Wachstum positioniert ist. Der Automobilhersteller Kia scheint im Verhältnis zu den normalisierten Gewinnen falsch bewertet zu sein, da sich der Markt zu sehr auf kurzfristige Risiken konzentriert. KT Corp., ein koreanisches Telekommunikationsunternehmen, agiert in einer rationalen Marktstruktur, die einen starken Cashflow und hohe Aktionärsrenditen unterstützt. REC Ltd ist ein indischer Nicht-Bank-Kreditgeber im Energiesektor, der gut positioniert ist, um vom indischen Investitionszyklus im Energiesektor zu profitieren, unterstützt durch niedrige Finanzierungskosten und eine sich verbessernde Vermögensqualität. Wir haben unsere Positionen in Shenzhou International, Tencent, und Ambev bei Kursrückgängen aufgestockt, Hyundai Mobis, Weichai Power

und Samsung Electronics bei Kursanstiegen reduziert und uns aus Neoenergia und der Abu Dhabi Commercial Bank aufgrund der Bewertung zurückgezogen.

finden wir weiterhin Chancen dort, wo kurzfristige Bedenken die normalisierte Ertragskraft überschatten und die Bewertungen attraktiv bleiben. ■

Während makroökonomische Unsicherheiten und geopolitische Risiken die Volatilität antreiben,

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.08
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Brutto	4.3%	4.3%	34.4%	20.5%	11.2%	12.3%	6.6%
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Netto	4.1%	4.1%	33.1%	19.3%	10.1%	11.2%	5.4%
MSCI Emerging Markets Index	-0.2%	-0.2%	29.6%	14.8%	3.7%	7.8%	3.1%
MSCI Emerging Markets Value Index	1.1%	1.1%	28.6%	15.5%	6.1%	7.3%	2.7%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

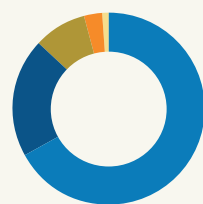
Taiwan Semiconductor Mfg.	4.6%
Samsung Electr Pfd	3.4%
Petroleo Brasileiro	2.9%
Ambev	2.8%
Tencent Holdings	2.7%
Galaxy Entertainment	2.5%
WH Group	2.5%
CEMIG Pfd	2.3%
Credicorp	2.3%
Alibaba Group Holding	2.3%
Total	28.3%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.8x	18.5x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	9.5x	11.7x
KBV	1.3x	2.2x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$14.5	\$10.0
Gew. durchschnittl. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$149.2	\$298.9
Aktiver Anteil	80.0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.2%	16.9%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	55	1,203

Quelle: MSCI Emerging Markets Index, Analyse von Pzena
* Median des EM-Universums;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	5%	8%
Nicht-Basiskonsumgüter	17%	10%
Basiskonsumgüter	12%	4%
Energie	5%	4%
Finanzdienstleistungen	27%	21%
Gesundheitswesen	1%	3%
Industrie	8%	7%
Informationstechnologie	14%	32%
Rohstoffe	6%	7%
Immobilien	2%	1%
Versorger	2%	2%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA EUROPEAN FOCUSED VALUE

Die europäischen Märkte verzeichneten im Quartal Kursverluste, da ein starker Anstieg der Energiepreise und eskalierende geopolitische Spannungen die Wachstumserwartungen belasteten. Der Value-Anlagestil schnitt besser ab als der Growth-Anlagestil; unser Portfolio übertraf zwar seine stilneutrale Benchmark, blieb jedoch leicht hinter der Value-Indexreihe zurück.

Energie, Rohstoffe und Informationstechnologie leisteten den größten Beitrag. Die beiden großen Energiekonzerne Equinor und Shell profitierten von den höheren Energiepreisen, die durch den Konflikt im Iran getrieben wurden. Glencore, ein Bergbauunternehmen, legte nach starken Gewinnen und M&A-Spekulationen zu.

Industrie, Finanzwerte und zyklische Konsumgüter waren die Sektoren mit dem größten negativen Beitrag. Die Werbeagentur Publicis gab trotz solider Gewinne nach, da die Aktien aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Disruption durch KI fielen. Reckitt Bendckiser, ein Konsumgüterunternehmen, verlor ebenfalls an Wert nach enttäuschenden Ergebnissen. Das auf Spezialkräfte spezialisierte Personalvermittlungsunternehmen Hays wirkte sich negativ aus, da die schwache Konjunktur weiterhin Druck auf die Einstellungsnachfrage ausübte.

Im Laufe des Quartals haben wir Positionen in Tate & Lyle, B&M European Value Retail, United Utilities und der Pennon Group aufgebaut. Der Spezialist für Lebensmittelzutaten Tate & Lyle hat sich nach der schlecht aufgenommenen Übernahme von CP Kelco und einer schwächeren Kundenrentabilität unterdurchschnittlich entwickelt, doch wir erwarten eine Erholung, die von einer sich verbessernden Nachfrage und dem Wachstum bei seinen gesundheitsorientierten Zutaten getragen wird. B&M European Value Retail, ein britischer Discounter, wurde durch Führungswechsel und operative Herausforderungen belastet; wir rechnen jedoch mit einer Erholung der Margen, sobald sich diese Probleme stabilisieren. Die britischen Wasserversorger Pennon Group und United Utilities sehen sich mit Inflation und regulatorischem Druck konfrontiert, doch das Wachstum der Vermögensbasis und höhere zulässige Renditen dürften die Rentabilität wiederherstellen. Zur Finanzierung dieser Käufe haben wir uns aus Aurubis und Balfour Beatty aufgrund der Bewertung sowie aus SEB SA aufgrund von Wettbewerbsbedenken

zurückgezogen. Wir haben zudem unsere Positionen in ArcelorMittal, Umicore und Equinor aufgrund ihrer Stärke reduziert.

Auch nach einem starken Jahr 2025 sehen wir weiterhin Wertpotenzial in europäischen Aktien, die mit einem

deutlichen Abschlag gegenüber dem Rest der Welt gehandelt werden. Wir glauben, dass die derzeitige makroökonomische Unsicherheit eine Gelegenheit bietet, in starke Unternehmen zu niedrigen Bewertungen zu investieren. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 8.1.08
Pzena European Focused Value Composite – Brutto	-0.2%	-0.2%	27.9%	17.1%	12.1%	10.2%	7.4%
Pzena European Focused Value Composite – Netto	-0.3%	-0.3%	27.1%	16.4%	11.3%	9.5%	6.7%
MSCI Europe Index	-2.8%	-2.8%	19.1%	13.2%	8.8%	8.5%	5.0%
MSCI Europe Value Index	0.1%	0.1%	27.6%	19.7%	12.7%	9.2%	4.5%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

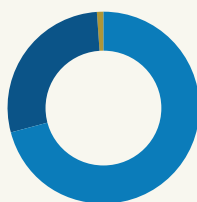
Equinor	4.2%
Daimler Truck Holding	3.7%
BASF	3.5%
Bayer	3.4%
HSBC Holdings	3.1%
Rexel SA	3.1%
Sanofi	3.1%
Bank of Ireland Group	3.1%
Michelin	3.0%
Signify	2.8%
Total	33.0%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.5x	12.8x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11.6x	14.6x
KBV	1.3x	2.3x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$18.9	\$20.9
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$52.9	\$122.1
Aktiver Anteil	85.0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	18.4%	16.2%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	44	404

Quelle: MSCI Europe Index, Analyse von Pzena
* Median des europäischen Universums;
¹ Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



Ländergewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation.

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	2%	4%
Nicht-Basiskonsumgüter	13%	7%
Basiskonsumgüter	12%	9%
Energie	7%	6%
Finanzdienstleistungen	22%	23%
Gesundheitswesen	13%	14%
Industrie	16%	19%
Informationstechnologie	1%	8%
Rohstoffe	10%	6%
Immobilien	0%	1%
Versorger	4%	5%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA JAPAN FOCUSED VALUE

Japanische Aktien starteten stark ins Jahr, gestützt durch Erwartungen an solide Unternehmensgewinne und Käufe ausländischer Investoren. Die Stimmung trübte sich im weiteren Quartalsverlauf ein, da der Iran-Konflikt die Märkte belastete, und japanische Aktien schlossen die Periode mit nur einem moderaten Gewinn ab. Unser Portfolio erzielte eine positive Rendite, blieb jedoch hinter dem TOPIX und dem TOPIX Value Index zurück.

Auf Sektorebene waren Industrie, zyklische Konsumgüter und Kommunikationsdienstleistungen die größten Belastungsfaktoren. Der japanische Medizintechnikerhersteller Olympus war der größte Einzelverlierer, nachdem schwächer als erwartete Ergebnisse und erneute Qualitätskontrollbedenken aufgetreten waren. MinebeaMitsumi, ein Hersteller von Präzisionskomponenten, belastete die Performance ebenfalls nach einer starken Kursentwicklung in der vorangegangenen Periode. PERSOL, ein Anbieter von Personaldienstleistungen, gab nach, da Bedenken bestehen, dass KI menschenbasierte Servicemodelle in mehreren Branchen weltweit disruptieren könnte.

Demgegenüber waren Rohstoffe, Finanzwerte und Energie die größten Beitragssektoren. Das Chemieunternehmen Resonac profitierte von einer starken Nachfrage nach seinen Backend-Halbleitermaterialien. Takeda Pharmaceutical legte zu, da Investoren den Wert seiner Entwicklungspipeline neu bewerteten. Die Fukuoka Financial Group, eine Regionalbank, trug ebenfalls zur Performance bei, gestützt durch besser als erwartete Gewinne und Erwartungen an weitere Zinserhöhungen der Bank of Japan.

Im Laufe des Quartals haben wir Positionen in Nakanishi und OMRON aufgebaut. Nakanishi, ein weltweit führender Anbieter von Dentalhandstücken, ist in einem Nischenmarkt mit hohen Markteintrittsbarrieren, strengen Qualitätsanforderungen und wiederkehrender Ersatznachfrage tätig. Wir sind der Ansicht, dass die jüngste Kursschwäche vorübergehende Belastungen auf dem US-amerikanischen Dentalmarkt sowie zollbedingte Probleme im Dentalstuhlgeschäft widerspiegelt und keine strukturelle Nachfrageabschwächung darstellt. OMRON, ein Anbieter von

Fabrikautomatisierungsanlagen, sieht sich einem anhaltenden Abschwung ausgesetzt, der durch schwächere Bedingungen in China und Lagerbereinigungen in seinen Vertriebskanälen verursacht wird. Wir glauben, dass Selbsthilfemaßnahmen und die langfristige Nachfrage nach Fabrikautomatisierung eine Erholung der Profitabilität im Zeitverlauf unterstützen sollten. Wir haben zudem unsere Positionen in Daikin, Olympus und Pilot bei Kursrückgängen aufgestockt und uns aus Resonac, INPEX und Sumitomo Electric zurückgezogen

sowie NSK und Daihen aufgrund der Bewertung reduziert.

Das Portfolio weist eine substanzielle Allokation in zyklischen Branchen auf. Wir konzentrieren uns weiterhin darauf, selektiv in unterbewertete japanische Unternehmen zu investieren, die strukturelle Reformen verfolgen, ihre Kapitaleffizienz verbessern und langfristig widerstandsfähige Bilanzen aufrechterhalten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 7.1.15
Pzena Japan Focused Value Composite - Brutto	1.1%	1.1%	27.7%	16.8%	9.7%	10.2%	7.8%
Pzena Japan Focused Value Composite - Netto	0.9%	0.9%	26.7%	15.9%	8.9%	9.3%	7.0%
TOPIX Index	2.0%	2.0%	26.1%	15.7%	6.6%	8.4%	6.9%
TOPIX Value Index	5.0%	5.0%	34.9%	23.4%	12.8%	10.8%	8.6%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

Daikin Industries	4.6%
Suntory Beverage & Food	3.9%
Takeda Pharmaceutical	3.7%
Coca-Cola Jp H	3.5%
Fukuoka Financial Group Inc.	3.4%
Olympus	3.4%
SUMCO	3.3%
TDK Corp	3.2%
Toray Industries	3.2%
Yamaha	3.2%
Total	35.4%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	9.6x	14.0x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	15.6x	16.2x
KBV	1.2x	1.6x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$4.5	\$0.7
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$15.3	\$60.8
Aktiver Anteil	91.9%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	15.2%	14.9%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	1,654

Quelle: TOPIX Index, Analyse von Pzena
¹ Schätzung des Normalgewinns durch Pzena.
 * Median des japanischen Universums

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Kommunikationsdienstleistungen	1%	6%
Nicht-Basiskonsumgüter	11%	15%
Basiskonsumgüter	10%	5%
Energie	0%	1%
Finanzdienstleistungen	10%	17%
Gesundheitswesen	14%	6%
Industrie	28%	28%
Informationstechnologie	14%	12%
Rohstoffe	13%	6%
Immobilien	0%	2%
Versorger	0%	2%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA LARGE CAP VALUE (US)

Die breiten US-Marktindizes gaben im Laufe des Quartals nach, und die Streuung zwischen den Sektoren war hoch. Die Anleger hatten neben der anhaltenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der KI auch mit dem Konflikt im Iran und dem damit verbundenen Anstieg der Energiepreise zu kämpfen. Vor diesem volatilen Hintergrund trugen Energieaktien zum Anstieg des Value-Index bei, während unser Portfolio nachgab und hinter seiner Value-Benchmark zurückblieb.

Die Sektoren Finanzwesen, Technologie und Gesundheitswesen belasteten die Wertentwicklung im Quartal am stärksten. Der Medicare-Advantage-Versicherer (MA) Humana war der größte Einzelverlierer, nachdem das Center for Medicare and Medicaid Services eine enttäuschende vorläufige Anpassung der MA-Sätze für 2027 vorgeschlagen hatte. Darüber hinaus prognostizierte das Management für 2026 ein rasantes Wachstum der MA-Mitgliederzahlen, was nach Ansicht der Anleger auf eine im Vergleich zu Wettbewerbern übermäßig großzügige Gestaltung der Versicherungsleistungen hindeuten könnte. Obwohl der Kreditkartenaussteller Capital One Ergebnisse vorlegte, die ein stabiles Kreditumfeld widerspiegeln, gab die Aktie nach, getrieben von Befürchtungen im Zusammenhang mit dem Konflikt im Iran und der Möglichkeit, dass KI die künftige Beschäftigungslage beeinträchtigen könnte. Während der IT-Dienstleister Cognizant robuste Ergebnisse für das 4. Quartal mit branchenführendem organischem Wachstum meldete, verlagerte sich der Fokus der Anleger auf die Weitergabe von KI-getriebenen Produktivitätsgewinnen an die Kunden, was die Aktie belastete.

Die Sektoren Energie und Basiskonsumgüter trugen positiv zur Performance bei. Der Basischemiehersteller Dow legte zu, als die Ölpreise sprunghaft anstiegen, was voraussichtlich zu einer Verknappung auf den globalen Polyethylenmärkten führen und Dow aufgrund seiner kostengünstigen Präsenz in Nordamerika zugute kommen dürfte. Der Energiekonzern Shell und der Ölfelddienstleister Halliburton profitierten ebenfalls von den steigenden Ölpreisen.

Im Laufe des Quartals haben wir den Technologie-Reseller CDW Corporation ins Portfolio aufgenommen. Zwei Faktoren haben die Aktien belastet: Befürchtungen im Zusammenhang mit KI und der jüngste Margendruck durch Investitionen zur Erweiterung des Produktportfolios, die wir als strategisch sinnvoll erachten.

Wir haben unsere Positionen in Humana, Cognizant und Skyworks, einem führenden HF-Komponentenlieferanten für Smartphone-Hersteller, aufgrund der jüngsten Schwäche aufgestockt. Wir haben diese Käufe finanziert, indem wir unsere Positionen in dem Automobilzulieferer Magna International, dem Discounter Dollar General und dem Luft- und Raumfahrt- sowie Verteidigungsunternehmen General Dynamics, die sich alle gut entwickelt haben, reduziert haben.

verschiedene Branchen sowie durch unternehmensspezifische Entwicklungen belastet, die die kurzfristigen Fundamentaldaten einiger großer, mit hoher Überzeugung gehaltener Positionen beeinträchtigt haben. Wir sind jedoch der Ansicht, dass das aktuelle Umfeld angesichts der Ausgangsbewertung des Portfolios und der Qualität des Chancenspektrums eine außergewöhnliche langfristige Chance darstellt. ■

Die jüngste Wertentwicklung wurde durch makroökonomische Bedenken, Unsicherheit über die Auswirkungen der KI auf

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 7.1.12
Pzena Large Cap Value Composite - Brutto	-4.6%	-4.6%	6.9%	9.9%	8.0%	10.2%	11.1%
Pzena Large Cap Value Composite - Netto	-4.7%	-4.7%	6.5%	9.5%	7.6%	9.8%	10.7%
Russell 1000 Value Index	2.1%	2.1%	15.9%	14.3%	9.4%	10.6%	11.3%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

Citigroup	3.7%
Magna International	3.5%
Tyson Foods A	3.4%
Shell ADR	3.3%
CVS Health	3.3%
Wells Fargo	3.1%
Bristol-Myers Squibb	3.0%
Humana	2.9%
Bank of America	2.9%
Skyworks Solutions	2.9%
Total	32.0%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.0x	13.7x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.4x	17.1x
KBV	1.5x	2.9x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$40.0	\$14.0
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$96.5	\$292.4
Aktiver Anteil	88.0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	17.2%	14.5%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	50	867

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena

* Median des Large-Universums;

† Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	0%	3%
Nicht-Basiskonsumgüter	14%	11%
Basiskonsumgüter	8%	6%
Energie	8%	8%
Finanzen	23%	19%
Gesundheitswesen	18%	11%
Industrie	15%	16%
Immobilien	1%	4%
Technologie	12%	14%
Telekommunikation	1%	4%
Versorgungsunternehmen	0%	5%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA LARGE CAP FOCUSED VALUE (US)

Die breiten US-Marktindizes gaben im Laufe des Quartals nach, und die Streuung zwischen den Sektoren war hoch. Die Anleger hatten neben der anhaltenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der KI auch mit dem Konflikt im Iran und dem damit verbundenen Anstieg der Energiepreise zu kämpfen. Vor diesem volatilen Hintergrund trugen Energieaktien zum Anstieg des Value-Index bei, während unser Portfolio nachgab und hinter seiner Value-Benchmark zurückblieb.

Die Sektoren Finanzwesen, Technologie und Gesundheitswesen belasteten die Wertentwicklung am stärksten. Der Medicare-Advantage-Versicherer (MA) Humana war der größte Einzelverlierer, nachdem das Center for Medicare and Medicaid Services eine enttäuschende vorläufige Anpassung der MA-Sätze für 2027 vorgeschlagen hatte. Darüber hinaus prognostizierte das Management für 2026 ein rasantes Wachstum der MA-Mitgliederzahlen, was nach Ansicht der Anleger auf eine im Vergleich zu Wettbewerbern übermäßig großzügige Gestaltung der Versicherungsleistungen hindeuten könnte. Obwohl der Kreditkartenaussteller Capital One Ergebnisse vorlegte, die ein stabiles Kreditumfeld widerspiegeln, gab die Aktie nach, getrieben von Befürchtungen im Zusammenhang mit dem Konflikt im Iran und der Möglichkeit, dass KI die künftige Beschäftigungslage beeinträchtigen könnte. Während der IT-Dienstleister Cognizant robuste Ergebnisse für das 4. Quartal mit branchenführendem organischem Wachstum meldete, verlagerte sich der Fokus der Anleger auf die Weitergabe von KI-getriebenen Produktivitätsgewinnen an die Kunden, was die Aktie belastete.

Die Sektoren Energie und Industrie trugen im Quartal positiv zur Performance bei. Der Basischemiehersteller Dow legte zu, als die Ölpreise sprunghaft anstiegen, was voraussichtlich zu einer Verknappung auf den globalen Polyethylenmärkten führen und Dow aufgrund seiner kostengünstigen Präsenz in Nordamerika zugutekommen dürfte. Der Energiekonzern Shell profitierte ebenfalls von den steigenden Ölpreisen. Die Aktien des Biopharma-Unternehmens Bristol-Myers Squibb stiegen nach der Vorlage starker Gewinne und einer positiven Prognose, die durch die Dynamik bei neueren Produkteinführungen getragen wurde.

Wir haben eine Position im IT-Dienstleister Accenture aufgebaut. Ein konjunkturbedingter Rückgang der Ausgaben für IT-Dienstleistungen in Verbindung mit der Angst vor Disruptionen durch KI hat die Bewertung von Accenture auf den tiefsten Stand seit über einem Jahrzehnt gedrückt. Letztendlich glauben wir, dass Accenture von der steigenden Nachfrage nach

KI-gestützter Prozessautomatisierung profitieren könnte. Wir haben zudem den Technologie-Reseller CDW Corporation ins Portfolio aufgenommen. Zwei Faktoren haben die Aktien belastet: Befürchtungen im Zusammenhang mit KI und der jüngste Margendruck durch Investitionen zur Erweiterung des Produktportfolios, die wir als strategisch sinnvoll erachten. Wir haben unsere Positionen in Humana, Cognizant und dem RF-Komponentenlieferanten Skyworks aufgrund der jüngsten Schwäche aufgestockt. Wir haben diese Käufe finanziert, indem wir unsere Positionen in Citigroup, dem Automobilzulieferer Magna International, dem Discounter Dollar

General und Dow, die sich alle gut entwickelt haben, reduziert haben.

Die jüngste Wertentwicklung wurde durch makroökonomische Bedenken, Unsicherheit über die Auswirkungen der KI auf verschiedene Branchen sowie durch unternehmensspezifische Entwicklungen belastet, die die kurzfristigen Fundamentaldaten einiger großer, mit hoher Überzeugung gehaltener Positionen beeinträchtigt haben. Wir sind jedoch der Ansicht, dass das aktuelle Umfeld angesichts der Ausgangsbewertung des Portfolios und der Qualität des Chancenspektrums eine außergewöhnliche langfristige Chance darstellt. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 10.1.00
Pzena Large Cap Focused Value Composite - Brutto	-5.7%	-5.7%	4.0%	8.5%	7.1%	9.8%	7.6%
Pzena Large Cap Focused Value Composite - Netto	-5.8%	-5.8%	3.3%	7.7%	6.4%	9.0%	6.9%
Russell 1000 Value Index	2.1%	2.1%	15.9%	14.3%	9.4%	10.6%	7.8%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

CVS Health	5.0%
Baxter Intl	4.9%
Citigroup	4.3%
Fresenius ADR	4.2%
Humana	4.2%
Wells Fargo	3.7%
Lear	3.6%
Bristol-Myers Squibb	3.5%
Skyworks Solutions	3.5%
MetLife	3.5%
Total	40.4%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.2x	13.7x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	9.9x	17.1x
KBV	1.4x	2.9x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$23.9	\$14.0
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$73.7	\$292.4
Aktiver Anteil	94.3%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	18.4%	14.5%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	33	867

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena
 * Median des Large-Universums;
 †Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	0%	3%
Nicht-Basiskonsumgüter	14%	11%
Basiskonsumgüter	8%	6%
Energie	6%	8%
Finanzen	23%	19%
Gesundheitswesen	22%	11%
Industrie	14%	16%
Immobilien	0%	4%
Technologie	13%	14%
Telekommunikation	0%	4%
Versorgungsunternehmen	0%	5%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA FOCUSED VALUE (US)

Die breiten US-Marktindizes gaben im Laufe des Quartals nach, und die Streuung zwischen den Sektoren war hoch. Die Anleger hatten neben der anhaltenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der KI auch mit dem Konflikt im Iran und dem damit verbundenen Anstieg der Energiepreise zu kämpfen. Vor diesem volatilen Hintergrund trugen Energieaktien zum Anstieg des Value-Index bei, während unser Portfolio nachgab und hinter seiner Value-Benchmark zurückblieb.

Die Sektoren Gesundheitswesen, Finanzwesen und Technologie belasteten die Wertentwicklung am stärksten. Der Krankenversicherer Humana war der größte Einzelverlierer, nachdem das Center for Medicare and Medicaid Services eine enttäuschende vorläufige Anpassung der Medicare-Advantage-Sätze (MA) für 2027 vorgeschlagen hatte. Darüber hinaus prognostizierte das Management für 2026 ein rasantes Wachstum der MA-Mitgliederzahlen, was nach Ansicht der Anleger auf eine im Vergleich zu Wettbewerbern übermäßig großzügige Gestaltung der Versicherungsleistungen hindeuten könnte. Obwohl der Kreditkartenaussteller Capital One Ergebnisse vorlegte, die ein stabiles Kreditumfeld widerspiegeln, gab die Aktie nach, getrieben von Befürchtungen im Zusammenhang mit dem Konflikt im Iran und der Möglichkeit, dass KI die künftige Beschäftigungslage beeinträchtigen könnte. Während der IT-Dienstleister Cognizant robuste Ergebnisse für das 4. Quartal mit branchenführendem organischem Wachstum meldete, verlagerte sich der Fokus der Anleger auf die Weitergabe von KI-getriebenen Produktivitätsgewinnen an die Kunden, was die Aktie belastete.

Die Sektoren Industrie und Energie trugen positiv zur Performance bei. Der Basischemiehersteller Dow legte zu, als die Ölpreise sprunghaft anstiegen, was voraussichtlich zu einer Verknappung auf den globalen Polyethylenmärkten führen und Dow aufgrund seiner kostengünstigen Präsenz in Nordamerika zugutekommen dürfte. Der Halbleiterdistributor Avnet verzeichnete Kursgewinne, nachdem er starke Gewinne und eine positive Prognose gemeldet hatte, die auf einer robusten Nachfrage nach Rechenzentren beruhte. Die Aktien des Maschinenherstellers Oshkosh stiegen ebenfalls aufgrund des Optimismus, dass der KI-bedingte Ausbau von Rechenzentren die Nachfrage nach seinen Kernprodukten im Bereich der Hubarbeitsbühnen ankurbeln könnte.

Wir haben eine Position im IT-Dienstleister Accenture aufgebaut. Ein konjunkturbedingter Rückgang der Ausgaben für IT-Dienstleistungen in Verbindung mit der Angst vor Disruptionen durch KI hat die Bewertung von Accenture auf den tiefsten Stand seit über einem Jahrzehnt gedrückt. Letztendlich glauben wir, dass Accenture von der steigenden Nachfrage

nach KI-gestützter Prozessautomatisierung profitieren könnte. Wir haben zudem den Technologie-Reseller CDW Corporation ins Portfolio aufgenommen. Zwei Faktoren haben die Aktien belastet: Befürchtungen im Zusammenhang mit KI und der jüngste Margendruck durch Investitionen zur Erweiterung des Produktportfolios, die wir als strategisch sinnvoll erachten. Wir haben unsere Positionen in Humana, Cognizant, dem RF-Komponentenlieferanten Skyworks und dem CRM-Softwareanbieter Amdocs aufgrund der jüngsten Schwäche aufgestockt. Wir haben diese Käufe finanziert, indem wir unsere Positionen in Delta Air Lines, Citigroup und Avnet, die sich alle gut entwickelt haben, reduziert haben. Wir haben zudem unsere Position im

Agrarchemieunternehmen FMC aufgelöst, da sich die Bandbreite der möglichen Ergebnisse vergrößert hat.

Die jüngste Wertentwicklung wurde durch makroökonomische Bedenken, Unsicherheiten hinsichtlich der Auswirkungen von KI auf verschiedene Branchen sowie spezifische Entwicklungen belastet, die die kurzfristigen Fundamentaldaten einiger großer, überzeugender Positionen beeinträchtigten. Wir sind jedoch der Ansicht, dass das aktuelle Umfeld angesichts der Ausgangsbewertung des Portfolios und der Qualität der Chancen eine außergewöhnliche langfristige Gelegenheit darstellt. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.96
Pzena Focused Value Composite – Brutto	-4.4%	-4.4%	2.3%	9.9%	7.6%	9.6%	10.1%
Pzena Focused Value Composite – Netto	-4.7%	-4.7%	1.3%	8.8%	6.5%	8.5%	9.0%
Russell 1000 Value Index	2.1%	2.1%	15.9%	14.3%	9.4%	10.6%	9.2%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

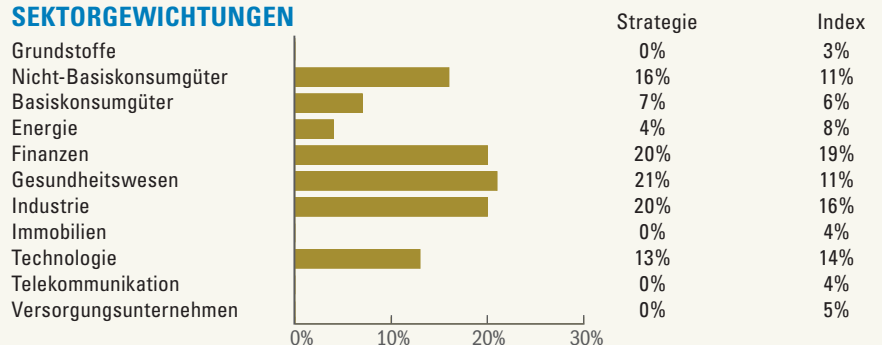
Baxter Intl	4.5%
Lear	4.0%
CVS Health	3.9%
Humana	3.7%
Citigroup	3.6%
Wells Fargo	3.6%
Dollar General	3.4%
Capital One Financial	3.4%
Bristol-Myers Squibb	3.1%
Skyworks Solutions	3.0%
Total	36.2%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.1x	12.9x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.1x	17.1x
KBV	1.4x	2.9x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$16.0	\$14.0
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$54.0	\$292.4
Aktiver Anteil	94.5%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	19.5%	14.5%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	38	867

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena
 *Median des Universums der 1000 größten US-Unternehmen;
 †Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN



Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA MID CAP FOCUSED VALUE (US)

Die US-amerikanischen Mid-Cap-Aktien legten in einem volatilen Quartal zu, das von starken Kursschwankungen infolge von Schlagzeilen zu Zöllen und sich verändernden Erwartungen an das Inlandswachstum geprägt war. Mid-Cap-Aktien übertrafen Large-Cap-Aktien, und Value übertraf Growth im Berichtszeitraum. Vor diesem Hintergrund blieb das Portfolio hinter seiner Value-Benchmark zurück.

Die Sektoren Gesundheitswesen, Technologie und Finanzwesen belasteten die Wertentwicklung am stärksten. Der Krankenversicherer Humana war der größte Einzelverlierer, nachdem eine vorläufige Anpassung der Medicare-Advantage-Sätze unter den Erwartungen ausfiel und das Unternehmen weiterhin schneller neue Mitglieder gewann als Wettbewerber, was Bedenken hinsichtlich der kurzfristigen Profitabilität aufwarf. Concentrix, ein Anbieter von Customer-Experience-Lösungen, belastete ebenfalls, da Anleger den potenziellen Einfluss von generativer KI sowie kurzfristigen Margendruck durch Kapazitätsinvestitionen im Vorfeld neuer Vertragsabschlüsse in den Vordergrund stellten. Obwohl der Kreditkartenaussteller Capital One Ergebnisse vorlegte, die ein stabiles Kreditumfeld widerspiegelten, gab die Aktie nach, da das Management auf höhere Ausgaben im Zusammenhang mit der Einführung des Discover-Financial-Services-Netzwerks in Europa hinwies.

Die stärksten Beitragssektoren waren Grundstoffe, zyklische Konsumgüter und Industrie. Der Basischemiehersteller Dow war der größte Einzelbeitrag, da der Konflikt im Iran zu einer Ausweitung des Einsatzkostenvorteil von Erdgas gegenüber Öl führte und das Unternehmen veranlasste, Preiserhöhungen durchzusetzen. In ähnlicher Weise profitierte der Chemieproduzent Olin von verbesserten Fundamentaldaten infolge höherer Ölpreise zum Quartalsende, die die Profitabilität durch sein Erdgas-Rohstoffengagement stützten. Advance Auto Parts trug ebenfalls wesentlich bei, da der Turnaround des Unternehmens weiter an Fahrt gewann.

Wir haben eine Position im Technologie-Reseller CDW Corporation aufgebaut. Zwei Faktoren haben die Aktien belastet: Befürchtungen im Zusammenhang mit KI und der jüngste Margendruck durch Investitionen zur Erweiterung des Produktportfolios, die wir als strategisch sinnvoll erachten. Wir haben zudem unsere Positionen in Humana und

dem IT-Dienstleister Cognizant bei Kursrückgängen aufgestockt, wo der jüngste Druck eher auf zyklische und stimmungsbedingte Bedenken als auf eine dauerhafte Beeinträchtigung der Unternehmensqualität zurückzuführen scheint. Wir haben uns aus dem Agrarchemieunternehmen FMC zurückgezogen, da Lagerbereinigungen und der Verlust von Produktexklusivität schlecht gehandhabt wurden und die Bilanz so stark belasteten, dass das Risiko einer dauerhaften Wertminderung erheblich gestiegen ist. Wir haben zudem unsere Positionen in dem Discounter Dollar General und dem Halbleiterdistributor Avnet, die sich beide gut entwickelt haben, reduziert,

um die Käufe zu finanzieren.

Obwohl das Quartal aus Sicht der relativen Wertentwicklung herausfordernd war, ist das Portfolio weiterhin in Unternehmen positioniert, bei denen wir glauben, dass die aktuellen Erwartungen niedrig sind und das Potenzial einer Gewinnnormalisierung unterschätzt wird. Wir sehen weiterhin ein breites Chancenspektrum über verschiedene Sektoren hinweg, mit Bewertungen, die im Vergleich zur zugrunde liegenden Cashflow-Generierung und den langfristigen Fundamentaldaten attraktiv erscheinen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 9.1.98
Pzena Mid Cap Focused Value Composite - Brutto	-1.2%	-1.2%	2.2%	6.3%	5.3%	9.5%	11.5%
Pzena Mid Cap Focused Value Composite - Netto	-1.4%	-1.4%	1.2%	5.2%	4.3%	8.4%	10.4%
Russell Midcap Value Index	3.7%	3.7%	17.6%	13.1%	7.9%	9.8%	10.0%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

Advance Auto Parts	5.1%
Baxter Intl	4.4%
Humana	4.4%
Magna International	3.5%
Robert Half	3.4%
Oshkosh	3.2%
Globe Life	3.2%
Dow	3.1%
Fresenius ADR	3.1%
Tyson Foods A	3.1%
Total	36.5%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	6.9x	12.0x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	9.7x	16.2x
KBV	1.3x	2.4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$9.4	\$11.2
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$14.9	\$30.7
Aktiver Anteil	96.4%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	20.5%	16.9%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	713

Quelle: Russell Midcap® Value, Analyse von Pzena
* Median des Mid-Cap-Universums;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	5%	4%
Nicht-Basiskonsumgüter	20%	12%
Basiskonsumgüter	3%	5%
Energie	2%	9%
Finanzen	19%	14%
Gesundheitswesen	19%	7%
Industrie	20%	21%
Immobilien	0%	8%
Technologie	11%	10%
Telekommunikation	0%	2%
Versorgungsunternehmen	0%	8%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA SMALL CAP FOCUSED VALUE (US)

Die Märkte entwickelten sich im Quartal uneinheitlich: Small-Cap-Aktien legten zu Jahresbeginn zu, bevor sie im März im Zuge des Iran-Konflikts nachgaben. Small Caps übertrafen Large Caps im Berichtszeitraum, und Value übertraf Growth. Unser Portfolio erzielte positive Renditen, blieb jedoch hinter der Value-Benchmark zurück.

Die Sektoren Industrie, Technologie und zyklische Konsumgüter belasteten die Wertentwicklung. Concentrix, ein Anbieter von Customer-Experience-Lösungen, war der größte Einzelverlierer, da Anleger den potenziellen Einfluss von generativer KI sowie kurzfristigen Margendruck durch Kapazitätsinvestitionen im Vorfeld neuer Vertragsabschlüsse in den Vordergrund stellten. Der Küchenschrankhersteller American Woodmark belastete ebenfalls, da Zollgegenwind und eine schwächere Endmarktnachfrage die Stimmung drückten. Der Spezialfahrzeughersteller Aebi Schmidt gab aufgrund einer schwächeren Nachfrage nach Walk-in-Vans in Nordamerika nach, was die Gewinne belastete.

Die stärksten Beiträge kamen aus den Sektoren Grundstoffe, Finanzwesen und Basiskonsumgüter. Advance Auto Parts war der größte Einzelbeitrag, da der Turnaround des Unternehmens weiter an Fahrt gewann. Das Konsumgüterunternehmen Spectrum Brands trug positiv bei, da die Stärke im Bereich Global Pet Care sowie ermutigende Signale für das Home-&-Garden-Geschäft die anhaltende Schwäche in den Bereichen Home Appliances und Personal Care mehr als ausglich. Der Chemieproduzent Olin profitierte von verbesserten Fundamentaldaten infolge höherer Ölpreise zum Quartalsende, die die Profitabilität durch sein Erdgas-Rohstoffengagement stützten.

Wir haben eine Position in MillerKnoll aufgebaut, einem Hersteller von Büro- und Wohnmöbeln, der durch einen schwachen Büromarkt und Integrationsherausforderungen nach der Fusion unter Druck geraten ist. Wir sind der Ansicht, dass die Aktien diese Herausforderungen im Verhältnis zur normalisierten Ertragskraft des Unternehmens und dem Potenzial

einer breiteren Erholung der Bürorückkehr zu stark einpreisen. Wir haben zudem unsere Positionen im Immobilienmakler Marcus & Millichap und dem Medizintechnikunternehmen Teleflex aufgestockt, um attraktive Bewertungen zu nutzen. Wir haben diese Käufe finanziert, indem wir uns aus der Regionalbank Webster Financial, die übernommen wird, und dem Verpackungsunternehmen TriMas, das nach der Ankündigung des Verkaufs seines Luft- und Raumfahrtgeschäfts zulegte, zurückgezogen haben.

Die jüngste Wertentwicklung wurde durch Marktvolatilität und politikbedingte Unsicherheit geprägt, die zyklische Unternehmen im Small-Cap-Bereich am stärksten belastet haben. Dennoch bleiben wir für das Portfolio konstruktiv eingestellt. Viele Positionen werden trotz stabiler oder sich verbessernder Fundamentaldaten weiterhin zu gedrückten Bewertungen gehandelt, und wir sind der Ansicht, dass das aktuelle Chancenspektrum für geduldige, langfristig orientierte Investoren weiterhin attraktiv ist. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	1Q	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Fünf Jahre	Zehn Jahre	Seit Auflegung 1.1.96
Pzena Small Cap Focused Value Composite – Brutto	3.4%	3.4%	11.6%	7.9%	5.4%	9.1%	12.2%
Pzena Small Cap Focused Value Composite – Netto	3.2%	3.2%	10.5%	6.8%	4.4%	8.0%	11.0%
Russell 2000 Value Index	5.0%	5.0%	28.1%	13.8%	5.8%	9.6%	9.4%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 29. Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar. Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen.

10 GRÖSSTE

(See Portfolio Notes on page 30)

Spectrum Brands Holdings	4.9%
Advance Auto Parts	4.8%
Teleflex	3.7%
Adient	3.2%
Douglas Dynamics	3.1%
Columbia Banking System	3.0%
WSFS Financial	3.0%
Robert Half	2.9%
Old National	2.8%
Sensata Technologies Hldg	2.8%
Total	34.2%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	6.6x	11.4x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.9x	12.9x
KBV	1.1x	1.4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$1.7	\$0.8
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$2.9	\$3.7
Aktiver Anteil	96.5%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	23.6%	19.9%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	47	1,410

Quelle: Russell 2000® Value, Analyse von Pzena
* Median des Small-Cap-Universums;
¹ Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Grundstoffe	9%	5%
Nicht-Basiskonsumgüter	21%	12%
Basiskonsumgüter	7%	1%
Energie	4%	10%
Finanzen	19%	25%
Gesundheitswesen	8%	11%
Industrie	24%	12%
Immobilien	3%	9%
Technologie	6%	6%
Telekommunikation	0%	3%
Versorgungsunternehmen	0%	6%

Sektorgewichtungen sind um liquide Mittel bereinigt; sie können höher erscheinen als die tatsächliche Allokation. Es kann zu rundungsbedingten Differenzen kommen.

PZENA CREDIT OPPORTUNITIES

Die Kreditbifurkation vertiefte sich im ersten Quartal 2026 infolge eines Zusammentreffens negativer Entwicklungen. Der Iran-Konflikt erhöhte die Ölpreisvolatilität erheblich; KI-Befürchtungen lösten einen Ausverkauf bei Softwareaktien aus; CLOs beschleunigten den Verkauf niedriger bewerteter Schuldtitel; und Private-Credit-Fonds gerieten unter Druck, da Rücknahmeanträge stark anstiegen. Während breite High-Yield- und Loan-Indizes¹ moderat nachgaben, schnitten CCC-Loans und softwarebezogene Schuldtitel erheblich schlechter ab und erzielten eine Rendite von -4,9%² bzw. -5,0%³. Zum Quartalsende wurden rund 82% des Marktes unter 100 gehandelt⁴, und der Anteil der Loans, die auf notleidenden Niveaus gehandelt wurden (S+1000 oder höher), stieg auf über 10%⁵. Trotz der breiten Schwäche bei niedriger bewerteten Schuldtiteln erzielte das Portfolio eine positive Rendite.

Wir haben Positionen in erstrangigen Laufzeitdarlehen von CDK sowie im erstrangigen, nachrangigen Laufzeitdarlehen von Physician Partners aufgebaut, die Renditen von 20% bzw. 30% erzielen. CDK ist ein fest etablierter Anbieter von ERP-Software für Automobilhändler, auf dessen Plattform mehr als 50% der 100 größten US-Händler angewiesen sind. KI-Befürchtungen drückten den Sektor, was einen attraktiven Einstiegspunkt schuf. Physician Partners ist eine primärärztliche Versorgungsgruppe, die in den Jahren 2024–2025 unter niedrigeren Medicare-Advantage-Grundsätzen und steigenden Inanspruchnahmeraten litt. Das Unternehmen führte 2025 eine Liability-Management-Transaktion (LME) durch, die seine Loans erheblich belastete, da bestimmte Gläubiger die nach der LME verbleibenden Schuldtitel nicht halten konnten, hauptsächlich aufgrund fehlender Kreditratings und geringer Tranchengrößen.

Wir haben unsere Position in erstrangigen, vorrangigen Loans von Employbridge mit einer Rendite von ca. 18% aufgestockt, gestützt durch erste Anzeichen einer Erholung im Bereich der industriellen Zeitarbeit, wie unsere Aktienanalysen zu TrueBlue und Randstad belegen. Wir haben zudem unsere Position in erstrangigen Loans von Verifone mit einer Rendite von ca. 13% aufgestockt, nach starken Ergebnissen für 2025 und einer angehobenen Prognose für 2026 infolge eines positiven Ersatzzyklus.

Die DIP-Fazilität von Azul Airlines wurde bei Austritt aus dem Chapter-11-Verfahren zurückgezahlt. Wir haben unsere Position in P.F. Chang's reduziert, da Lebensmittelkosten und Zollinflation die Margen drückten, sowie in GOL Airlines, angesichts eines höheren relativen Verschuldungsgrades. Wir haben zudem unsere

1 High-Yield-Anleihen: Morningstar US High Yield Bond Index -0,54%, Leveraged Loans: Morningstar LSTA Leveraged Loan Index -0,55%

2 Morningstar LSTA Leveraged Loan Index

3 Morningstar LSTA Leveraged Loan Index Software & Services

4 Quelle: Pitchbook

5 Quelle: Bloomberg

Position in First Brands vollständig aufgelöst, da sich der Betrug als weitaus umfangreicher als zunächst festgestellt erwies, Vermögensverkäufe weit unter den Erwartungen blieben und der Fall in einen mehrjährigen Rechtsstreit gegen die Gründer mündete.

Wir erwarten, dass sich die Spreads bei High-Yield-Anleihen und Loans angesichts makroökonomischer Unsicherheiten und einer sich verschlechternden Kreditqualität ausweiten werden. Die ausgewiesenen Ausfallraten bei Leveraged Loans unterschätzen das Risiko: Bereinigt um Distressed Exchanges, koerzitive LMEs

und wirtschaftlich beeinträchtigende Amend-and-Extend-Transaktionen wird die effektive Rate auf ca. 5%–7% geschätzt. Innerhalb des CCC-Segments sind die impliziten Ausfallraten noch höher und werden auf vorausschauender Basis häufig in einem Bereich von 10%–15%+ angegeben. Das steigende Distressed-Verhältnis deutet darauf hin, dass die Ausfallraten ihren Höhepunkt noch nicht erreicht haben.

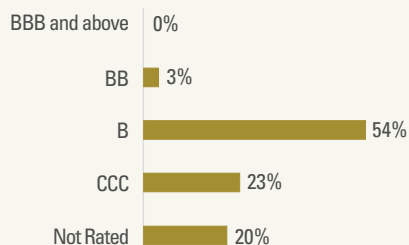
Das Portfolio ist gut positioniert, um Verwerfungen zu nutzen, mit ausreichend verfügbarem Kapital für einen selektiven Einsatz. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 31. Mar 2026

	YTD	Ein Jahr	Drei Jahre	Seit Auflegung 7.1.22
Focused Credit Opportunities Composite – Brutto	0.95%	0.87%	7.49%	7.60%
Focused Credit Opportunities Composite – Netto	0.82%	0.12%	5.98%	6.22%

Renditen in USD bis zum 28. Februar 2026. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen. Die Bruttorenditen werden vor Abzug von Verwaltungsgebühren und Leistungsprämien und nach Abzug von Transaktionskosten und Fremdkapitalkosten ausgewiesen. Die Nettorenditen werden unter Verwendung einer Modellverwaltungsgebühr und einer Leistungsprämie berechnet, die bei ihrer Realisierung monatlich auf die Bruttorenditen angewendet werden. Pzena verwendet die höchste Gebühren- und Anreizsatzstaffelung, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Performance-Renditen zu veranschaulichen. Bei Änderungen der Produktgebühren gilt die jeweils aktuelle höchste Staffelung. Die aktuellen „Standard“-Gebührensätze betragen 0,75 % Verwaltungsgebühr und 10 % Anreizvergütung auf Nettogewinne über einer Hochwassermarkte, vorbehaltlich einer jährlichen Hürde von 6 % mit Aufholmechanismus. Alle Performance-Zahlen sind vorläufig und können sich ändern.

CREDIT RATING DISTRIBUTION



Gewichtungen um Bargeld bereinigt – können höher erscheinen als tatsächlich. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 31. März 2026. Quelle: PitchBook Data, Inc.

CREDIT TYPE DISTRIBUTION



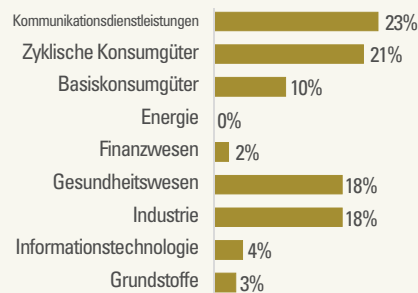
Gewichtungen um Bargeld bereinigt – können höher als tatsächlich erscheinen. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 31. März 2026. Quelle: PitchBook Data, Inc.

PORTFOLIOMERKMALE

Anzahl der Emittenten	36
Mediane Tranchengröße	\$575M
Durchschnittlicher Kupon	S+660
Rendite bis zur Fälligkeit*	14.0%
Durchschnittliche Laufzeit	2.9 yrs
Durchschnittliche Nettoverschuldung**	3.0x
% mit Covenants	80%

* Portfoliogewichtete durchschnittliche Rendite bis zur Fälligkeit
 **Der Verschuldungsgrad auf Emissionsebene wird wie folgt berechnet: Emissionsvolumen bei Par/EBITDA. Daten zum 31. März 2026. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen.

SEKTORGEWICHTUNGEN



Die um Barmittel bereinigten Sektorgewichtungen können höher erscheinen als sie tatsächlich sind. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 31. März 2026. Quelle: PitchBook Data, Inc.

Renditen im Kalenderjahr ZAHLEN IN USD

GLOBAL VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Global Value - Gross	20.6%	-7.3%	20.1%	6.7%	25.0%
Global Value - Net	19.9%	-7.8%	19.4%	6.1%	24.3%
MSCI World Index	21.8%	-18.1%	23.8%	18.7%	21.1%
MSCI World Value Index	21.9%	-6.5%	11.5%	11.5%	20.8%

INTERNATIONAL VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
International Value - Gross	12.9%	-7.6%	19.4%	6.4%	38.1%
International Value - Net	12.3%	-8.1%	18.7%	5.8%	37.3%
MSCI EAFE Index	11.3%	-14.5%	18.2%	3.8%	31.2%
MSCI EAFE Value Index	10.9%	-5.6%	19.0%	5.7%	42.2%

INTERNATIONAL SMALL CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Int. Small Cap Focused Value - Gross	18.0%	-0.3%	24.0%	6.6%	30.7%
Int. Small Cap Focused Value - Net	16.8%	-1.3%	22.8%	5.5%	29.4%
MSCI World ex-USA Small Cap Index	11.1%	-20.6%	12.6%	2.8%	34.1%
MSCI World ex-USA Small Cap Value Index	13.3%	-14.0%	14.7%	3.0%	38.6%

EUROPEAN FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
European Focused Value - Gross	17.2%	-6.2%	24.8%	2.1%	41.2%
European Focused Value - Net	16.5%	-6.8%	24.0%	1.4%	40.3%
MSCI Europe Index	16.3%	-15.1%	19.9%	1.8%	35.4%
MSCI Europe Value Index	13.2%	-7.2%	19.7%	4.2%	48.0%

LARGE CAP VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Large Cap Value - Gross	29.5%	-4.1%	17.5%	7.1%	14.0%
Large Cap Value - Net	29.0%	-4.5%	17.0%	6.7%	13.6%
Russell 1000® Value	25.2%	-7.5%	11.5%	14.4%	15.9%

FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Focused Value - Gross	27.2%	-6.4%	28.7%	6.5%	8.4%
Focused Value - Net	26.0%	-7.4%	27.4%	5.5%	7.3%
Russell 1000® Value	25.2%	-7.5%	11.5%	14.4%	15.9%

SMALL CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Small Cap Focused Value - Gross	30.5%	-5.8%	26.7%	3.0%	-4.4%
Small Cap Focused Value - Net	29.2%	-6.8%	25.5%	2.0%	-5.4%
Russell 2000® Value	28.3%	-14.5%	14.6%	8.1%	12.6%

GLOBAL FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Global Focused Value - Gross	20.2%	-7.4%	20.8%	6.1%	25.3%
Global Focused Value - Net	19.3%	-8.1%	19.9%	5.3%	24.4%
MSCI ACWI Index	18.5%	-18.4%	22.2%	17.5%	22.3%
MSCI ACWI Value Index	19.6%	-7.5%	11.8%	10.8%	22.0%

INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
International Focused Value - Gross	13.2%	-8.7%	20.8%	8.6%	40.0%
International Focused Value - Net	12.3%	-9.4%	19.9%	7.8%	39.0%
MSCI ACWI ex USA Index	7.8%	-16.0%	15.6%	5.5%	32.4%
MSCI ACWI ex USA Value Index	10.5%	-8.6%	17.3%	6.0%	39.5%

EMERGING MARKETS FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
EM Focused Value - Gross	7.5%	-5.7%	22.4%	6.6%	37.2%
EM Focused Value - Net	6.4%	-6.6%	21.2%	5.5%	35.9%
MSCI Emerging Markets Index	-2.5%	-20.1%	9.8%	7.5%	33.6%
MSCI Emerging Markets Value Index	4.0%	-15.8%	14.2%	4.5%	32.7%

JAPAN FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Japan Focused Value - Gross	8.3%	0.7%	11.6%	10.2%	31.9%
Pzena Japan Focused Value - Net	7.5%	-0.1%	10.7%	9.3%	30.9%
TOPIX	0.8%	-15.2%	19.6%	7.7%	25.3%
TOPIX Value	5.5%	-5.0%	23.9%	13.2%	34.7%

LARGE CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Large Cap Focused Value - Gross	30.2%	-5.7%	20.0%	5.0%	13.0%
Large Cap Focused Value - Net	29.3%	-6.3%	19.2%	4.3%	12.2%
Russell 1000® Value	25.2%	-7.5%	11.5%	14.4%	15.9%

MID CAP FOCUSED VALUE

	2021	2022	2023	2024	2025
Mid Cap Focused Value - Gross	32.9%	-5.0%	22.6%	1.8%	0.4%
Mid Cap Focused Value - Net	31.6%	-6.0%	21.4%	0.8%	-0.6%
Russell Midcap® Value	28.3%	-12.0%	12.7%	13.1%	11.0%

FOCUSED CREDIT OPPORTUNITY

	2023	2024	2025
Focused Credit Opportunities Composite - Gross	14.2%	8.6%	2.2%
Focused Credit Opportunities Composite - Net	12.0%	7.0%	1.4%

Siehe Anmerkungen zum Portfolio / Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf der folgenden Seite.

Die Performance in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für zukünftige Ergebnisse dar.

Währungsschwankungen könnten die Rendite schmälern oder zu Verlusten führen. Die Bruttorenditen werden vor Abzug der Anlageverwaltungsgebühren und nach Abzug der Transaktionskosten angegeben. Die tatsächliche Rendite eines Anlegers wird um die Anlageverwaltungsgebühren reduziert. Die Nettorenditen werden anhand einer Modellgebühr ermittelt, die monatlich auf die Bruttorenditen angewendet wird. Pzena verwendet die höchste Gebührentabelle, ohne Performance-Gebühren, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Performance-Renditen zu veranschaulichen. Wenn sich die Produktgebühren ändern, gilt die aktuelle Tabelle der höchsten Stufe.

Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen

PORTFOLIO NOTES

The contents of this document are for informational purposes only, and highlight certain investment strategies that Pzena Investment Management, LLC (“PIM”) manages. It does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any strategy referenced herein.

The specific portfolio securities discussed in the Commentary, Global Research Review, and Stewardship Insights section of this report were selected for inclusion based on their ability to help you understand our investment process and not based on performance. They do not represent all of the securities purchased or sold or recommended for our client accounts during the quarter, and it should not be assumed that investments in such securities were or will be profitable.

The portfolio securities discussed in the Highlighted Holding section of this report (MasterBrand and American Woodmark) were held in our Small Cap Focused Value and other strategies during the first quarter of 2026. These securities were selected to illustrate our research process and not based on performance. Top 10 holdings for our strategies have been derived from the strategy's composite. Holdings will vary among client accounts as a result of different product strategies having been selected thereby. Holdings also may vary among client accounts as a result of opening dates, cash flows, tax strategies, etc. There is no assurance that any securities discussed herein remain in your portfolio at the time you receive this report or that securities sold have not been repurchased. The securities discussed do not represent an account's entire portfolio and, in the aggregate, may represent only a small percentage of an account's portfolio holdings.

Gross rates of return are presented gross of investment management fees and net of the deduction of transaction costs. An investor's actual return will be reduced by investment management fees. Net Returns are derived using a model fee applied monthly to Gross returns. Pzena uses the highest tier fee schedule, to illustrate the impact of fees on performance returns. As product fees change, the current highest tier schedule will be in effect.

RISK INFORMATION

All investments involve risk, including loss of principal. Investments may be in a variety of currencies and therefore changes in rates of exchange between currencies may cause the value of investments to decrease or increase. The price of equity securities may rise or fall because of economic or political changes or changes in a company's financial condition, sometimes rapidly or unpredictably. Investments in foreign securities involve political, economic and currency risks, greater volatility and differences in accounting methods. These risks are greater for investments in Emerging Markets. Investments in small-cap or mid-cap companies involve additional risks such as limited liquidity and greater volatility than larger companies. PIM's strategies emphasize a “value” style of investing, which targets undervalued companies with characteristics for improved valuations. This style of investing is subject to the risk that the valuations never improve or that returns on “value” securities may not move in tandem with the returns on other styles of investing or the stock market in general.

Past performance does not predict future returns, and the past performance of any accounts or commingled funds managed by PIM should not be considered indicative of the future performance of any accounts or commingled funds managed by PIM. Investment return and principal value of an investment will fluctuate over time. The performance information provided is historical in nature. The performance information presented for each investment strategy represents composite performance of separately-managed accounts and/or commingled funds (depending on the particular investment strategy presented).

DISCLOSURES

London Stock Exchange Group plc and its group undertakings (collectively, the “LSE Group”). ©LSE Group 2025. FTSE Russell is a trading name of certain of the LSE Group companies. Russell® is a trade mark of the relevant LSE Group companies and is used by any other LSE Group company under license. All rights in the FTSE Russell indexes or data vest in the relevant LSE Group company which owns the index or the data. Neither LSE Group nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the indexes or data and no party may rely on any indexes or data contained in this communication. No further distribution of data from the LSE Group is permitted without the relevant LSE Group company's express written consent. The LSE Group does not promote, sponsor or endorse the content of this communication.

The Global Industry Classification Standard (“GICS”) was developed by and is the exclusive property and a service mark of MSCI Inc. (“MSCI”) and Standard & Poor's, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. (“S&P”) and is licensed for use by Pzena Investment Management, LLC (“PIM”). Neither MSCI, S&P nor any third party involved in making or compiling the GICS or any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability and fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, and of their affiliates or any third party involved in making or compiling the GICS or any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

The S&P 500® is a registered trademark of Standard & Poor's, a division of The McGraw Hill Companies, Inc., which is the owner of all copyrights relating to this index and the source of the performance statistics of this index that are referred to herein.

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the MSCI Parties) expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Benchmarks are used for comparative purposes only. The Russell, MSCI, and TOPIX indices cannot be invested in directly. The Pzena strategies are significantly more concentrated in their holdings and have different sector/regional weights than their respective benchmarks. Accordingly, the performance of the Pzena Composites will be different from, and at times more volatile, than that of the indices.

The Russell 1000® Value Index measures the performance of the large-cap value segment of the U.S. equity universe. It includes those Russell 1000® companies with lower price-to-book ratios and lower expected growth values. The Russell 2000® Value Index measures the performance of small-cap value segment of the U.S. equity universe. It includes those Russell 2000® companies with lower price-to-book ratios and lower forecasted growth values. The Russell Midcap® Value Index measures the performance of the midcap value segment of the U.S. equity universe. It includes those Russell Midcap® Index companies with lower price-to-book ratios and lower forecasted growth values.

The MSCI World Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure developed market equity performance and provides equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. The MSCI All Country World Index (ACWI) is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure developed and emerging market equity performance and provides equity returns including

dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. The MSCI EAFE Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure developed market equity performance, excluding the U.S. and Canada, and provides equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. The MSCI ACWI ex USA Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure developed and emerging market equity performance, excluding the U.S., and provides equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. The MSCI Emerging Markets Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure equity market performance of emerging markets, and provides equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. The MSCI World ex-USA Small Cap Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure small cap developed market equity performance, excluding the United States, and provides equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI. The TOPIX Net Total Return Index is a free-float adjusted market capitalization-weighted index that is calculated based on all the domestic common stocks listed on the TSE First Section including dividends net of withholding tax rates as calculated by TOPIX. The MSCI Europe Index is a free float-adjusted market capitalization index that is designed to measure the equity market performance of the developed markets in Europe, and provides equity returns including dividends net of withholding tax rates as calculated by MSCI.

The MSCI World Value Index, MSCI ACWI Value Index, MSCI EAFE Value Index, MSCI ACWI ex USA Value Index, MSCI Emerging Markets Value Index, MSCI World ex-USA Small Cap Value Index, TOPIX Value Index and MSCI Europe Value Index are constructed from their respective parent index. The value investment style characteristics for index construction are defined using three variables: book value to price, 12-month forward earnings to price, and dividend yield.

FURTHER INFORMATION

Pzena Investment Management, LLC is located at 320 Park Avenue, 8th Floor, New York, NY 10022 and is a registered investment adviser registered with the United States Securities and Exchange Commission.

This document does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, securities or investment advisory services in any jurisdiction where such an offer or solicitation is against the law, or to anyone to whom it is unlawful to make such an offer or solicitation, or if the person making the offer or solicitation is not qualified to do so. The information contained herein is general in nature and does not constitute legal, tax, or investment advice. Prospective investors are encouraged to consult their own professional advisers as to the implications of making an investment in any securities or investment advisory services.

ADDITIONAL INFORMATION FOR U.K. INVESTORS:

This marketing communication is issued by Pzena Investment Management, Limited ("PIM U.K."). PIM U.K. is a limited company registered in England and Wales with registered number 09380422, and its registered office is at 34-37 Liverpool Street, London EC2M 7PP, United Kingdom. PIM U.K. is an appointed representative of Vittoria & Partners LLP (FRN 709710), which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA"). The Pzena documents have been approved by Vittoria & Partners LLP and, in the U.K., are only made available to professional clients and eligible counterparties as defined by the FCA.

The Pzena documents are only made available to professional clients and eligible counterparties as defined by the FCA. Past performance is not indicative of future results. The value of your investment may go down as well as up, and you may not receive upon redemption the full amount of your original investment. The views and statements contained herein are those of Pzena Investment Management and are based on internal research.

ADDITIONAL INFORMATION FOR EU INVESTORS:

This marketing communication is issued by Pzena Investment Management Europe Limited ("PIM Europe"). PIM Europe (No. C457984) is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland as a UCITS management company (pursuant to the European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations, 2011, as amended), with additional authorisation for management of portfolios of investments, in accordance with mandates given by investors on a discretionary, client-by-client basis, where such portfolios include one or more of the investment instruments listed in Section C of the Annex to the MiFID (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 (S.I. No. 375 of 2017), as amended, and investment advice concerning one or more of the instruments listed in Annex I, Section C to Directive 2004/39/EC. PIM Europe is registered in Ireland with the Companies Registration Office (No. 699811), with its registered office at Riverside One, Sir John Rogerson's Quay, Dublin, 2, Ireland. Past

performance does not predict future returns. The value of your investment may go down as well as up, and you may not receive upon redemption the full amount of your original investment. The views and statements contained herein are those of Pzena Investment Management and are based on internal research.

FOR AUSTRALIA AND NEW ZEALAND INVESTORS ONLY:

This document has been prepared and issued by Pzena Investment Management, LLC (ARBN 108 743 415), a limited liability company ("Pzena"). Pzena is regulated by the Securities and Exchange Commission (SEC) under U.S. laws, which differ from Australian laws. Pzena is exempt from the requirement to hold an Australian financial services license in Australia in accordance with ASIC Class Order CO 03/1100 and the transitional relief under ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, extended through 31 March 2027 by ASIC Corporations (Foreign Financial Services Providers) Instrument 2025/798. Pzena offers financial services in Australia to 'wholesale clients' only pursuant to that exemption. This document is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons in Australia.

In New Zealand, any offer is limited to 'wholesale investors' within the meaning of clause 3(2) of Schedule 1 of the Financial Markets Conduct Act 2013 ('FMCA'). This document is not to be treated as an offer, and is not capable of acceptance by, any person in New Zealand who is not a Wholesale Investor.

FOR JERSEY INVESTORS ONLY:

Consent under the Control of Borrowing (Jersey) Order 1958 (the "COBO" Order) has not been obtained for the circulation of this document. Accordingly, the offer that is the subject of this document may only be made in Jersey where the offer is valid in the United Kingdom or Guernsey and is circulated in Jersey only to persons similar to those to whom, and in a manner similar to that in which, it is for the time being circulated in the United Kingdom, or Guernsey, as the case may be. The directors may, but are not obliged to, apply for such consent in the future. The services and/or products discussed herein are only suitable for sophisticated investors who understand the risks involved. Neither Pzena Investment Management, Ltd. nor Pzena Investment Management, LLC nor the activities of any functionary with regard to either Pzena Investment Management, Ltd. or Pzena Investment Management, LLC are subject to the provisions of the Financial Services (Jersey) Law 1998.

FOR SOUTH AFRICA INVESTORS ONLY:

The Pzena Emerging Markets Focused Value Fund, Pzena Emerging Markets Select Value Fund, Pzena Global Focused Value Fund, Pzena Global Value Fund are registered and approved under section 65 of CISA.

This document is for information purposes only and does not constitute or form part of any offer to issue or sell or any solicitation of any offer to subscribe for or purchase any particular investments. Opinions expressed in this document may be changed without notice at any time after publication. We therefore disclaim any liability for any loss, liability, damage (whether direct or consequential) or expense of any nature whatsoever which may be suffered as a result of or which may be attributable directly or indirectly to the use of or reliance upon the information.

Collective Investment Schemes in Securities (CIS) should be considered as medium to long-term investments. The value may go up as well as down and past performance is not necessarily a guide to future performance. CISs are traded at the ruling price and can engage in scrip lending and borrowing. A schedule of fees, charges and maximum commissions is available on request from the Manager. A CIS may be closed to new investors in order for it to be managed more efficiently in accordance with its mandate. There is no guarantee in respect of capital or returns in a portfolio. Representative Office: Prescient Management Company (RF) (Pty) Ltd is registered and approved under the Collective Investment Schemes Control Act (No.45 of 2002). For any additional information such as fund prices, fees, brochures, minimum disclosure documents and application forms please go to www.pzena.com.

© Pzena Investment Management, LLC, 2026. All rights reserved.



320 PARK AVENUE, 8TH FLOOR | NEWYORK, NY 10022 | TEL: (347) 643-0912 | FAX: (212) 308-0010 | WWW.PZENA.COM

© Pzena Investment Management, 2026. All rights reserved.