

Quartalsbericht an Kunden

Zweites Quartal 2026

INHALT

- 2 KOMMENTAR**
Halbleiteraktien waren in diesem Jahr der Haupttreiber der weltweiten Aktienrenditen. Wir untersuchen den Gewinnboom, der hinter diesen Zuwächsen steht, und erklären, warum unser Analyseansatz uns zu einer anderen Schlussfolgerung führt.
- 6 GLOBALER RESEARCH-RÜCKBLICK**
Vor dem Hintergrund eines Ölschocks und einer historischen Rallye bei Halbleiteraktien aus Schwellenländern haben wir unsere Positionen in Energie- und Bankwerten reduziert und Kapital in Lebensversicherer, einen europäischen Luxusautohersteller und den IT-Distributor CDW umgeschichtet.
- 9 ESG-WERTPOTENZIAL ERSCHLIESSEN**
Wir teilen unsere Erkenntnisse aus dem Austausch mit Chief Sustainability Officers (CSOs) in einer Zeit, in der die Gegenreaktion gegen Nachhaltigkeit dazu führt, dass Strategien, die echten Unternehmenswert schaffen, von solchen unterschieden werden, die lediglich auf Show ausgerichtet sind.
- 12 HERVORGEHOBENE POSITION – IT-DIENSTLEISTUNGEN**
Enge Kundenbeziehungen, Fachkompetenz und sich weiterentwickelnde Bereitstellungsmodelle machen Accenture, Cognizant und Globant unserer Ansicht nach eher zu Gewinnern als zu Verlierern des KI-Wandels – und das bei Bewertungen, bei denen es sich unserer Meinung nach für Anleger lohnt, abzuwarten.
- 16 PORTFOLIOSTRATEGIEN**
Die globalen Märkte legten kräftig zu, angetrieben von einer historischen Halbleiter-Rallye in den Schwellenländern, während Small Caps in den USA die Entwicklung anführten. Unsere Portfolios verzeichneten absolute Kursgewinne bei gemischten relativen Ergebnissen: Japan schnitt deutlich besser ab, während unsere Schwellenländer-Portfolios deutlich hinterherhinkten.

An unsere Kundinnen und Kunden

Das zweite Quartal brachte einen weiteren Schock für die Weltwirtschaft: Der Rohölpreis näherte sich der 120-Dollar-Marke pro Barrel, nachdem der Iran-Krieg die Straße von Hormus gesperrt hatte. Die Märkte ließen sich davon jedoch fast vollständig unbeeindruckt, da eine historische Halbleiter-Rallye die Schwellenmärkte zu ihrem stärksten Quartal seit 17 Jahren trug und auch in den Industrieländern wieder Optimismus einkehrte. Hinter den Schlagzeilenzahlen verbarg sich jedoch eine einseitige Rallye. Ein einziger Gewinnfaktor – die KI-getriebene Nachfrage nach Speicher- und Logikchips, die sich auf Korea und Taiwan konzentrierte – war für den Großteil der Gewinne sowohl bei den Schwellenmarkt- als auch bei den Industrieländer-Value-Indizes verantwortlich.

Unsere Portfolios weltweit verzeichneten im Allgemeinen solide Zuwächse, doch die Wertentwicklung im Vergleich zu den breiter gefassten Index-Benchmarks variierte direkt in Abhängigkeit davon, wie sich die halbleiterbezogenen Aktien auf die Indizes auswirkten. Globale Strategien schnitten relativ gesehen am besten ab und profitierten von einem Referenzindex, der weniger stark auf die Halbleiterunternehmen gewichtet war, die die allgemeine Rallye antrieben. Die inländische Wertentwicklung war uneinheitlicher, wobei die Ergebnisse je nach Strategie erheblich variierten. Unsere Schwellenländer- und internationalen Portfolios blieben im Allgemeinen hinter ihren jeweiligen Referenzindizes zurück, da diese Portfolios nicht über das konzentrierte Engagement in den hochfliegenden Aktien verfügten, das die Indizes derzeit aufweisen.

Unser Kommentar beleuchtet den Gewinnboom im Halbleiterbereich selbst und hinterfragt, ob Bruttomargen von über 80 % bei den großen Speicherherstellern nachhaltig sind. Anhand unseres Rahmenwerks für normalisierte Gewinne erläutern wir, warum wir Positionen in diesen Unternehmen aufgebaut haben, als sie 2022 und 2023 tatsächlich günstig waren, warum wir diese Positionen seitdem bei Kursanstiegen reduziert haben und wie dieselbe Disziplin nun Gewinne einbringt und es uns ermöglicht, in andere Bereiche des Portfolios mit attraktiveren Bewertungen umzuschichten.

Unser „Global Research Review“ beschreibt die Portfolioaktivitäten dieses Quartals im Detail: anhaltende Stärke bei globalen Großbanken, opportunistische Käufe bei Lebensversicherern aufgrund von Schwächen im Bereich der privaten Kredite, eine Umschichtung in ausgewählte Luxusautomobilwerte nach einer deutlichen Margenkorrektur in der Branche, eine neue Beteiligung im IT-Vertrieb sowie Reduzierungen bei Energieaktien, die mit den Ölpreisen stark gestiegen waren.

Unsere „Highlighted Holding“ dieses Quartals richtet sich auf die IT-Dienstleister Accenture, Cognizant und Globant, deren Kurs jeweils das 4,5-Fache oder weniger unserer Schätzung des normalen Gewinns beträgt – aufgrund von Befürchtungen, dass KI die Nachfrage nach ihren Dienstleistungen aushöhlen könnte. Wir sind der Ansicht, dass der Markt hier zu weit vorgelaufen ist. Ein wahrscheinlicheres Szenario ist eine echte Anpassungsphase, von der Unternehmen mit echter Größe, Fachwissen und Liefermodellen profitieren, die flexibel genug sind, um sich gemeinsam mit der Technologie weiterzuentwickeln.

„Stewardship Insights“ berichtet über unsere Gespräche mit den Chief Sustainability Officers (CSOs) aus unserem gesamten Portfolio, die sich zunehmend von stakeholderorientierten Narrativen abwenden und sich stattdessen auf eine nüchterne Fokussierung auf die Unternehmensökonomie konzentrieren. Wir stellen drei Erkenntnisse aus diesen Gesprächen vor, die unserer Meinung nach diese Funktion wirklich nützlich machen: Nachhaltigkeit an reale Renditen zu knüpfen, Pragmatismus gegenüber Ideologie zu bevorzugen und den CSO als Quelle der Innovation statt als bloßen Compliance-Beauftragten zu betrachten.

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

Mit freundlichen Grüßen,
Pzena Investment Management

PZENA MARKTKOMMENTAR

Die Gewinne der Halbleiterbranche haben in diesem Jahr die weltweiten Aktienrenditen dominiert. Wir untersuchen die Mechanismen des aktuellen Margenbooms, was die optimistische Sichtweise richtig sieht und warum unser Analyseansatz uns zu anderen Schlussfolgerungen führt.

Die globalen Aktienmärkte haben in diesem Jahr starke Renditen erzielt, doch hinter dem Großteil dieser Gewinne steht eine einzige Kraft. Ein außergewöhnlicher Gewinnboom bei Halbleiteraktien, angeheizt durch Investitionen in künstliche Intelligenz (KI), hat die Renditen sowohl in den Schwellenländern als auch in den Value-Indizes der Industrieländer beflügelt. Zu verstehen, was diese Gewinne antreibt und ob sie nachhaltig sind, ist der Ausgangspunkt unseres Anlageprozesses.

In diesem Beitrag erörtern wir folgende Faktoren:

- Warum der Gewinnboom bei Halbleitern zu einer konzentrierten Wertentwicklung an den globalen Aktienmärkten geführt hat, vom MSCI Emerging Markets (EM)-Index bis zum Russell 1000 Value-Index
- Wie unser Rahmenkonzept für normalisierte Gewinne uns bei der Bewertung von Unternehmen leitet und warum die heutigen Margen bei Speicherchips keine „neue Normalität“ darstellen
- Warum wir in unseren Schwellenmarktportfolios Speicherhalbleiter hielten, als diese günstig waren, und unsere Positionen reduzierten, als ihre Kurse stiegen
- Warum unser Portfolio Ausdruck unseres Prozesses ist, der darauf ausgelegt ist, vor Blasen zu schützen und Wert in Aktien zu finden, die ins Hintertreffen geraten sind

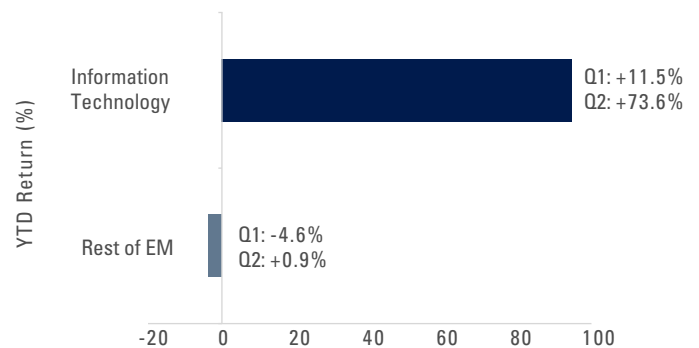
EIN GEWINNBOOM BEI HALBLEITERN

Zwar legten die Schwellenmärkte im ersten Halbjahr um beeindruckende 24 % zu, doch wenn man den Halbleitersektor herausrechnet, ändert sich das Bild völlig. Der Sektor Informationstechnologie – überwiegend Speicher- und Logikchip-Unternehmen mit Sitz in Korea und Taiwan – hat in diesem Jahr rund 103 % der Gesamterendite des MSCI EM-Index ausgemacht (Abbildung 1). Korea und Taiwan trugen zusammen mehr als 113 % zu den Gewinnen der Schwellenländer bei, was bedeutet, dass der Rest der Schwellenländer insgesamt seitwärts tendierte oder Verluste verzeichnete (Abbildung 2).

Dies ist keine breite Marktrallye. Es handelt sich um einen Gewinnboom in einer einzigen Branche, der sich auf zwei Länder konzentriert und sich in Indexgewichtungen widerspiegelt, die auf historisch ungewöhnliche Niveaus angestiegen sind.

Abbildung 1: MSCI EM-Rendite seit Jahresbeginn nach Sektoren bis Juni 2026

IT-Sektor = 103 % der gesamten EM-Rendite (+24 %)

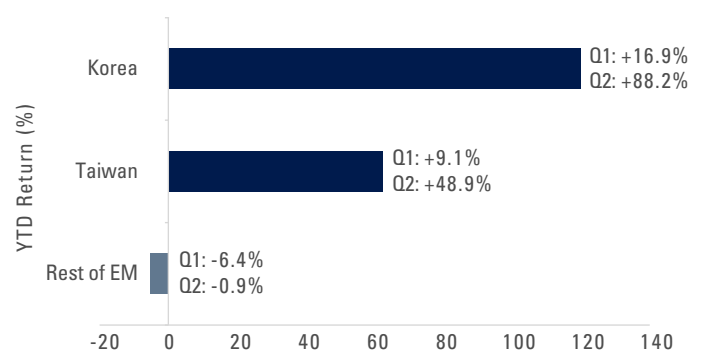


Quelle: FactSet, Analyse von Pzena
Daten in US-Dollar, 31. Dezember 2025 – 30. Juni 2026.
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Renditen zu.

Dies ist kein Phänomen, das ausschließlich auf die Schwellenmärkte beschränkt ist. In den Vereinigten Staaten wurde fast die Hälfte der seit Jahresbeginn erzielten Rendite des Russell 1000 Value Index von Halbleitern getrieben. Der gemeinsame Nenner zwischen den Schwellenländern und den USA ist ein KI-getriebener Anstieg der Halbleitergewinne, der so stark ist, dass er die Renditen dort dominiert, wo Halbleiter einen bedeutenden Anteil am Index ausmachen.

Abbildung 2: MSCI EM seit Jahresbeginn bis Juni 2026

Korea + Taiwan = 113 % der Gesamterendite (Gesamterendite der Schwellenländer: +24 %)



Quelle: FactSet, Pzena-Analyse
Daten in US-Dollar, 31. Dezember 2025 – 30. Juni 2026.

PZENA MARKTKOMMENTAR (FORTS.)

Für aktive Manager, die sich an eine normalisierte Bewertung halten, war dieses Umfeld schwierig. Wenn ein einziger Gewinnfaktor gleichzeitig alle Märkte und Regionen dominiert, ist es mit erheblichen Kosten verbunden, nicht an einem dramatischen Kursanstieg bei Chip-Aktien teilzuhaben. Gerade in Momenten wie diesen kommt der Disziplin eines langfristigen Bewertungsrahmens die größte Bedeutung zu.

WIE WIR ZYKLISCHE UNTERNEHMEN BETRACHTEN

Unser Bewertungsprozess orientiert sich an einer Frage: Was kann dieses Unternehmen auf normalisierter Basis in der Mitte eines Konjunkturzyklus erwirtschaften, und was zahlen wir dafür? Wir definieren normale Gewinne nicht als die Ergebnisse des letzten Quartals oder die Konsensschätzung für das nächste Jahr, sondern als das, was das Unternehmen unserer Ansicht nach im Durchschnitt über einen gesamten Zyklus hinweg aufrechterhalten kann, unter Berücksichtigung der Branchenstruktur, der Wettbewerbsposition und der Entwicklung der zugrunde liegenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Für Rohstoffunternehmen – und Speicherhalbleiter sind Rohstoffunternehmen – liefert dieses Rahmenkonzept eine ganz andere Antwort, als es die aktuellen Gewinne vermuten lassen. Rohstoffbranchen zeichnen sich durch Angebotsreaktionen auf erhöhte Preise, einen Nachfragerückgang bei zu stark steigenden Preisen und eine anhaltende Tendenz aus, dass sich die Margen wieder auf ein Niveau einpendeln, das den Kapitalkosten entspricht. Die historischen Daten stützen kaum die Annahme, dass es diesmal anders sein könnte.

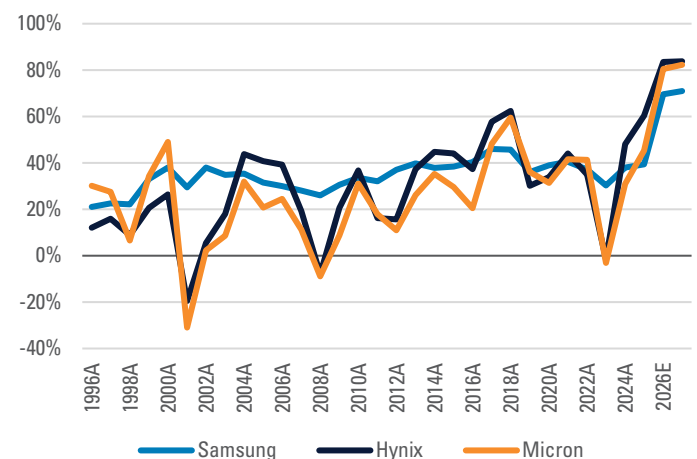
Der Test, den wir anwenden, lautet wie folgt: Wenn Sie dieses Unternehmen zum heutigen Preis als langfristige Anlage halten müssten – also nicht damit handeln, nicht auf den richtigen Zeitpunkt im Zyklus spekulieren, sondern sich bei der aktuellen Bewertung darauf festlegen müssten –, würden Sie es tun? Für ein Rohstoffunternehmen, dessen aktuelle Margen historisch beispiellos sind, lautet die Antwort „nein“. Dies ist keine Prognose darüber, wann sich der Zyklus wenden wird; es ist eine Aussage über das Risiko-Ertrags-Verhältnis beim Kauf von Aktien, während die Gewinne in einem Geschäft ihren Höhepunkt erreichen, dessen Geschichte aus einer Abfolge von Höhen und Tiefen besteht. Wir werden die Kursdynamik verpassen, während der Höchststand weiter steigt, aber wir

vermeiden das Risiko, auf die Kursdynamik zu setzen. Wir glauben, dass dies das richtige Ergebnis unseres Prozesses ist.

DIE MARGENRECHNUNG IM SPEICHERSEKTOR

Der aktuelle Gewinnboom im Speichersektor zeigt, warum die aktuellen Gewinne ein schlechter Indikator für den Wert sein können. Die Bruttomargen befinden sich auf beispiellosem Niveau und erreichen bei SK Hynix und Micron Werte von über 80 %, was deutlich über dem historischen Durchschnittswert der Branche von rund 30 % liegt (Abbildung 3). Unsere Annahme einer normalisierten Marge von etwa 40 % berücksichtigt bereits strukturelle Verbesserungen der Branche, darunter den wachsenden Anteil des höherwertigen High Bandwidth Memory (HBM) – eines lukrativeren Geschäftsbereichs – am Produktmix sowie die Konsolidierung der Branche auf drei dominante westliche Hersteller. Selbst gemessen an dieser großzügigeren Basis sind die aktuellen Margen etwa doppelt so hoch wie das, was wir für nachhaltig halten. Die Herstellungskosten für DRAMs sind kurzfristig weitgehend fixiert; wenn also die Preise steigen, fließt fast der gesamte zusätzliche Umsatz in den Bruttogewinn. Wenn sich die Preise verdreifachen, steigt der Bruttogewinn um das Sechsfache und die Margen verdoppeln sich.

Abbildung 3: Bruttomargen von Samsung/Hynix/Micron



Quelle: Unternehmensberichte, Schätzungen von Capital IQ, Analyse von Pzena
Schätzungen zum 30. Juni 2026.

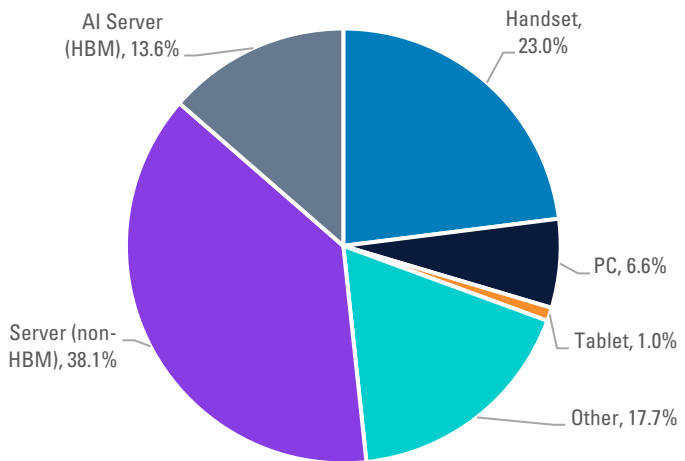
Speicherhersteller weisen heute höhere Bruttomargen aus als NVIDIA und als TSMC. Wir bestreiten nicht, dass das Speichergeschäft strukturell besser dasteht als noch vor einem Jahrzehnt. Die

Branchenkonsolidierung und das Aufkommen von HBM als höherwertiges Produkt sind echte Verbesserungen. Wenn jedoch Hersteller von Standard-Speicherchips Unternehmen mit weitaus stabileren Wettbewerbspositionen bei den Gewinnen übertreffen, ist es berechtigt zu fragen, inwieweit die heutige Rentabilität auf strukturelle Faktoren zurückzuführen ist und inwieweit sie ein Preisumfeld widerspiegelt, das in der Geschichte der Branche beispiellos ist.

Bemerkenswert ist, dass die Nachfrage nach Chips im Laufe der Zeit zwar stetig wächst, das langfristige Wachstum der Stücknachfrage jedoch auf die verbesserte Wirtschaftlichkeit durch niedrigere Chip-Preise zurückzuführen ist. Der Preis pro Bit sinkt im Laufe der Zeit und treibt damit die Nachfrage an. Dieser kontinuierliche Preisrückgang ist als Mooresches Gesetz bekannt. Heute wird das Gewinnwachstum in erster Linie durch steigende Preise für Speicherchips angetrieben. In diesem Sinne unterscheidet sich dies nicht von einem Anstieg der Ölpreise, der Ölk Aktien in die Höhe treibt.

High Bandwidth Memory (HBM) macht nur etwa 14 % der DRAM-Bit-Nachfrage aus, und ein Großteil des Volumens wird im Rahmen langfristiger Verträge zu Preisen aus der Zeit vor dem Boom verkauft. Dies ist der Punkt, der häufig missverstanden wird: Der Margenboom ist nicht darauf zurückzuführen, dass HBM Premiumpreise erzielt. Er ist darauf zurückzuführen, dass die Preise für Standard-DRAM stark gestiegen sind und Standard-DRAM bei den heutigen Preisen tatsächlich höhere Margen erzielt als HBM. Der Grund für die Verknappung von Standard-DRAM liegt darin, dass die HBM-Produktion erhebliche Fertigungskapazitäten gebunden hat, was das Angebot auf breiter Front verknappt. Mehr als 50 % der DRAM-Nachfrage stammt aus preissensiblen Endmärkten, darunter Smartphones und PCs (Abbildung 4). Das derzeitige Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ist das Ergebnis spezifischer Umstände und kein dauerhafter Zustand; die Ertragskraft dieser Unternehmen über einen gesamten Zyklus hinweg wird sich wahrscheinlich deutlich von der heutigen Situation unterscheiden. Ein Rückgang der Bruttomargen von 80 % auf 40 % bedeutet keine Halbierung der Gewinne. Da sich die Preise verdreifacht haben, um diese Margenausweitung zu erzielen, führt die Umkehrung zu einem Gewinnrückgang von mehr als 80 % (Abbildung 5).

Abbildung 4: Prognostizierte DRAM-Nachfrage 2026 nach Endmärkten (Bit-Anteil)



Quelle: Sanford C. Bernstein & Co., UBS, Analyse von Pzena

Das optimistische Szenario hat in letzter Zeit an Konkretheit gewonnen. Große Speicherhersteller haben mehrjährige Lieferverträge mit Rechenzentrumskunden angekündigt, von denen einige mit Vorauszahlungen verbunden sind. Dies hat Optimisten zu der Argumentation veranlasst, dass der Gewinnstrom beständiger sei als in früheren Zyklen und dass Kunden angesichts der finanziellen Verpflichtungen kaum abwandern würden. Wir nehmen diese Entwicklungen ernst. Langfristige Verträge stellen eine bedeutende Veränderung in der Art und Weise dar, wie Speicher verkauft wird, und eine echte preisunelastische Nachfrage seitens Hyperscalern, die in großem Umfang in KI-Infrastruktur investieren, ist real.

Abbildung 5: Veranschaulichende Gewinn- und Verlustrechnung für Speicher*

	Normal	Boom	% Change
DRAM Price	100	300	200%
Gross Profit	40	240	500%
Gross Margin	40%	80%	100%

Quelle: Unternehmensberichte, Schätzungen von Capital IQ, Analyse von Pzena
Schätzungen zum 30. Juni 2026.

*Nur zu Illustrationszwecken. Die Werte sind hypothetisch und stammen nicht aus den Jahresabschlüssen oder Prognosen eines bestimmten Unternehmens. Das „Normal“-Szenario geht von einer Basisbruttomarge von 40 % aus, was dem ungefähren normalisierten Margenbereich entspricht, der bei den großen DRAM-Herstellern (Samsung, SK Hynix, Micron) im vergangenen Jahrzehnt beobachtet wurde, wie aus Unternehmensberichten hervorgeht und von Capital IQ zusammengestellt wurde. Das „Boom“-Szenario geht von einem hypothetischen DRAM-Preisanstieg aus, um den der Speicherherstellung innewohnenden operativen Hebeleffekt zu veranschaulichen: Da ein großer Teil der Produktionskosten fix ist, schlägt sich ein bestimmter prozentualer Preisanstieg überproportional auf den Bruttogewinn und die Bruttomarge nieder – eine Dynamik, die in beide Richtungen wirkt. Dieses Beispiel soll diese Hebelwirkung veranschaulichen und stellt weder eine Preisprognose noch die Ergebnisse eines bestimmten Unternehmens noch eine Erwartung für einen bestimmten Zyklus dar.

PZENA MARKTKOMMENTAR (FORTS.)

Allerdings decken diese Verträge nur einen geringen Teil des Gesamtvolumens ab, sodass der Großteil des Umsatzes weiterhin auf Spot-Basis abgewickelt wird. Die in den Verträgen festgelegten Mindestpreise liegen weiterhin deutlich über den Tiefstständen früherer Zyklen, was bedeutet, dass Kunden bei einem schweren Abschwung nach wie vor einen erheblichen Anreiz haben, von den Verträgen zurückzutreten. Selbst wenn sie die Verträge während eines Abschwungs einhalten, könnte dies lediglich dazu führen, dass die Nachfrage vorgezogen wird, was nach Ablauf der Verträge zu einem schwächeren Nachfrageumfeld führen würde. Langfristige Verträge verändern den Verlauf des Zyklus; wir sind jedoch nicht davon überzeugt, dass sie ihn vollständig beseitigen.

WAS WIR HATTEN UND WARUM WIR VERKAUFT HABEN

Während des Abschwungs in den Jahren 2022 und 2023 fielen Speicher- und Halbleiteraktien in das günstigste Quintil unseres Anlageuniversums. Wir kauften Samsung, TSMC und mehrere andere halbleiterbezogene Unternehmen, als sie gemessen an ihrem Gewinnpotenzial in der Mitte des Zyklus tatsächlich günstig waren, und profitierten von ihrer Erholung. Wir kauften, als sie günstig waren, und verkauften, als sie es nicht mehr waren.

Wir halten weiterhin ausgewählte Unternehmen, bei denen der Gewinnanstieg eher durch Stückzahlwachstum und einen hochwertigeren, weniger rohstoffabhängigen Produktmix als durch den Preisanstieg selbst getrieben wurde. Um die stärker rohstoffabhängigen Unternehmen zu den aktuellen Kursen zu halten, muss man an eine längere Phase von Boom-Gewinnen glauben. Das mag sich für eine gewisse Zeit als richtig erweisen, doch die Bewertungen bieten kaum Unterstützung nach unten, sollte der Boom enden, und wir glauben nicht, dass sich der zyklische Charakter des zugrunde liegenden Geschäfts geändert hat.

UNSER PORTFOLIO ALS AUSDRUCK DES PROZESSES

Die gleiche Disziplin, die uns 2022 dazu veranlasste, Halbleiteraktien zu kaufen und diese bei Kursanstiegen zu reduzieren, kommt heute auch im restlichen Portfolio zum Tragen. Wir suchen nach Unternehmen, die starke Cashflows generieren, im Verhältnis zu normalisierten Gewinnen wirklich günstig sind und keine historisch anomalen Bedingungen benötigen, um ihre Bewertungen zu rechtfertigen.

In den vergangenen sechs Monaten blieb der gleichgewichtete MSCI EM-Index um fast 18 % hinter dem kapitalgewichteten Index zurück – dies ist die größte Differenz in der 34-jährigen Geschichte der Datenreihe. Diese Streuung spiegelt wider, wie stark die Indexentwicklung von einer Handvoll Unternehmen getrieben wurde und nicht von einer breiten fundamentalen Verbesserung. Sie spiegelt auch die Chancen wider, die sich anderswo ergeben. In den Schwellenländern finden wir überzeugende Wertchancen in Konsumunternehmen – sowohl im Bereich der zyklischen als auch der nichtzyklischen Konsumgüter –, wo sich die Bewertungen aufgrund der Kapitalrotation hin zum KI-Trend verengt haben und die zugrunde liegenden Fundamentaldaten intakt bleiben. In den Industrieländern halten wir unsere bisher höchste Allokation im Gesundheitswesen – einem Sektor, in dem es uns in der Vergangenheit schwerfiel, Unternehmen zum richtigen Preis zu finden, in dem wir nun aber hochwertige, stabile Unternehmen zu Bewertungen entdecken, die wir als attraktiv erachten. Dabei handelt es sich nicht um thematische Spekulationen. Sie sind das Ergebnis desselben konsequent angewandten Prozesses zur Ermittlung normalisierter Gewinne, bei dem Wert an den Stellen gefunden wird, die von der Konzentration übersehen wurden. Phasen extremer Konzentration haben sich in der Vergangenheit stets zugunsten einer disziplinierten Bewertungspolitik aufgelöst, und wir sind der Ansicht, dass das Portfolio entsprechend positioniert ist.

FAZIT

Der KI-Gewinnboom hat die Renditen an den Aktienmärkten auf historisch ungewöhnliche Weise konzentriert, und diese Konzentration ist in globalen Benchmarks sichtbar. Unser Prozess hat uns dazu veranlasst, Speicherhalbleiter zu erwerben, als sie günstig waren, und sie deutlich vor dem Höhepunkt des Zyklus wieder abzubauen. Da unsere Verkaufsdisziplin uns dazu veranlasst, Positionen aufzugeben, sobald sie über die normale Ertragskraft hinausgehen, ist es unwahrscheinlich, dass wir den gesamten Aufschwung eines Rohstoffzyklus mitnehmen. Wir gehen daher davon aus, dass wir uns wieder in dieser Position befinden werden, und wir glauben, dass dies das richtige Ergebnis ist. Das Ziel ist nicht, jeden Zyklus auszuschöpfen. Das Ziel ist es, gute Unternehmen zu Preisen zu halten, bei denen der Zyklus nicht ewig andauern muss.

GLOBALER RECHERCHEÜBERBLICK

Trotz geopolitischer Turbulenzen und einer von Halbleitern angeführten Marktrallye konnten wir Gewinne bei energieexponierten Positionen und Banken realisieren, während wir aufgrund von Befürchtungen hinsichtlich privater Kredite unsere Bestände an Lebensversicherern aufstockten sowie in einen legendären deutschen Automobilhersteller und einen sich still und leise wandelnden IT-Vertriebsriesen investierten.

Die Weltwirtschaft sah sich im zweiten Quartal einem weiteren großen Risiko gegenüber: einem durchschnittlichen Rohölpreis von fast 100 US-Dollar pro Barrel. Die Märkte nahmen dies jedoch weitgehend gelassen hin, da eine epische Halbleiter-Rallye den Schwellenländern die beste Quartalsperformance seit 17 Jahren bescherte. Im Berichtszeitraum bauten wir mehrere Positionen ab, die positiv vom Anstieg der Energiepreise profitierten, während wir weiterhin Gewinne im Finanzsektor realisierten und mehrere vielversprechende Chancen bei Versicherern, einem Luxusautohersteller und einem marktbeherrschenden IT-Distributor ausbauten.

Globale Bewertungen: Mittelwerte des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV)

Stand: 30. Juni 2026

	Cheapest Quintile P/N ¹	Universe Median P/N ²
Global	8.0	15.0
U.S.	7.5	13.8
European	8.0	13.0
Japan	8.9	15.0
Emerging Markets	8.6	19.9

Quelle: Pzena-Analyse

1. Das „günstigste Quintil“ umfasst die günstigsten 20 % der Aktien, basierend auf Pzenas Schätzungen ihrer Kurs-Normalgewinn-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 größte weltweit; ~1.000 größte in den USA; ~750 größte in Europa; ~750 größte in Japan; ~1.500 größte in Schwellenländern.

GLOBALE BANKEN ÜBERZEUGEN WEITERHIN

Globale Großbanken haben sich seit dem Höchststand der Leitzinsen im Jahr 2024 außergewöhnlich gut entwickelt; die vorherrschende dreijährige, dreistellige kumulierte Rendite dieser Gruppe wurde nur von einer Handvoll KI-bezogener Branchen übertroffen. Die Aktien der US-Megabank Citigroup erreichten Höchststände seit der globalen Finanzkrise, getragen von stetig steigenden Renditen auf das materielle Eigenkapital, gestützt durch eine bemerkenswerte Kostenkontrolle – ein historischer Belastungsfaktor für die Aktie – und ein beeindruckendes Umsatzwachstum. Das Management hat die überschüssige Kapitalposition der Bank abgebaut und

gleichzeitig die Renditen für die Aktionäre gesteigert; wir haben unsere Position angesichts der Stärke der Aktie reduziert, da diese bei über dem 1,4-fachen des materiellen Buchwerts notierte, dem höchsten Stand seit 2008.

Wir haben zudem Gewinne beim diversifizierten Schweizer Großkonzern UBS mitgenommen, dessen Aktien von einer starken Kapitalmarktaktivität und ermutigenden Nachrichten über potenziell weniger strenge Schweizer Kapitalvorschriften profitierten. Die ungarische OTP Bank war ein weiterer Outperformer, den wir aufgrund des robusten Kreditwachstums, der Ausweitung der Nettozinsmarge und der günstigen Kreditkosten reduziert haben, wobei die Aktie durch die Wahl der Tisza-Partei zur Regierung Auftrieb erhielt. Schließlich haben wir Anteile an HSBC verkauft, deren Kurs sich seit dem Tag der Befreiung verdoppelt hat – angetrieben durch eine Erholung des Kreditwachstums, eine starke Dynamik im weitverzweigten Vermögensverwaltungsgeschäft des Unternehmens und die solide Umsetzung seines Kosteneinsparungsprogramms.

LEBENSVERSICHERER: NEUE KONTROVERSE, BEKANNT E CHANCE

Nachdem US-Lebensversicherungsaktien im Jahr 2023 hinter der Marktentwicklung zurückgeblieben waren, verzeichneten sie 2024 eine kräftige Erholung. Die Bedenken hinsichtlich des Engagements der Branche in gewerblichen Immobilieninvestitionen erwiesen sich als übertrieben, während die Verkäufe von Rentenversicherungen vor dem Hintergrund des höheren Zinsumfelds sprunghaft anstiegen. Anfang 2026 flammten die Ängste der Anleger erneut auf, diesmal aufgrund einer anderen (aber unserer Meinung nach ähnlich missverstandenen) Kontroverse: dem Engagement im Bereich privater Kredite.

Als sich die Bedenken hinsichtlich privater Kredite ausbreiteten, kam es bei zwei unserer Positionen, Corebridge Financial und Equitable Holdings, trotz sehr unterschiedlicher Geschäftsmodelle zu einem

abgestimmten Ausverkauf im Einklang mit den Managern alternativer Anlagen. Kurz darauf, Ende März, gaben die beiden Unternehmen überraschend eine Fusionsvereinbarung bekannt; die Transaktion wurde vom Markt zunächst positiv aufgenommen, trat jedoch angesichts anhaltender Befürchtungen im Zusammenhang mit privaten Krediten sowie allgemeinerer makroökonomischer und geopolitischer Bedenken schnell in den Hintergrund. Da beide Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis im mittleren einstelligen Bereich gehandelt wurden, begannen wir, unsere Positionen aufzustocken.

Wir halten die geplante Fusion angesichts der sich ergänzenden Geschäftsmodelle der beiden Unternehmen und der zunehmenden Bedeutung eines skalierten Vertriebs in der Rentenversicherungsbranche für strategisch sinnvoll. Was die Engagements im Bereich privater Kredite betrifft, so macht die direkte Kreditvergabe im Mittelstand – das spezifische Teilsegment, das Bedenken hervorruft – etwa 1 % bzw. weniger als 1 % der gesamten Anlageportfolios von Corebridge und Equitable aus. Selbst wenn die jüngsten, viel beachteten Ausfälle einen größeren Kreditzyklus auf dem Markt für Privatkredite ankündigen sollten – was wir für relativ unwahrscheinlich halten –, würden wir daher dennoch davon ausgehen, dass die Auswirkungen auf die Kapitalausstattung der einzelnen Unternehmen überschaubar sind, insbesondere unter Berücksichtigung der bestehenden Kapitalpuffer.

EIN WECHSEL IM LUXUSAUTOMARKT

Die Porsche AG, die sich 2022 von Volkswagen abgespalten hat, erzielte im Jahrzehnt vor 2025 eine beneidenswerte durchschnittliche EBIT-Marge von 17 %¹. Im vergangenen Jahr sank dieser Wert praktisch auf null, was auf einen starken Einbruch des China-Geschäfts aufgrund einheimischer Konkurrenz in Verbindung mit einer selbstverschuldeten Lücke im Produktzyklus zurückzuführen war. Da sich die Margen von Porsche in den letzten rund zwei

Jahren verschlechterten, brach der Aktienkurs wenig überraschend ein und fiel vom Höchststand im Mai 2023 bis zum ersten Quartal 2026 um fast 70 %.

Als Porsche in das unterste Bewertungsquintil abrutschte, überarbeiteten wir unsere These zu dem Unternehmen, an dem wir zuvor indirekt über unsere Beteiligung an Volkswagen beteiligt waren. Wir begannen, eine Position aufzubauen, als die Aktie bei etwa dem 9-Fachen unserer normalen Gewinnschätzung notierte. Der Kauf wurde durch unsere Bestände am deutschen Konkurrenten Mercedes-Benz finanziert, der trotz einer makellosen Bilanz und einer soliden Kapitalrendite unserer Ansicht nach anfälliger für den chinesischen Wettbewerb ist und einen weniger greifbaren Weg zur Erholung der Gewinne aufweist als Porsche.

Wir gehen davon aus, dass sich die Absatzzahlen von Porsche deutlich verbessern dürften, da der Automobilhersteller seine Modellpalette mit Verbrennungsmotoren (ICE) erneuert, während das China-Engagement – das nun 15 % der Auslieferungen ausmacht, gegenüber 33 % im Jahr 2022 – erheblich entschärft wurde, wobei die Kapitalinvestitionen voraussichtlich in diesem Jahr ihren Höhepunkt erreichen werden. Gleichzeitig ist der neue Vorstandsvorsitzende von Porsche bestrebt, die Kostenstruktur des Unternehmens zu rationalisieren, was unserer Meinung nach sowohl notwendig als auch erreichbar ist, da die „niedrig hängenden Früchte“ (vor allem im Personalbereich) vom Management bereits identifiziert und quantifiziert wurden. Am entscheidendsten ist vielleicht, dass nach unseren Analysen der Weltklasse-Markenwert von Porsche unbeeinträchtigt bleibt, was dem Luxusautohersteller in den kommenden Jahren eine volumengetriebene Ertragserholung ermöglicht.

EINE UNTERSCHÄTZTE TRANSFORMATION

Wir haben eine Position im marktführenden IT-Distributor CDW Corp. aufgebaut, und zwar zu etwa dem 7-fachen unseres geschätzten normalen Gewinns des Unternehmens. CDW, das sich in der

¹ Ergebnis vor Zinsen und Steuern

Vergangenheit auf den Hardware-Vertrieb konzentriert hat, vollzieht derzeit den Wandel zu einem Full-Stack-Lösungsanbieter mit einem höheren Anteil an Software und Dienstleistungen, um Unternehmen bei der Bewältigung komplexer IT-Projekte wie Cloud-Migration und Cybersicherheit zu unterstützen. Die für diesen Wandel erforderlichen Investitionen haben die Vertriebs- und Verwaltungskosten des Unternehmens in die Höhe getrieben, was trotz eines soliden Umsatzwachstums zu einem Margenrückgang führte, den Aktienkurs unter Druck setzte und eine überzeugende Wertchance bot.

CDW ist der einzige Branchenakteur mit der erforderlichen Größe, um in vertikales Fachwissen und Lösungen zu investieren, was wir als langfristigen Wettbewerbsvorteil für das Unternehmen betrachten. Zudem sehen wir KI als potenziellen Rückenwind für CDW, da jede Zunahme der Komplexität der IT-Umgebung den Wert der CDW-Lösungen für die Kunden steigert. Unsere Anlagethese geht von einer Stabilisierung der Margen aus, bei einem moderaten Umsatzwachstum, das nicht von KI abhängt. Mit der Reifung der Lösungs- und Dienstleistungs-offensive von CDW erwarten wir, dass das Unternehmen wieder einen positiven operativen Hebel generieren wird – dessen Fehlen bislang ein wesentlicher Gegenwind für die Aktie war.

VERKAUF IM ZUGE DES ENERGIE-PREISANSTIEGS

Der Ausbruch des Iran-Kriegs und die anschließende Sperrung der Straße von Hormus Ende Februar führten zu einem sprunghaften Anstieg der Öl- und Flüssigerdgaspreise (LNG). Es überraschte nicht, dass die Aktien von Upstream-Energieproduzenten zulegten, und wir reduzierten mehrere unserer Positionen bei Kursanstiegen, darunter die norwegische Equinor, die brasilianische Petrobras und die britische Shell. Der US-Chemiekonzern Dow, Inc. zeigte sich ähnlich stark, da die günstige Rohstoffkostenposition des Unternehmens zu einem erheblichen Gewinnanstieg führte, als die Spreads zwischen Öl und Gas stark anstiegen, und wir verkauften die Aktie bei Kursanstieg.

FAZIT

Während die makroökonomische und geopolitische Unsicherheit weiterhin hoch ist, verzeichneten eine Handvoll großer Unternehmen, die mit dem Ausbau der KI-Infrastruktur verbunden sind und davon profitieren, außergewöhnliche Kursgewinne und stützten damit gleichzeitig die globalen Indizes. Unter der Oberfläche bleibt die Volatilität einzelner Aktien jedoch hoch, was es uns ermöglicht, selektiv Gewinne mitzunehmen und dieses Kapital in Unternehmen umzuschichten, die unserer Ansicht nach ein überzeugendes risikobereinigtes Renditepotenzial bieten.

ESG-WERTPOTENZIAL ERSCHLIESSEN

Gespräche mit Chief Sustainability Officers (CSOs) ergänzen unseren kontinuierlichen Dialog mit der Geschäftsleitung der Unternehmen, in die wir investieren. Die derzeitige Gegenreaktion gegen das Thema Nachhaltigkeit erweist sich als unerwartet nützlich, da sie Strategien, die dauerhaften Unternehmenswert schaffen, von solchen unterscheidet, die eher auf Show ausgerichtet sind. Im Folgenden erläutern wir, warum diese Gespräche gerade jetzt wichtig sind und was sie uns über die langfristige Schaffung von Shareholder Value verraten können.

EINLEITUNG

Als Bottom-up-Fundamental-Investoren, die zugleich aktive Eigentümer sind, verbringen wir viel Zeit damit, mit dem Management der Unternehmen in unseren Portfolios zu sprechen. In der Regel finden diese Gespräche mit dem CEO und/oder dem CFO statt und decken ein breites Spektrum finanziell relevanter Themen ab, mit denen das Unternehmen konfrontiert ist. Die Erörterung von Nachhaltigkeitsthemen ist ein fester Bestandteil dieser laufenden Gespräche, sofern diese Themen wesentlich sind und angemessen in die Unternehmensstrategie eingebettet sind.

Nachhaltigkeitsverpflichtungen stehen unter erheblichem Druck, und die anhaltende Gegenreaktion trennt Strategien, die dauerhaften Unternehmenswert schaffen, von solchen, die eher auf Show ausgerichtet sind. Der Chief Sustainability Officer (CSO) steht oft im Mittelpunkt dieser Unterscheidung. Als Ergänzung zu unseren anderen Gesprächen kann der Austausch mit dem CSO (oder einer vergleichbaren Position) uns helfen, besser zu verstehen, wie Nachhaltigkeit konkret zum langfristigen Unternehmenswert beiträgt und welche internen Herausforderungen oder Zielkonflikte dabei bestehen. Dies vertieft unser Verständnis für diesen Teilbereich der Anlagefragen.

WAS BESCHÄFTIGT DEN CSO HEUTE?

Was wir von CSOs aus verschiedenen Branchen hören, ist einheitlich: Die Funktion durchläuft derzeit eine bedeutende und wohl notwendige strategische Neuausrichtung. Das bedeutet eine Verlagerung weg von der Fokussierung auf ein breites Spektrum an Stakeholder-Werten hin zu der Frage, wie Nachhaltigkeit den Unternehmenswert direkt steigern kann. Dies erfordert intellektuelle Ehrlichkeit hinsichtlich der Kompromisse, die mit dem Streben nach Nachhaltigkeit häufig einhergehen, anstatt auf die allzu vereinfachte „Win-Win“-Erzählung zurückzugreifen, die fälschlicherweise davon ausgeht, dass die „nachhaltigste“ unternehmerische Entscheidung auch die profitabelste ist. Wenn Lösungen für schwierige geschäftliche Probleme gefunden werden sollen, müssen Führungskräfte zunächst einmal zugeben, dass Herausforderungen bestehen.

Wir sehen es als ermutigend an, dass in immer mehr Gesprächen CSOs konkret auf einige dieser Herausforderungen eingehen. Ganz oben auf der branchenübergreifenden Liste scheint der hartnäckige „Öko-Aufschlag“ zu stehen: Nachhaltige Produkte oder Dienstleistungen kosten in der Regel mehr als ihre nicht-nachhaltigen Pendanten, und Kunden sind nicht unbedingt bereit, die höheren Preise zu zahlen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Leistung nachhaltiger Produkte und Dienstleistungen mindestens gleichwertig oder besser sein muss, um die Verbrauchernachfrage anzukurbeln. Nachhaltigkeitsmerkmale allein reichen nicht aus, damit Kunden den „grünen Aufpreis“ zahlen.

Der Wunsch, nachhaltigere Produkte oder Dienstleistungen zu entwickeln, besteht nach wie vor, unter anderem weil gesetzliche Vorschriften dies fördern oder vorschreiben können. Auch die geschäftlichen Chancen können real sein. Daten von PwC¹ deuten darauf hin, dass nachhaltige Produkte das Potenzial haben, durch eine Kombination aus Preisaufschlägen, Absatzsteigerungen und neuen Einnahmequellen ein Umsatzwachstum von 6–25 % zu erzielen. Die Frage ist, wie man dorthin gelangt. Einige CSOs prüfen derzeit, ob eine Neudefinition von Nachhaltigkeitsmerkmalen als Indikator für Qualität oder Innovation die Verbrauchernachfrage besser ankurbeln kann, anstatt die Nachhaltigkeitsmerkmale selbst in den Vordergrund zu stellen.

CSOs sind sich zudem bewusst, dass Nachhaltigkeit nur dann zu einem Geschäftsmotor werden kann, wenn sie stark datengestützt ist und dazu beiträgt, das Unternehmen darauf auszurichten, sich auf Hotspots in der Wertschöpfungskette zu konzentrieren, die Nachhaltigkeitsrisiken oder -chancen bergen, anstatt dem „dekarbonisierten Türklinken“ hinterherzujagen, wie es ein CSO in einem unserer Gespräche treffend formulierte. Es ist unerlässlich, den Fokus wieder nach innen zu richten – auf das, was direkt mit der Geschäftsstrategie verbunden ist und unter der Kontrolle des Unternehmens steht. CSOs erkennen die wichtige Rolle an, die standardisierte Offenlegungsrahmen gespielt haben, ebenso wie wir

1. Quelle: PWC ['Third Annual State of Decarbonization Report'](#)

als Investoren; im Laufe der Zeit hatte die externe Ausrichtung jedoch die unbeabsichtigte Folge, dass die unternehmensspezifische Wesentlichkeit in den Hintergrund geriet. Eine teilweise Rückbesinnung auf den internen Fokus dürfte Unternehmen dabei helfen, im Laufe der Zeit mehr Wert aus der Nachhaltigkeit zu schöpfen.

UNSERE INVESTORENPERSPEKTIVE

Wir sind der Ansicht, dass die Befolgung dieser drei Grundsätze die CSO-Funktion von unschätzbarem Wert machen könnte.

Nachhaltigkeit im wahrsten Sinne des Wortes

Wir betrachten die Neuausrichtung der Nachhaltigkeitsfunktion als eine dringend notwendige Entwicklung. Wir haben stets darauf geachtet, dass Nachhaltigkeitsinitiativen auf wirtschaftlichen Grundlagen beruhen, wie beispielsweise Projekte oder Produkte, die das operative Risiko senken, den Umsatz steigern oder Kosteneinsparungen generieren. Vor einigen Jahren beobachteten wir bei einigen Führungsteams die Versuchung, Projekte zu verfolgen, die von externen Stakeholdern vorangetrieben wurden, anstatt solche, die Synergien mit dem bestehenden Geschäft hatten.

So schlug beispielsweise der japanische Energie- und Bergbaukonzern ENEOS im Jahr 2020 plötzlich vor, 85 % seines frei verfügbaren Cashflows für neue strategische Investitionen auszugeben, darunter einen erheblichen Betrag für kohlenstoffarme Technologien und Dienstleistungen. Wir waren besorgt über die Höhe der Investition, das Fehlen von Synergien mit dem Kerngeschäft und die bisherige Bilanz des Managements bei Investitionen in Projekte, die nur schwache Kapitalrenditen erzielten. Wir traten mit der Unternehmensleitung in Dialog, um stattdessen gezielte, renditestarke Investitionen in saubere Technologien zu befürworten, die das vorhandene operative Know-how besser nutzen. Nach unserer Erfahrung führt es in der Regel zu negativen Folgen – nicht nur für die Aktionäre, sondern für alle Stakeholder –, wenn ein Unternehmen zu weit vom Streben nach langfristigen und nachhaltigen Renditen für die Aktionäre abweicht.

Pragmatismus statt Ideologie

Die Chance für den CSO besteht darin, sich ganz gezielt auf die Beantwortung der Frage zu konzentrieren: „Was kann Nachhaltigkeit für das Unternehmen leisten?“, sei es aus Risiko- oder aus Wertschöpfungssicht. Da der Agrarsektor physischen Klimarisiken ausgesetzt ist, sind sich CSOs in der Regel sehr bewusst, welche Rolle Nachhaltigkeit für die Widerstandsfähigkeit der Lieferkette spielen kann. Wir haben kürzlich in den globalen Schokoladenhersteller Barry Callebaut investiert, nachdem wir dessen Agroforstwirtschaft-Initiativen einer Due-Diligence-Prüfung unterzogen hatten. Erfolgreiche Agroforstwirtschaft stärkt die Widerstandsfähigkeit der Lieferkette, indem sie die natürliche Umwelt schützt und zusätzliche Einnahmequellen für Kleinbauern schafft, was dazu beiträgt, den Zugang zu Kakaobohnen zu sichern, von denen das Unternehmen abhängt.

Das CSO sollte sich nicht scheuen, eine Strategieänderung zu empfehlen oder seine Stimme zu erheben, wenn ein bestimmter Branchenstandard nicht mehr zweckmäßig ist. So haben wir beispielsweise kürzlich einen Dialog mit Dow, einem globalen Chemieunternehmen, geführt und waren erfreut zu hören, dass das Unternehmen sich dafür einsetzt, dass die „Science Based Targets“-Initiative (SBTi) einen realistischeren Standard für die Branche entwickelt. Dow hat sich geweigert, ein SBTi-konformes Ziel festzulegen, bis seine Bedenken ausgeräumt sind – was unserer Meinung nach die Langlebigkeit des Unternehmens zu Recht über kurzfristige Reputationsgewinne stellt. Das soll nicht heißen, dass wir SBTi-konforme Ziele ablehnen, aber Ambitionen sollten nicht als Strategie präsentiert werden, und die damit verbundenen Ziele sollten nicht im Widerspruch zu den betrieblichen Realitäten des Unternehmens stehen.

Katalysator für Innovation

Der CSO kann als Katalysator für Innovation fungieren und somit als Partner des CEO/CFO bei der Lösung einiger der schwierigsten Herausforderungen des Unternehmens dienen. So erfordert beispielsweise der Ausbau von Rechenzentren einen enormen Strombedarf, der allein durch die bestehende Netzkapazität und veraltete Technologien nicht gedeckt

werden kann. In Gesprächen mit Führungskräften aus den Bereichen Nachhaltigkeit, Energie und Technologie verglichen diese die aktuelle Situation mit dem „Walöl-Moment“. Als Walöl Mitte des 19. Jahrhunderts kritisch knapp wurde, lag die Lösung nicht in einer effizienteren Gewinnung, sondern in Kerosin – einer völlig neuen Technologie, die aufkam und die zugrunde liegende Einschränkung irrelevant machte. Der Vorschlag lautete, dass einige der heute schwierigsten Nachhaltigkeitsherausforderungen auf dieselbe Weise gelöst werden könnten, nämlich durch disruptive Innovation.

Der CSO ist möglicherweise besser positioniert als der CEO oder CFO, um Ideen für längerfristige Projekte zu recherchieren und vorzulegen, die das Potenzial für attraktive Kapitalrenditen bieten. Im Falle von Engpässen bei der Netzkapazität könnte dies strategische und gezielte Investitionen in aufkommende Lösungen im Bereich sauberer Technologien beinhalten, wie beispielsweise kleine modulare Reaktoren (SMRs) oder Geothermie der nächsten Generation. Ein Gespräch mit einem CSO, der auf dieser Ebene denkt, kann uns als Investoren einen Eindruck davon vermitteln, auf welche Technologien ein Unternehmen langfristig setzt – Erkenntnisse, die in anderen Diskussionen nicht immer zum Vorschein kommen.

FAZIT

Die CSOs, die diese Funktion nachhaltig etablieren, sind diejenigen, die sie fest in der Betriebswirtschaft verankern, offen über Kompromisse sprechen und externen Druck ignorieren, wenn dieser keinen geschäftlichen Mehrwert bringt. Diese Ausrichtung ist es, die Nachhaltigkeit von einem Kostenfaktor des Geschäftsbetriebs zu einem Treiber langfristigen Werts macht. Der direkte Austausch mit Nachhaltigkeitsteams wird zunehmend zu einem Mittel, um zu beurteilen, welche Unternehmen auf der richtigen Seite dieser Unterscheidung stehen – von der kurzfristigen Disziplin bei der Kapitalallokation bis hin zu längerfristigen Wetten auf Technologie und die Widerstandsfähigkeit der Lieferkette. Wir werden diese Gespräche als Ergänzung zu unserem laufenden Dialog mit den Führungsteams weiter ausbauen.

POSITION IM FOKUS: IT-DIENSTLEISTUNGEN

Accenture, Cognizant und Globant, drei führende IT-Dienstleister, werden zu niedrigen Bewertungen gehandelt, da Befürchtungen, dass KI die Nachfrage nach ausgelagerten Technologiedienstleistungen untergraben könnte, ihre normale Ertragskraft überschatten. .

KI hat die Bewertungen in weiten Teilen des Technologiesektors in die Höhe getrieben, doch IT-Dienstleister wurden als strukturelle Verlierer behandelt. Die Branche hat aufgrund von Befürchtungen, dass KI die Nachfrage nach Technologie-Dienstleistungen von Drittanbietern durch Preisdruck und Disintermediation untergraben könnte, einen Kursrückgang erlebt, was zu einer starken Verringerung der erwarteten Gewinnmultiplikatoren geführt hat. Wir stellen drei Positionen in den Mittelpunkt dieser Debatte: Accenture, Cognizant und Globant (Abbildung 1). Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 4,5 oder weniger unserer Schätzung des normalen Gewinns werden diese Unternehmen so bewertet, als befänden sie sich in einem unaufhaltsamen Niedergang. Wir glauben, dass sie sich anpassen und zu Wegbereitern der KI-Einführung werden können, statt deren Opfer zu sein.

Abbildung 1: Bewertungen sind aufgrund von Befürchtungen vor einer KI-Disruption eingebrochen

Data as of June 30, 2026

Company	5-Year Median Forward P/E	Current Forward P/E	Discount vs. Median	Price / Normalized EPS
Accenture	24.3x	8.7x	-64%	4.5x
Cognizant	15.2x	6.7x	-56%	4.1x
Globant	29.6x	4.6x	-85%	3.0x

Quelle: Capital IQ, Analyse von Pzena
Das erwartete KGV basiert auf dem Konsens-Gewinn je Aktie der nächsten zwölf Monate (NTM). Der normalisierte Gewinn je Aktie spiegelt die Schätzungen von Pzena wider.

DIE IT-DIENSTLEISTUNGSBRANCHE

Einfach ausgedrückt handelt es sich bei IT-Dienstleistungen um ausgelagerte Technologieaufgaben. Unternehmen beauftragen Firmen wie Accenture, Cognizant und Globant, wenn Projekte außerhalb ihres Kerngeschäfts liegen oder die Kapazitäten der internen IT-Teams übersteigen. In der Praxis bedeutet dies oft zunächst Technologieberatung, gefolgt vom Aufbau oder der

Integration von Systemen und deren Verwaltung nach der Inbetriebnahme. Zu den Aufgaben können die Verlagerung von Anwendungen in die Cloud, die Datensicherheit, die Modernisierung von Altsystemen, die Softwarewartung oder der Betrieb von Geschäftsprozessen wie der Bearbeitung von Versicherungsansprüchen oder der Kundenbetreuung gehören.

Die Branche erlebte Ende der 1990er und Anfang der 2000er Jahre einen Aufschwung, als Y2K-Projekte und die Einführung großer Unternehmenssoftwarepakete Unternehmen dazu veranlassten, Technologieaufgaben in großem Umfang auszulagern. Die Offshore-Bereitstellung, insbesondere in Indien, machte große Projekte kostengünstiger und erleichterte die Personalbesetzung, während spätere Wellen der Cloud-Migration, Cybersicherheit, des digitalen Handels, der Datenmodernisierung und in jüngerer Zeit der KI neue Nachfragebereiche schufen. Die Branche macht mittlerweile rund 30 % der weltweiten Technologieausgaben aus.

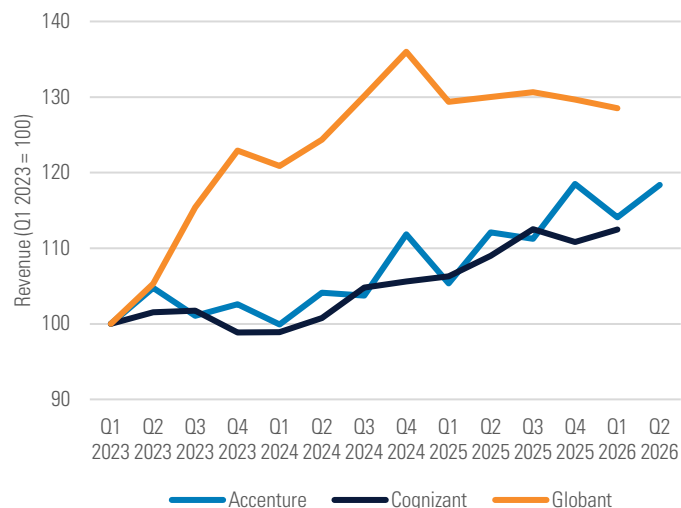
SCHRUMPFT DER UMSATZPOOL DURCH KI?

Der jüngste Ausverkauf von IT-Dienstleistungsaktien spiegelt die Befürchtung wider, dass KI eine Branche unter Druck setzen wird, die seit langem die Arbeitszeit ihrer Mitarbeiter in Rechnung stellt. Wenn ein Projekt, für das früher zehn Ingenieure benötigt wurden, nun von sieben bewältigt werden kann, wird der Kunde erwarten, weniger zu zahlen, was zu geringeren Umsätzen pro Vertrag führt. Dies zeigt sich bereits bei Vertragsverlängerungen, bei denen die jährlichen Preissenkungen, die früher bei 3 % bis 4 % lagen, nun eher bei 6 % bis 7 % liegen. Es gibt zwei Ausgleichsfaktoren. Der erste ist eine Änderung bei der Preisgestaltung von Verträgen. Wenn ein Anbieter nach Stunden abrechnet, fließt jeder Effizienzgewinn direkt an den Kunden in Form von weniger in Rechnung gestellten Stunden. Da die Arbeit zunehmend KI-gestützt wird, schließen Anbieter

POSITION IM FOKUS: IT-DIENSTLEISTUNGEN (FORTS.)

stattdessen Festpreis- und ergebnisorientierte Verträge ab, bei denen der Kunde für ein Ergebnis statt für Stunden bezahlt. Ein Dienstleister, der dieses Ergebnis zu geringeren Kosten liefert, behält einen Teil der Einsparungen ein. Der zweite Ausgleichsfaktor besteht darin, dass kostengünstigere Arbeit mehr Arbeit bedeutet, wie die Branche bereits in früheren deflationären Phasen – von der Offshore-Auslagerung bis hin zur Cloud – unter Beweis gestellt hat. Große Unternehmen haben nach wie vor einen großen Auftragsrückstand, da sie veraltete Systeme modernisieren und sich auf KI vorbereiten. Wenn die Kosten sinken, verbessert sich die Kapitalrendite (ROI) der Projekte, wodurch ein größerer Teil dieses Auftragsrückstands lohnenswert wird und das Volumen den Preisausgleich ermöglicht. Im Einklang mit dieser Sichtweise hat sich das Wachstum bei unseren drei Beteiligungen verlangsamt, doch die Umsätze haben sich trotz starker Rückgänge bei den Preisen pro Vertrag weitgehend gehalten (Abbildung 2).

Abbildung 2: Verlangsamtes Wachstum, aber kein Einbruch
Quartalsumsatz, indiziert auf das 1. Quartal 2023



Quelle: Unternehmensberichte, Analyse von Pzena
Zu konstanten Wechselkursen, wie ausgewiesen. Die Geschäftsquartale von Accenture wurden den Kalenderquartalen zugeordnet.

ERSETZT KI DIE BRANCHE?

Die zweite Befürchtung ist, dass KI die Branche disintermediert und technologische Aufgaben gänzlich aus den IT-Dienstleistungsunternehmen verlagert. Dies könnte auf drei Arten geschehen. Kunden könnten mehr Aufgaben intern abwickeln und damit den langjährigen

Trend zum Outsourcing umkehren. Softwareanbieter und Forschungslabore könnten sich in Richtung der Implementierung bewegen. KI-native Start-ups könnten zu glaubwürdigeren Wettbewerbern werden, da KI den Vorteil des Einsatzes Tausender kostengünstiger Ingenieure schmälert.

Einiges davon wird eintreten, insbesondere bei routinemäßigen, klar definierten Aufgaben, doch jede dieser Bedrohungen stößt an Grenzen. Die meisten Unternehmen wollen die Transformation von Nicht-Kerntechnologien nach wie vor nicht selbst bewältigen, und KI macht diese Arbeit komplexer, nicht einfacher. Softwareanbieter und Forschungslabore bieten zwar möglicherweise mehr Unterstützung bei der Implementierung an, doch die Umstellung auf die Cloud hat gezeigt, dass Plattformen nach wie vor unabhängige Partner benötigen, um Technologien in unübersichtlichen Unternehmensumgebungen zu integrieren, anzupassen und zu verwalten. KI-native Start-ups können zwar schnell agieren, doch ihnen fehlen die etablierten Beziehungen, das Vertrauen und der geschäftliche Kontext, die erforderlich sind, um komplexe Aufträge von großen Unternehmen zu gewinnen.

Das bedeutet nicht, dass jedes IT-Dienstleistungsunternehmen erfolgreich sein wird. Am stärksten gefährdet sind jene Unternehmen, die lediglich billige Ingenieurskapazitäten vermieten. Die Gewinner werden diejenigen Unternehmen sein, die fundiertes technisches Fachwissen mit vertrauensvollen Kundenbeziehungen und echtem Verständnis für die Geschäftsabläufe des Kunden verbinden. Jeder Wandel schafft neue Gewinner und Verlierer, und die Aufgabe besteht darin, zu erkennen, welche Unternehmen mit größerer Wahrscheinlichkeit die Nase vorn haben werden. Wir glauben, dass Accenture, Cognizant und Globant dies jeweils auf unterschiedliche Weise unter Beweis stellen.

ACCENTURE

Accenture ist das weltweit größte IT-Dienstleistungsunternehmen. Da es sich überdurchschnittlich stark auf beratungsorientierte Transformationsprojekte konzentriert, bei denen Geschäftsexpertise mit technischem Know-how kombiniert wird, ist Accenture mit am Tisch, wenn Kunden die Richtung vorgeben. Diese Position

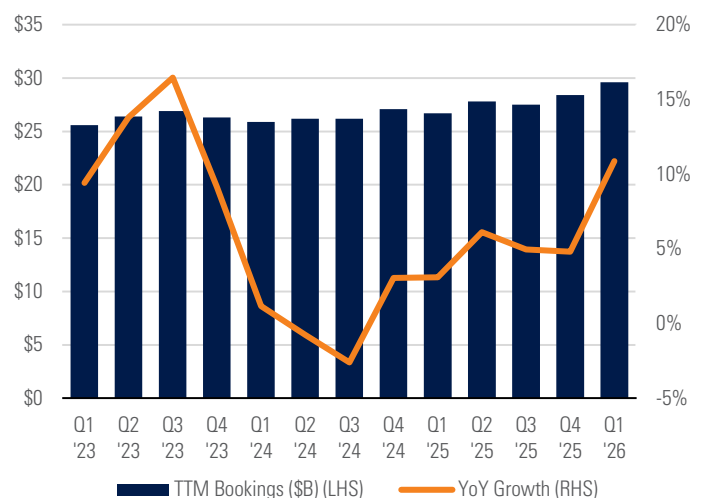
bringt einen Aufschlag mit sich, der sich in einem Umsatz pro Mitarbeiter von rund 90.000 US-Dollar widerspiegelt – fast doppelt so viel wie bei den größten Outsourcing-Unternehmen Indiens. Der Mix enthält zudem nur einen geringen Anteil an der standardisierten Anwendungsentwicklung, die von der KI als Erstes automatisiert wird. Der Aktienkurs hat sich im vergangenen Jahr halbiert, aufgrund von Befürchtungen, dass das organische Wachstum beeinträchtigt sei – Befürchtungen, die durch eine Senkung der Prognose im Juni und verstärkte Ausgaben für Übernahmen noch verstärkt wurden. Viele Unternehmen befinden sich jedoch noch in den frühen Phasen der unternehmensweiten Einführung von KI. Kunden fragen Accenture zwar, wie sie mit KI umgehen sollen, verschieben aber die darauf folgenden Großprojekte, da die Ausgaben für KI selbst den Rest des Technologiebudgets verdrängen. Diese Arbeit wird lediglich aufgeschoben, nicht gestrichen, und wir glauben, dass Accenture gut positioniert ist, um sie für sich zu gewinnen, sobald diese Programme anlaufen. In der Zwischenzeit erhalten Anleger jährlich rund 12 % der Marktkapitalisierung in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen.

COGNIZANT

Cognizant ist dem „Bear Case“ stärker ausgesetzt als Accenture, da ein größerer Teil seines Umsatzes mit Dienstleistungen und Betriebsabläufen verbunden ist, bei denen KI den menschlichen Aufwand reduzieren kann. Allerdings stammen rund 60 % seines Umsatzes aus dem Gesundheitswesen und dem Finanzdienstleistungssektor, wo Schadenabwicklung, Zahlungsverkehr und Risikosysteme nicht versagen dürfen. Dies sind keine Branchen, in denen Kunden einfach einen Arbeitsablauf an ein KI-Tool übergeben und hoffen können, dass es funktioniert. Cognizant ist fest in diesen Branchen verankert: Seine firmeneigene TriZetto-Plattform verarbeitet rund zwei Drittel der Leistungsanträge im US-Gesundheitswesen. Cognizant hat zudem sein Preismodell aggressiv weiterentwickelt: Festpreis- und ergebnisorientierte Verträge machten in diesem Jahr erstmals mehr als

50 % des Umsatzes aus, wobei das Unternehmen das Risiko von Kostenüberschreitungen in Kauf nimmt, um im Gegenzug einen Anteil an der durch KI geschaffenen Produktivität zu erhalten. Die Nachfrage hält an: Die Auftragseingänge der letzten 12 Monate stiegen im Vergleich zum Vorjahr um 11 %, da neue Aufträge den Preistrückgang bei den einzelnen Verträgen überkompensieren (Abbildung 3).

Abbildung 3: Cognizant-Auftragseingänge wachsen weiter



Quelle: Unternehmensberichte, Pzena-Analyse

GLOBANT

Globant ist das kleinste der drei Unternehmen und das am stärksten digital ausgerichtete. Das in Argentinien gegründete und größtenteils in Lateinamerika besetzte Unternehmen entwickelt die kundenorientierte Seite der Technologie – also Streaming-Apps, Spiele und Fintech-Erlebnisse für Kunden wie Disney und Google – und nicht Legacy-Systeme oder Backoffice-Prozesse. Seine Expertise liegt in der Verbindung von Design talent und Technik, und Design stellt für KI derzeit noch eine Herausforderung dar. Die Entscheidung, wie ein Produkt aussehen soll und wie Menschen damit interagieren werden – verfeinert durch iterativen Austausch mit dem Kunden –, ist wertvoll; Verbraucher zahlen für Neuartigkeit, während KI-Modelle sich auf das Vertraute konzentrieren. Die

technische Entwicklung wird zunehmend KI-gestützt sein, und Globant passt seine Vertriebsstrategie entsprechend an. Abonnement-Teams, sogenannte „AI Pods“, bringen Ingenieure und KI-Agenten zusammen – ein früher Versuch, den Umsatz von den abrechenbaren Stunden zu entkoppeln. Der Umsatz pro Mitarbeiter liegt bei rund 85.000 US-Dollar, kann sich mit dem von Accenture messen und ist seit 2022 jedes Jahr gestiegen.

FAZIT

KI wird den Arbeitsaufwand bei vielen Projekten reduzieren, was Druck auf die Preise ausübt und IT-Dienstleister zur Anpassung zwingt. Deshalb sind Accenture, Cognizant und Globant günstig bewertet – alle drei weisen zweistellige Free-Cashflow-Renditen auf, obwohl sie 90 % oder mehr ihrer Gewinne in Bargeld umwandeln. Zwar erwarten wir einen schwierigen Übergang, doch ihre konservativen Bilanzen verschaffen ihnen Zeit, diesen zu bewältigen: Accenture und Cognizant verfügen über Netto-Barmittel, während Globant kaum Schulden hat. Bei den aktuellen Bewertungen werden Anleger für das Risiko entschädigt, dass sich der Übergang als mühsam erweisen könnte, während die Möglichkeit, dass diese Unternehmen weiterhin eine zentrale Rolle bei der Einführung von KI in Unternehmen spielen, kaum berücksichtigt wird.

Anlagestrategien von Pzena

	UNGEFÄHRE ZAHL DER POSITIONEN	ANLAGEUNIVERSUM	TYPISCHE KUNDENBENCHMARKS	AUFLEGUNG DER STRATEGIE	SEITE.
GLOBALE/NICHT-US-AKTIENSTRATEGIEN					
Global Value	60 - 95	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI World ¹	1/2010	17
Global Focused Value	40 - 60	2.000 größte Unternehmen weltweit	MSCI ACWI	1/2004	18
International Value	60 - 80	1.500 Größte Nicht-US-Unternehmen	MSCI EAFE ¹	11/2008	19
International Focused Value	30 - 50	1.500 größte Nicht-US-Unternehmen	MSCI ACWI ex USA	1/2004	20
International Small Cap Focused Value	40 - 70	MSCI World ex USA Small Cap	MSCI World ex USA Small Cap	10/2016	21
Emerging Markets Focused Value	40 - 80	1.500 größte Unternehmen in nicht entwickelten Märkten	MSCI Emerging Markets	1/2008	22
European Focused Value	40 - 50	750 größte europäische Unternehmen	MSCI Europe	8/2008	23
Japan Focused Value	25 - 40	750 größte japanische Unternehmen	TOPIX	7/2015	24
US-AKTIENSTRATEGIEN					
Large Cap Value	50 - 80	500 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value [®]	7/2012	25
Large Cap Focused Value	30 - 40	500 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value [®]	10/2000	26
Focused Value	30 - 40	1.000 größte US-Unternehmen	Russell 1000 Value [®]	1/1996	27
Mid Cap Focused Value	30 - 40	1.000 US-Unternehmen (Rang 201 – 1200)	Russell Mid Cap Value [®]	9/1998	28
Small Cap Focused Value	40 - 50	2.000 US-Unternehmen (Rang 1001 – 3000)	Russell 2000 Value [®]	1/1996	29
KREDITSTRATEGIE					
Focused Credit Opportunities	30-60 ²	Hochverzinsliche Anleihen und Leveraged Loans	N/A	7/2022	30

Alle unsere Strategien folgen dem gleichen Value-Anlageprozess und der gleichen Anlagestrategie. Der Hauptunterschied liegt im jeweiligen Anlageuniversum.

1. Auch in den Versionen MSCI ACWI und MSCI ACWI ex-USA verfügba

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

PORTFOLIO-STRATEGIEN

PZENA GLOBAL VALUE

Die globalen Aktienmärkte verzeichneten im Quartal eine Rallye, die von anhaltendem Optimismus hinsichtlich des weltweiten Ausbaus von KI-Rechenzentren getragen wurde. Unser Portfolio blieb aufgrund unserer Untergewichtung im Bereich Informationstechnologie leicht hinter seiner breiten Marktbenchmark zurück.

Die Sektoren Rohstoffe und Energie waren die größten Negativfaktoren, und der Chemiekonzern Dow gab parallel zu den Ölpreisen nach. Sowohl Cognizant als auch Accenture entwickelten sich schwach aufgrund von Befürchtungen, dass KI ihre jeweiligen Geschäftsfelder schrumpfen lassen könnte; wir sind jedoch der Ansicht, dass der Markt die Bedeutung ihrer Dienstleistungen und die Verankerung ihrer Arbeit in großen Unternehmen falsch einschätzt.

Obwohl der Informationstechnologiesektor mit Abstand der größte relative Negativfaktor des Portfolios war, leistete er auf absoluter Basis den größten Beitrag, angeführt vom finnischen Telekommunikationsausrüster Nokia und dem japanischen Hersteller von Elektronikkomponenten und Batterien TDK Corp., die beide vom Ausbau der KI profitierten. Auch der Gesundheitssektor legte zu, angeführt vom größten Einzelbeitragszahler der Strategie, dem reinen Medicare-Advantage-Versicherer Humana.

Wir haben eine Position in Workday aufgebaut, einem führenden Anbieter von ERP-Software (Enterprise Resource Planning), der Personal- und Finanzmanagement in eine cloudnative Plattform integriert. Wir sind der Ansicht, dass die geschäftskritische Bedeutung der Angebote von Workday, die sich in den außergewöhnlich hohen Kundenbindungsraten widerspiegelt, vom Markt unterschätzt wird. Außerdem haben wir SAP ins Portfolio aufgenommen, einen weiteren führenden ERP-Anbieter, bei dem die laufende Migration seines großen Bestands an On-Premise-Kunden in die Cloud zu einem erheblichen Umsatzanstieg pro Kunde führt, während die tief verwurzelte Präsenz des Unternehmens in wesentlichen Unternehmensabläufen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil darstellt. Schließlich haben wir FUJIFILM Holdings gekauft, einen japanischen

Mischkonzern mit einem diversifizierten Portfolio, das sich über mehrere unterschiedliche Endmärkte erstreckt. Wir erwarten eine deutliche Verbesserung des Cashflows, angetrieben durch die Normalisierung der Auslastung in den Bio-CDMO-Anlagen des Unternehmens.

Zudem haben wir unsere Positionen in Corebridge, Publicis, Dollar General und Cognizant aufgestockt und bei Nokia weiterhin Gewinne mitgenommen, während wir uns bei Roche Holdings, ArcelorMittal und Barclays – allesamt bei starker Kursentwicklung – aus den Positionen zurückgezogen haben. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/10
Pzena Global Value Composite - Gross	12.5%	10.7%	23.4%	16.9%	11.0%	12.1%	9.9%
Pzena Global Value Composite - Net	12.3%	10.4%	22.7%	16.3%	10.4%	11.5%	9.3%
MSCI World Index	13.8%	9.7%	21.3%	19.2%	11.5%	13.1%	11.0%
MSCI World Value Index	9.2%	10.5%	20.8%	16.9%	10.5%	10.2%	8.7%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

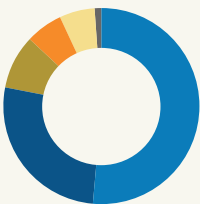
Humana	3.9%
Baxter Intl	3.1%
Taiwan Semiconductor Mfg.	2.9%
BASF	2.5%
CVS Health	2.4%
Magna International	2.4%
Daimler Truck Holding	2.4%
Cognizant Tech A	2.3%
Corebridge Financial	2.3%
Daikin Industries	2.3%
Total	26.5%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	8.6x	15x *
KGV (Prognose über 1 Jahr)	11.6x	20.4x
KBV	1.6x	4.1x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$25.3	\$27.8
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$142.8	\$940.2
Aktiver Anteil	95.8%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.9%	15.1%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	63	1,283

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

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
North America	52%	76%
Europe ex-U.K.	27%	12%
Emerging Markets	9%	0%
United Kingdom	6%	3%
Japan	6%	6%
Dev. Asia ex-Japan	1%	1%
Australia/New Zealand	0%	2%

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	2%	8%
Consumer Discretionary	11%	9%
Consumer Staples	9%	5%
Energy	3%	4%
Financials	20%	16%
Health Care	17%	9%
Industrials	9%	12%
Information Technology	21%	30%
Materials	6%	3%
Real Estate	1%	2%
Utilities	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 legten im Quartal zu, angetrieben vom anhaltenden Optimismus hinsichtlich des weltweiten Ausbaus von KI-Rechenzentren. Unser Portfolio blieb hinter seiner breiten Marktbenchmark zurück, da sowohl Value- als auch Wachstumsindizes durch eine zunehmende Konzentration der Wertentwicklung geprägt waren.

Energie und Rohstoffe waren die einzigen Sektoren, die die Wertentwicklung belasteten, wobei Cognizant Technology Solutions, Amdocs und Dow Inc. die größten Negativfaktoren darstellten. Der Chemiekonzern Dow gab parallel zu den Ölpreisen nach, während sowohl Cognizant als auch Amdocs aufgrund von Befürchtungen schwächelten, dass KI ihre jeweiligen Geschäftsfelder schrumpfen lassen könnte. In beiden Fällen sind wir der Ansicht, dass der Markt die Bedeutung ihrer Dienstleistungen und die Verankerung ihrer Arbeit in großen Unternehmen falsch einschätzt.

Die größten Leistungsträger des Portfolios stammten alle aus dem Gesundheitswesen, wo die seit Langem bestehende Chance nun erste Früchte trägt. Humana, CVS Health und Baxter International leisteten jeweils einen erheblichen Beitrag sowohl zur absoluten als auch zur relativen Wertentwicklung, da der Markt begann, die Wahrscheinlichkeit eines längerfristigen Gewinnwachstums einzupreisen.

Wir haben eine Position in Publicis Groupe aufgebaut, einem weltweit führenden Unternehmen, das Firmen dabei unterstützt, die Bekanntheit ihrer Produkte zu steigern und die Daten zu gewinnen, die sie benötigen, um besser mit Kunden in Kontakt zu treten. Ein weiterer Neuzugang im Portfolio ist Accenture, ebenfalls ein weltweit führendes Unternehmen, das Firmen beim Übergang zur digitalen Wirtschaft unterstützt. Unserer Ansicht nach verfügen diese beiden unterschiedlichen Unternehmen über hervorragende Aussichten und langfristige Verträge mit großen Konzernen auf der ganzen Welt; ihre Aktien sind jedoch aufgrund von Befürchtungen unter Druck geraten – die wir für stark übertrieben halten –, dass Unternehmen KI nutzen könnten, um ihre Dienstleistungen zu verdrängen.

Wir haben unseren Ausstieg aus Samsung Electronics im Quartal angesichts des

kometenhaften Kursanstiegs der Aktie abgeschlossen; wir sind der Ansicht, dass sie auf einem Niveau gehandelt wird, das durch ihre langfristige Ertragskraft nicht gestützt wird. Wir haben unsere Position in TDK, einem japanischen Hersteller von Komponenten für Speicherlaufwerke, reduziert und

Nokia angesichts der Kursstärke, die durch den Optimismus hinsichtlich des Wachstums der KI-getriebenen Nachfrage nach seinen Netzwerkprodukten getrieben wurde, weiter verkauft. Außerdem haben wir unsere Position in ArcelorMittal aufgrund der Kursstärke verkauft. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/04
Pzena Global Focused Value Composite - Gross	10.3%	7.9%	19.5%	15.9%	10.3%	11.9%	7.4%
Pzena Global Focused Value Composite - Net	10.1%	7.5%	18.6%	15.1%	9.5%	11.1%	6.6%
MSCI All Country World Index	14.9%	11.2%	23.7%	19.7%	11.0%	12.8%	8.9%
MSCI All Country World Value Index	10.6%	11.9%	23.1%	17.5%	10.4%	10.1%	7.5%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Humana	4.5%
Baxter Intl	3.5%
CVS Health	3.3%
Daimler Truck Holding	3.1%
Magna International	3.0%
Dollar General	2.9%
Bristol-Myers Squibb	2.7%
Daikin Industries	2.7%
BASF SE	2.6%
Fresenius Medical Care	2.5%
Total	30.8%

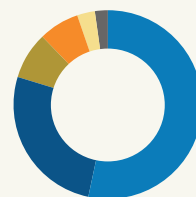
PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	7.6x	15x *
KGW (Prognose über 1 Jahr)	11.2x	19x
KBV	1.4x	3.9x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$21.5	\$17.5
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$55.9	\$893.6
Aktiver Anteil	97.2%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	17.3%	14.9%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	49	2,461

Quelle: MSCI ACWI Index, Analyse von Pzena

* Median des globalen Universums;

¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG


	Strategie	Index
North America	53%	67%
Europe ex-U.K.	26%	11%
Emerging Markets	8%	12%
United Kingdom	7%	3%
Japan	3%	5%
Dev. Asia ex-Japan	2%	1%
Australia/New Zealand	0%	1%

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	2%	8%
Consumer Discretionary	13%	9%
Consumer Staples	12%	5%
Energy	3%	4%
Financials	24%	16%
Health Care	19%	8%
Industrials	10%	11%
Information Technology	7%	32%
Materials	6%	4%
Real Estate	2%	2%
Utilities	1%	3%

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

PZENA INTERNATIONAL VALUE

Internationale Aktien aus den Industrieländern legten im zweiten Quartal zu, gestützt durch robuste Unternehmensgewinne und eine sich verbessernde makroökonomische Stimmung. Unser Portfolio erzielte eine zweistellige Rendite, die weitgehend mit der des breiten Markt-Benchmarks übereinstimmte.

Die Sektoren Informationstechnologie und Finanzwerte führten die Kursgewinne des Portfolios an, und die drei größten Einzelbeiträge stammten jeweils von japanischen Unternehmen, die von KI-bezogenen Investitionen profitierten. Der Hersteller von mehrschichtigen Keramik Kondensatoren (MLCC), Murata, legte zu, nachdem das Unternehmen starke Quartalsergebnisse gemeldet und seine Prognose für das KI-bezogene Volumenwachstum angehoben hatte. Der Elektronikkomponentenhersteller TDK Corp. verzeichnete ebenfalls Kursgewinne und profitierte dabei vom strukturellen Nachfragewachstum in seinen Geschäftsbereichen für passive Komponenten und Festplatten-Leseköpfe. Der Präzisionskomponentenhersteller MinebeaMitsumi rundete die Liste der Top-Beitragszahler ab, da sich die Produktion von Kugellagern für Server in den letzten Jahren um ein Vielfaches erhöht hat, da agentische KI-Workloads einen sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach traditioneller CPU-basierter Serverinfrastruktur bewirkten.

Der Energiesektor war der einzige Sektor, der das Portfolio nennenswert belastete, da die nachlassenden Spannungen im Nahen Osten zu einem Rückgang der Ölpreise führten; Das norwegische Energieunternehmen Equinor und der britische Ölkonzern Shell verzeichneten infolgedessen Kursverluste. Auch der globale IT-Dienstleister Accenture belastete das Portfolio, nachdem das Management seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr gesenkt und die Ausgaben für Akquisitionen erhöht hatte.

Wir haben eine Position in FUJIFILM Holdings aufgebaut, einem japanischen Mischkonzern mit einem diversifizierten Portfolio, das sich über mehrere Endmärkte erstreckt. Wir erwarten eine deutliche Verbesserung des freien Cashflows, da sich die Auslastung in den kürzlich erweiterten Bio-CDMO-Anlagen normalisiert. Außerdem haben wir SAP gekauft, einen führenden Anbieter von Enterprise-Resource-Planning-Lösungen (ERP), bei dem die laufende Migration seiner bestehenden On-Premise-Kunden in die Cloud für einen erheblichen Umsatzanstieg sorgt, während die starke Verankerung des Unternehmens in geschäftskritischen Unternehmensabläufen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil bietet. Schließlich

haben wir die Oversea-Chinese Banking Corporation gekauft, ein singapurisches Kreditinstitut, das in einem strukturell attraktiven Oligopol tätig ist und über steigende Gebühreneinnahmen sowie ein wachsendes Vermögensverwaltungsgeschäft verfügt.

Wir haben unsere Positionen in Murata und dem finnischen Telekommunikationsausrüster Nokia aufgrund ihrer relativen Stärke reduziert und uns aus dem deutschen Automobilhersteller Mercedes-Benz zurückgezogen, um Kapital in Chancen mit überzeugenderen Renditeprofilen umzuschichten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 11/1/08
Pzena International Value Composite - Gross	11.3%	11.4%	28.2%	19.7%	12.1%	11.9%	10.8%
Pzena International Value Composite - Net	11.2%	11.1%	27.5%	19.1%	11.5%	11.3%	10.2%
MSCI EAFE Index	10.8%	9.4%	20.2%	16.4%	9.0%	9.7%	8.3%
MSCI EAFE Value Index	7.5%	9.6%	27.0%	21.5%	13.1%	10.4%	8.2%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Daikin Industries	2.8%
Michelin	2.8%
ING Groep	2.7%
Daimler Truck Holding	2.6%
Publicis Groupe	2.6%
Reckitt Benckiser Group	2.5%
BASF SE	2.5%
HSBC Holdings	2.5%
Bank of Ireland Group	2.4%
Rexel SA	2.3%
Total	25.7%

PORTFOLIOMERKMALE

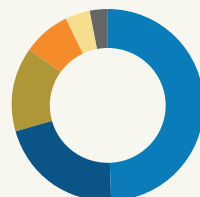
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	9.3x	15.3x *
KGW (Prognose über 1 Jahr)	12x	16.1x
KBV	1.5x	2.3x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$29.6	\$20.1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$78.1	\$129.2
Aktiver Anteil	86.6%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.3%	15.4%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	63	673

Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena

* Median des EAFE-Universums;

¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europe ex-U.K.	49%	51%
Japan	21%	24%
United Kingdom	14%	14%
Emerging Markets	8%	0%
North America	4%	0%
Dev. Asia ex-Japan	3%	3%
Australia/New Zealand	0%	7%
Dev. Africa/Middle East	0%	1%

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

SEKTORGewICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	3%	4%
Consumer Discretionary	15%	8%
Consumer Staples	10%	7%
Energy	4%	3%
Financials	24%	25%
Health Care	14%	10%
Industrials	14%	19%
Information Technology	9%	12%
Materials	6%	6%
Real Estate	1%	2%
Utilities	2%	4%

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

PZENA INTERNATIONAL FOCUSED VALUE

Internationale Aktien legten im zweiten Quartal kräftig zu, angeführt von einer starken Rallye bei Chip-Aktien, und unser Portfolio blieb hinter seiner breiten Marktbenchmark zurück.

Der Energiesektor war der einzige Sektor im Portfolio, der nennenswerte Verluste verursachte, da die nachlassenden Spannungen im Nahen Osten zu einer Umkehr der Ölpreise führten; das norwegische Energieunternehmen Equinor und der britische Ölkonzern Shell verzeichneten infolgedessen Kursrückgänge. Auch der globale IT-Dienstleister Accenture wirkte sich negativ aus, nachdem das Management seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr gesenkt und die Ausgaben für Akquisitionen erhöht hatte.

Die Sektoren Informationstechnologie und Industrie führten die Kursgewinne des Portfolios an, und die drei größten Einzelbeiträge kamen jeweils von japanischen Unternehmen, die von KI-bezogenen Investitionen profitierten. Der Elektronikkomponentenhersteller TDK Corp. verzeichnete Kursgewinne und profitierte dabei vom strukturellen Nachfragewachstum in seinen Geschäftsbereichen für passive Komponenten und Festplatten-Leseköpfe. Auch der Präzisionskomponentenhersteller MinebeaMitsumi legte zu, da sich die Produktion von Kugellagern für Server in den letzten Jahren um ein Vielfaches erhöht hat, weil agentische KI-Workloads einen sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach traditioneller CPU-basierter Serverinfrastruktur bewirkten. Der Hersteller von mehrschichtigen Keramikcondensatoren (MLCC) Murata rundete die Liste der Top-Beitragszahler ab, nachdem das Unternehmen starke Quartalsergebnisse gemeldet und seine Prognose für das KI-bezogene Volumenwachstum angehoben hatte.

Wir haben eine Position in SAP aufgebaut, einem führenden Anbieter von Enterprise-Resource-Planning-Lösungen (ERP), wo die anhaltende Migration seiner bestehenden On-Premise-Kunden in die Cloud für einen erheblichen Umsatzanstieg sorgt, während die tief verwurzelte Stellung des Unternehmens in geschäftskritischen Unternehmensabläufen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil bietet. Eine weitere neue Position, FUJIFILM Holdings, ist ein japanischer Mischkonzern mit einem diversifizierten Portfolio, das sich über mehrere Endmärkte erstreckt. Wir erwarten eine deutliche Verbesserung des freien Cashflows, da sich die Auslastung in den Bio-CDMO-Anlagen normalisiert. Außerdem

haben wir den italienischen Premium-Reifenhersteller Pirelli gekauft, der gut positioniert ist, um vom strukturellen Wachstum bei Hochleistungsreifen zu profitieren, und bei dem der erwartete Ausstieg seines größten Aktionärs die Bewertung gedämpft hat.

Wir haben unsere Position in Murata aufgrund der starken Kursentwicklung reduziert und uns aus dem Stahlhersteller ArcelorMittal sowie dem Baustoffhändler Travis Perkins zurückgezogen, um Kapital in Chancen mit überzeugenderen langfristigen Renditeprofilen umzuschichten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/04
Pzena International Focused Value Composite - Gross	8.4%	8.8%	25.0%	20.4%	12.2%	12.6%	8.3%
Pzena International Focused Value Composite - Net	8.2%	8.4%	24.1%	19.6%	11.3%	11.7%	7.3%
MSCI ACWI ex USA Index	14.5%	13.7%	27.7%	18.8%	8.8%	9.9%	7.2%
MSCI ACWI ex USA Value Index	12.2%	14.5%	33.2%	22.4%	12.4%	10.5%	7.2%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

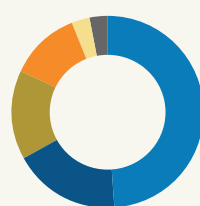
Publicis Groupe	3.3%
Daikin Industries	2.9%
Michelin	2.7%
BASFSE	2.7%
Reckitt Benckiser Group	2.6%
Daimler Truck Holding	2.6%
Bayer	2.6%
Ambev	2.5%
Shell	2.4%
Magna International	2.4%
Total	26.7%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.5x	15.3x
KG (Prognose über 1 Jahr)	11.1x	14.8x
KBV	1.4x	2.4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$23.1	\$13.9
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$64.1	\$269.8
Aktiver Anteil	93.0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.7%	15.4%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	48	1,934

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

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europe ex-U.K.	49%	30%
Emerging Markets	18%	33%
Japan	15%	14%
United Kingdom	12%	8%
North America	3%	8%
Dev. Asia ex-Japan	3%	2%
Australia/New Zealand	0%	4%
Dev. Africa/Middle East	0%	1%

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	3%	4%
Consumer Discretionary	14%	7%
Consumer Staples	13%	5%
Energy	4%	4%
Financials	22%	24%
Health Care	13%	7%
Industrials	14%	14%
Information Technology	8%	23%
Materials	6%	6%
Real Estate	2%	1%
Utilities	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

Internationale Small-Cap-Aktien legten im Quartalsverlauf zu, gestützt durch nachlassende makroökonomische Unsicherheiten und robuste Gewinne. Wachstumswerte übertrafen Value-Werte, unterstützt durch die Begeisterung rund um KI und die Nachfrage im Halbleiterbereich. Unser Portfolio entwickelte sich in etwa im Einklang mit seiner breit angelegten Marktbenchmark, übertraf jedoch seine Value-Benchmark.

Der Rohstoffsektor leistete den größten Beitrag, angetrieben von zwei japanischen Spezialproduzenten, die von der steigenden Nachfrage nach Halbleitern profitierten. Der Spezialchemiehersteller Kanto Denka Kogyo legte nach einem starken Quartal und der Prognose zu, dass sich das Betriebsergebnis im nächsten Jahr aufgrund der Nachfrage nach Spezialgasen für Speicherchips fast verdoppeln werde. Der Graphit- und Rußhersteller Tokai Carbon legte zu, nachdem er die Ergebnisse des ersten Quartals übertroffen hatte, unterstützt durch sein Engagement im Siliziumkarbid-Bereich. Der Lebensmittelzusatzstoffhersteller Tate & Lyle leistete einen der größten Beiträge, nachdem Ingredion ein empfohlenes Barangebot mit einem Aufschlag von rund 60 % bestätigt hatte, was wir als angemessenen Preis für die Aktionäre ansehen.

Die Sektoren Gesundheitswesen und Versorger waren die größten Negativfaktoren. Der australische Agrarhändler Elders gab nach, da die Gemeinkosten höher als erwartet ausfielen und sich die Synergieeffekte aus der Übernahme von Delta verzögerten. Der japanische Generikahersteller Sawai verlor aufgrund eines schwachen Quartals an Wert, belastet durch einen langsamer als erwarteten Kapazitätsausbau und Margendruck. Der britische Wasserversorger Pennon Group notierte schwächer, nachdem das Unternehmen eine Prognose unterhalb des Konsens abgegeben hatte; dabei belasteten Herausforderungen im Zusammenhang mit Umweltverschmutzung die Stimmung vor dem Hintergrund politischer Unsicherheiten rund um die Umstrukturierung von Thames Water.

Wir haben bei Kursrückgängen unsere Positionen im Baustoffhändler Travis Perkins, im Bauproduktehersteller Ibstock sowie beim Heizungs- und Wassertechnikhersteller Ariston Holding aufgestockt. Travis Perkins und Ibstock sind stark von der Baukonjunktur in Großbritannien abhängig, die unserer Einschätzung nach weiterhin nahe zyklischen Tiefständen liegt. Ariston stand unter Druck durch eine schwache Verbrauchernachfrage, wobei sich die Ersatznachfrage jedoch als widerstandsfähig erweisen dürfte. Wir haben

uns aus Umicore zurückgezogen, da das Unternehmen den Mittelwert unseres Anlageuniversums erreicht hatte, sowie aus Transcontinental, das den Verkauf seines größten Geschäftsbereichs abgeschlossen hat. Wir haben uns aufgrund sich verschlechternder Unternehmensführung aus Ferrexpo zurückgezogen, uns bei starker

Kursentwicklung aus Aurubis, Barry Callebaut und Senior zurückgezogen und unsere Positionen in Kanto Denka Kogyo und Tokai Carbon reduziert, um Kapital in attraktivere Anlagemöglichkeiten umzuschichten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK

periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Since Inception 10/1/16
Pzena International Small Cap Focused Value Composite - Gross	7.7%	2.1%	12.1%	16.3%	11.5%	10.2%
Pzena International Small Cap Focused Value Composite - Net	7.5%	1.6%	11.0%	15.2%	10.4%	9.1%
MSCI World ex USA Small Cap Index	7.9%	7.5%	19.4%	16.5%	6.0%	8.3%
MSCI World ex USA Small Cap Value Index	5.5%	5.3%	20.2%	17.8%	8.4%	8.5%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Origin Enterprises	3.7%
Sabre Insurance Group	3.5%
Permanent TSB	3.4%
Fukuoka Financial Group ADR	3.4%
Tate & Lyle	3.3%
Nexity SA	3.2%
Nokia Renkaat	3.2%
Arkema	3.2%
Unicaja Banco	2.9%
Fletcher Building	2.9%
Total	32.7%

PORTFOLIOMERKMALE

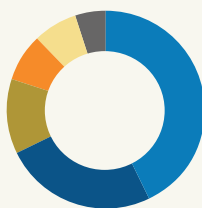
	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn ¹	7.1x	12.5x *
KGW (Prognose über 1 Jahr)	12.2x	14.5x
KBV	0.9x	1.6x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$1.6	\$1.8
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$2.1	\$4.4
Aktiver Anteil	98.7%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.7%	17.2%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	38	2,245

Quelle: MSCI EAFE Index, Analyse von Pzena

* Median des EAFE-Universums;

¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Europe ex-U.K.	43%	27%
United Kingdom	25%	12%
Japan	12%	33%
North America	8%	11%
Australia/New Zealand	7%	9%
Dev. Asia ex-Japan	5%	3%
Dev. Africa/Middle East	0%	4%

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	0%	3%
Consumer Discretionary	22%	11%
Consumer Staples	16%	5%
Energy	0%	5%
Financials	14%	12%
Health Care	3%	5%
Industrials	25%	22%
Information Technology	3%	11%
Materials	12%	14%
Real Estate	3%	10%
Utilities	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

Aktien aus Schwellenländern legten im Quartalsverlauf kräftig zu, angetrieben von einer Rallye bei AI-bezogenen Halbleiterwerten. Wachstumswerte übertrafen Value-Werte deutlich, da sich die Renditen aufgrund der Begeisterung für KI auf eine kleine Gruppe von Positionen konzentrierten. Unser Portfolio blieb sowohl hinter dem MSCI Emerging Markets Index als auch hinter dem MSCI Emerging Markets Value Index zurück. Unser begrenztes Engagement im Technologiesektor, auf den im Quartal mehr als 90 % der Rendite des breiten Index entfielen, war der Hauptgrund für die relative Underperformance.

Die Sektoren zyklische Konsumgüter, Rohstoffe und Energie trugen am stärksten zur Underperformance bei.

Das IT-Dienstleistungsunternehmen Cognizant verzeichnete trotz starker Gewinne und Auftragseingänge Kursverluste, da Bedenken hinsichtlich KI-bedingter Umbrüche die Aktie belasteten – verstärkt durch eine zurückhaltendere kurzfristige Prognose. Auch der Branchenkollege Globant gab nach, unter Druck durch Befürchtungen hinsichtlich der Verdrängung durch KI und nachlassender Konsumausgaben, obwohl die Ergebnisse den Erwartungen entsprachen. Wir glauben, dass beide Unternehmen gut positioniert sind, um Kunden beim Ausbau ihrer KI-Fähigkeiten zu unterstützen. Der chinesische E-Commerce-Anbieter Alibaba wirkte sich aufgrund von Bedenken hinsichtlich steigender Investitionen im Cloud-Bereich und Verlusten in seinem Quick-Commerce-Geschäft negativ aus.

Obwohl der Sektor Informationstechnologie einen relativ großen negativen Beitrag leistete, war er der Sektor mit dem größten positiven Beitrag. Der koreanische Speicherhersteller Samsung Electronics verzeichnete einen starken Kursanstieg, da die ungebrochene Nachfrage nach Speichern die Erwartungen einer DRAM-Knappheit bis 2027 schürte. Der taiwanische Marktführer im Bereich der Halbleiterfertigung, Taiwan Semiconductor Manufacturing, leistete einen positiven Beitrag und profitierte von der angespannten Versorgungslage, da die Nachfrage nach fortschrittlichen Kapazitäten das konservative Ausbautempo des Unternehmens überstieg. Die ungarische OTP Bank rundete nach starken Ergebnissen im ersten Quartal mit robustem Kreditwachstum und sich verbessernden Margen die Liste der größten positiven Beitragszahler ab.

Wir haben eine Position in KE Holdings aufgebaut, einer führenden chinesischen Plattform für Immobiliendienstleistungen, bei der sich ein sich erholender Immobilienmarkt positiv auf die Rentabilität auswirken dürfte. Außerdem haben wir Kunlun Energy gekauft,

einen chinesischen Stadtgas- und Flüssigerdgas-Versorger (LNG) mit günstigem Engagement in Westchina, geringer Abhängigkeit von Anschlussgebühren und einer starken Bilanz. Bei Cognizant, Haier Smart Home und dem taiwanischen Hersteller von Fensterverkleidungen Nien Made haben wir bei Kursrückgängen unsere

Positionen aufgestockt. Aufgrund ihrer relativen Stärke haben wir unsere Positionen bei Taiwan Semiconductor Manufacturing, OTP Bank, Petrobras und Samsung Electronics reduziert und uns vollständig aus dem chinesischen Chemieunternehmen Zhejiang Longsheng zurückgezogen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/08
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Gross	1.9%	6.3%	25.7%	19.0%	11.1%	12.4%	6.6%
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Net	1.6%	5.7%	24.5%	17.8%	10.0%	11.3%	5.4%
MSCI Emerging Markets Index	24.1%	23.8%	43.5%	23.0%	7.2%	10.1%	4.2%
MSCI Emerging Markets Value Index	21.7%	23.0%	42.3%	22.3%	9.2%	9.4%	3.7%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

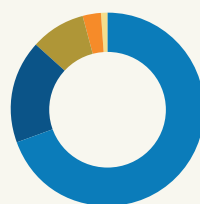
Taiwan Semiconductor Mfg.	5.1%
Samsung Electr Pfd	4.6%
Ambev	2.8%
Galaxy Entertainment	2.5%
Credicorp	2.5%
Alibaba Group Holding	2.3%
Haier Smart Home A	2.3%
Tencent Holdings	2.3%
China Overseas Land & Investment	2.2%
Bangkok Bank	2.2%
Total	28.8%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.6x	19.9x
KG (Prognose über 1 Jahr)	9.3x	12.6x
KBV	1.2x	2.6x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$13.9	\$11.0
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$216.5	\$557.3
Aktiver Anteil	80.1%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.7%	18.5%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	57	1,178

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

REGIONALE GEWICHTUNG



	Strategie	Index
Asia	69%	84%
Latin America	17%	6%
Europe	9%	2%
North America	3%	0%
Africa/Middle East	1%	8%

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	4%	6%
Consumer Discretionary	17%	7%
Consumer Staples	11%	3%
Energy	4%	3%
Financials	27%	18%
Health Care	1%	2%
Industrials	8%	7%
Information Technology	16%	45%
Materials	6%	5%
Real Estate	3%	1%
Utilities	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

Europäische Aktien legten im Quartalsverlauf zu, wobei Wachstumswerte in der gesamten Region die Value-Werte übertrafen. Vor diesem Hintergrund blieb das Portfolio hinter dem MSCI Europe Index zurück, entwickelte sich jedoch in etwa parallel zum MSCI Europe Value Index.

Der Energiesektor war der größte Negativfaktor, wobei der norwegische Öl- und Gasproduzent Equinor den größten Rückstand verzeichnete, da die Ölpreise aufgrund der Hoffnungen auf ein Ende des Konflikts im Nahen Osten fielen. Der Schweizer Schokoladenhersteller Barry Callebaut gab nach, nachdem er seine Gewinnprognose für das Gesamtjahr gesenkt hatte, da niedrigere Kakaopreise das margenstärkere Gourmet-Geschäft belasteten. Der IT-Dienstleister Accenture verzeichnete trotz solider Ergebnisse Kursverluste, da schwächere Auftragseingänge und zögerlichere Kundenentscheidungen erneut Bedenken weckten, dass KI die Nachfrage beeinträchtigen könnte.

Finanzwerte, zyklische Konsumgüter und Basiskonsumgüter waren die Sektoren mit dem größten positiven Beitrag. Der Lebensmittelzusatzstoffhersteller Tate & Lyle leistete den größten Beitrag und legte aufgrund eines reinen Barübernahmeangebots von Ingredion zu. Der Pharma- und Agrarwissenschaftskonzern Bayer legte zu, da die Zuversicht wuchs, dass der seit Langem andauernde Roundup-Rechtsstreit unter Kontrolle gebracht wird – nach einem erwarteten landesweiten Sammelvergleich und positiven Ausführungen vor dem Obersten Gerichtshof. Die Schweizer Bank UBS Group stieg aufgrund der wachsenden Zuversicht, dass die vorgeschlagene Kapitalerhöhung für Schweizer Banken erheblich abgeschwächt werden würde.

Wir haben eine Position in Accenture aufgebaut, wo die Schwäche, die den Aktienkurs unter Druck setzte, eine Gelegenheit schuf. Das Unternehmen notiert nun nahe seiner niedrigsten Bewertung seit einem Jahrzehnt, und wir glauben, dass es von der steigenden Nachfrage nach KI-gestützter Automatisierung profitieren dürfte. Wir haben Anteile des italienischen Premium-Reifenherstellers Pirelli erworben, dessen branchenführende Margen und begrenzte Exposition gegenüber dem kostengünstigen asiatischen Wettbewerb durch einen technischen Überhang im Zusammenhang mit einem potenziellen

Anteilsverkauf durch seinen großen chinesischen Anteilseigner überschattet wurden. Wir haben den Luxusautohersteller Porsche in das Portfolio aufgenommen, dessen Gewinne durch einen Abschwung in China und eine selbstverschuldete Lücke im Produktzyklus gedrückt wurden; überarbeitete Modelle

und eine Kostenrestrukturierung dürften eine Erholung vorantreiben, unterstützt durch eine Weltklasse-Marke. Wir haben diese Käufe durch den Ausstieg aus Nokia, Mercedes-Benz, Umicore und ArcelorMittal finanziert und das Kapital in Chancen mit überzeugenderen langfristigen Renditeprofilen umgeschichtet. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 8/1/08
Pzena European Focused Value Composite - Gross	8.1%	8.0%	21.7%	18.6%	12.9%	11.9%	7.7%
Pzena European Focused Value Composite - Net	8.0%	7.6%	21.0%	17.9%	12.2%	11.2%	7.0%
MSCI Europe Index	10.9%	7.8%	18.6%	16.2%	9.5%	9.9%	5.5%
MSCI Europe Value Index	8.2%	8.3%	24.6%	21.9%	13.6%	10.5%	4.9%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Bayer	4.0%
Daimler Truck Holding	3.6%
Bank of Ireland Group	3.4%
Michelin	3.3%
Tate & Lyle	3.3%
Reckitt Benckiser Group	3.2%
Julius Baer Gruppe	3.1%
Fresenius Medical Care	3.1%
HSBC Holdings	3.0%
BASF	3.0%
Total	33.0%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	8.4x	13x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	12x	15.6x
KBV	1.4x	2.5x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$19.3	\$22.6
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$50.6	\$150.9
Aktiver Anteil	86.5%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	18.4%	16.3%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	44	397

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
Communication Services	2%	3%
Consumer Discretionary	16%	6%
Consumer Staples	13%	9%
Energy	3%	4%
Financials	24%	24%
Health Care	14%	13%
Industrials	15%	19%
Information Technology	1%	10%
Materials	7%	5%
Real Estate	0%	1%
Utilities	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 legten im Quartalsverlauf zu, wobei der breite Markt starke Gewinne verzeichnete. Wachstumswerte übertrafen Value-Werte, da die Begeisterung der Anleger für Technologie- und KI-bezogene Themen zu einer deutlichen Divergenz zwischen den Anlagestilen führte. Unser Portfolio übertraf sowohl den breiter gefassten TOPIX-Index als auch die TOPIX-Value-Benchmark.

Die Informationstechnologie war die dominierende Quelle positiver Beiträge, gefolgt von Industriewerten und Rohstoffen. Die Hersteller von mehrschichtigen Keramikkondensatoren

(MLCC) verzeichneten die Hersteller Murata Manufacturing, Taiyo Yuden und TDK allesamt Kursgewinne, da die Anleger zunehmend optimistisch waren, dass die Nachfrage nach KI-Servern zu einer strukturellen Verknappung bei High-End-MLCCs und Spielraum für Preiserhöhungen führt, was Vergleiche mit einem Aufschwungzyklus bei Speicherchips hervorrief. TDK wurde zusätzlich durch die Nachfrage nach Festplattenlaufwerk-Köpfen (HDD) für KI-Nearline-Speicher beflügelt, während der Siliziumwafer-Hersteller SUMCO einen positiven Beitrag leistete, da die KI-Nachfrage die Aussichten auf eine mittelfristige Verknappung bei Wafers verbesserte.

Die Sektoren Gesundheitswesen und zyklische Konsumgüter waren die größten Belastungsfaktoren. Der Generikahersteller Sawai Group Holdings gab nach, nachdem die Produktionsmengen hinter den Zielen zurückblieben. Takeda Pharmaceutical blieb zurück, da Bedenken hinsichtlich Rechtsstreitigkeiten und ein schwacher kurzfristiger Gewinnausblick die Pipeline des Unternehmens überschatteten. Toyota Motor verzeichnete Kursverluste, da die Ergebnisse und Prognosen hinter den Erwartungen zurückblieben, was die Auswirkungen des Nahostkonflikts auf Umsatz und Kosten widerspiegelte.

Im Laufe des Quartals haben wir Positionen in FUJIFILM, TIS, Toyota Motor und ARCHION aufgebaut. Bei FUJIFILM, einem japanischen Mischkonzern, war

der Cashflow aufgrund von Investitionen in den Bio-CDMO-Bereich vorübergehend gedrückt, bevor sich die Lage wieder normalisieren dürfte. TIS, eines der führenden japanischen IT-Dienstleistungsunternehmen, ist fest in geschäftskritischen Finanzsystemen verankert und wurde aufgrund von Befürchtungen vor einer Disruption durch KI verkauft, die wir als zu vereinfachend ansehen. Die konfliktbedingte Schwäche von Toyota schuf einen attraktiven Einstiegspunkt für ein Unternehmen mit einer dauerhaften Führungsposition

im Hybridbereich. ARCHION, entstanden aus Hino Motors und der Fuso-Sparte von Daimler Truck, profitiert von einem konsolidierten Lkw-Markt und internationalen Wachstumschancen. Wir haben bei Kursrückgängen Positionen in Sawai, Japan Airlines und Persol Holdings aufgestockt und bei Kursanstiegen Positionen in Murata Manufacturing, TDK und SUMCO reduziert. Wir haben uns aus Daihen, Toyota Boshoku, Taiyo Yuden und Suzuken aus Bewertungsgründen zurückgezogen. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 7/1/15
Pzena Japan Focused Value Composite - Gross	23.2%	24.6%	47.0%	24.7%	14.8%	12.6%	9.7%
Pzena Japan Focused Value Composite - NET	23.0%	24.1%	45.9%	23.7%	13.9%	11.7%	8.8%
TOPIX Index	12.0%	14.1%	26.9%	18.1%	9.2%	9.5%	7.8%
TOPIX Value Index	9.8%	15.2%	37.8%	24.4%	15.2%	12.0%	9.3%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Daikin Industries	4.8%
Minebea Mitsumi	4.2%
Japan Airlines	3.8%
Suntory Beverage & Food	3.8%
Tokai Carbon	3.6%
PERSOL Holdings	3.6%
Bridgestone	3.6%
Coca-Cola Jp H	3.3%
Takeda Pharmaceutical	3.3%
Fujifilm Holdings	3.2%
Total	37.2%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	11.1x	15x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	15.2x	16.9x
KBV	1.3x	1.8x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$8.1	\$0.7
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$24.4	\$72.1
Aktiver Anteil	88.1%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	16.4%	15.3%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	35	1,638

Quelle: TOPIX Index, Analyse von Pzena

¹ Schätzung des Normalgewinns durch Pzena.

* Median des japanischen Uni-versums

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Communication Services	2%	6%
Consumer Discretionary	11%	14%
Consumer Staples	9%	5%
Energy	0%	1%
Financials	10%	17%
Health Care	11%	5%
Industrials	30%	25%
Information Technology	13%	18%
Materials	13%	6%
Real Estate	0%	2%
Utilities	0%	1%

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

PORTFOLIO-STRATEGIEN

PZENA LARGE CAP VALUE (US)

Der US-Markt legte im Quartalsverlauf kräftig zu, angetrieben durch anhaltenden Optimismus hinsichtlich des weltweiten Ausbaus von KI-Rechenzentren und verbesserte Aussichten für das Wirtschaftswachstum, da sich die Spannungen nach der Deeskalation der Feindseligkeiten im Nahen Osten entspannten. Die Portfolio-Performance war stark, blieb jedoch leicht hinter der Value-Benchmark zurück, was in erster Linie auf den überdurchschnittlichen Beitrag des Informationstechnologiesektors zurückzuführen war, der mehr als 900 Basispunkte zur Benchmark-Performance beitrug. Unsere stärksten Beiträge kamen aus den Sektoren Gesundheitswesen und Finanzwesen, wurden jedoch teilweise durch Schwächen in den Sektoren Energie und Technologie ausgeglichen.

Der Energiesektor war der größte Negativfaktor für die Wertentwicklung. Die IT-Dienstleister Cognizant, Accenture und Amdocs verzeichneten erhebliche Kursverluste, nachdem sie schwächere Prognosen für das organische Wachstum abgegeben hatten und Accenture zudem eine Zunahme künftiger Übernahmen angekündigt hatte. Der Markt bewertet weiterhin die langfristigen Auswirkungen der KI-getriebenen Disruption auf die Geschäftsmodelle von IT-Dienstleistern sowie die kurzfristige Verlagerung der Kundenausgaben hin zum KI-bezogenen Token-Verbrauch.

Der Gesundheitssektor trug im Quartal zur Portfolio-Performance bei. Der Krankenversicherer Humana verzeichnete nach starken Ergebnissen im ersten Quartal einen deutlichen Kursanstieg und machte damit seine Verluste aus dem Vorquartal mehr als wett. Der Krankenversicherer und Apothekenbetreiber CVS Health profitierte ebenfalls von sich abschwächenden Trends bei den medizinischen Kosten und dem anhaltenden Wachstum im Apothekenbereich, wobei sich sein Geschäftsbereich „Pharmacy Benefit Manager“ als widerstandsfähig erwies. Der Anbieter von Mobilfunkkomponenten Skyworks erholte sich, da die Befürchtungen hinsichtlich sinkender Absatzzahlen bei Mobiltelefonen nachließen – unterstützt durch starkes Wachstum außerhalb seines Mobilfunkgeschäfts.

Wir haben eine Position in Workday aufgebaut, einem führenden Anbieter von ERP-Software (Enterprise Resource Planning), der Personal- und Finanzmanagement in eine clouddnative Plattform integriert. Wir haben die Position nach dem breiten Ausverkauf im Software-Sektor aufgebaut, der durch Bedenken hinsichtlich der Disruption durch KI ausgelöst wurde. Wir sind der Ansicht, dass der geschäftskritische Charakter der Angebote von Workday – der sich in den außergewöhnlich hohen Kundenbindungsraten widerspiegelt – vom Markt unterschätzt wird, und wir sehen erhebliche Chancen für eine KI-getriebene Margenausweitung, unter anderem in der Softwareentwicklung.

Eine weitere neue Position ist The Walt Disney Company, ein Unterhaltungsunternehmen, das durch sein Synergiesystem aus TV/Film, Konsumgütern, Themenparks, Hotels und Kreuzfahrten fast ein Jahrhundert an eigenem

geistigen Eigentum monetarisiert. Der Markt befürchtet vor allem, dass die langfristige Rentabilität des Streaming-Geschäfts hinter der historischen Rentabilität des Kabelgeschäfts zurückbleiben wird. Wir gehen davon aus, dass das Streaming-Geschäft mindestens den langfristigen Durchschnitt des Unternehmens erzielen dürfte. Das Segment „Experiences“ stellt eine stabile, wachsende Quelle der Ertragskraft dar.

Wir haben unsere Position im IT-Lösungsdistributor CDW aufgestockt, dessen Kurs aufgrund des kurzfristigen Margendrucks durch eine Verschiebung des Produktmixes hin zur Hardware trotz soliden Umsatzwachstums stark nachgab. Außerdem haben wir bei der Fondsverwaltungsgesellschaft SS&CTechnologies aufgrund der Kursschwäche weitere Anteile erworben. Finanziert haben wir diese

Käufe durch den Ausstieg aus dem Schienenausrüstungsunternehmen Wabtec und dem diversifizierten Gesundheitsunternehmen Johnson & Johnson sowie durch den Abbau der Positionen bei Humana und dem Chemiehersteller Dow nach deren starker Wertentwicklung.

Mit Blick auf die Zukunft bieten Large-Cap-Value-Aktien weiterhin bedeutende Chancen, da kurzfristige Marktverwerfungen die Bewertungen unter unsere Einschätzung der langfristigen Ertragskraft gedrückt haben. Wir sind der Ansicht, dass das Portfolio über ein breites Spektrum an Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen gut positioniert ist, und konzentrieren uns weiterhin darauf, Unternehmen zu identifizieren, bei denen die Diskrepanz zwischen Marktstimmung und Geschäftsqualität am größten ist. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 7/1/12
Pzena Large Cap Value Composite - Gross	10.2%	5.1%	13.0%	12.1%	8.9%	11.1%	11.7%
Pzena Large Cap Value Composite - Net	10.1%	4.9%	12.5%	11.7%	8.5%	10.6%	11.3%
Russell 1000 Value Index	13.9%	16.3%	27.1%	17.8%	11.2%	11.5%	12.1%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

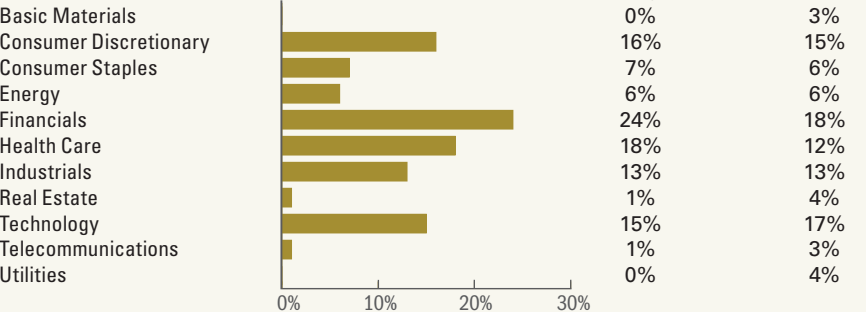
Humana	4.0%
Magna International	3.7%
CVS Health	3.3%
Skyworks Solutions	3.3%
Baxter Intl	3.2%
Dollar General	3.2%
Bank of America	3.1%
CDW	3.1%
MetLife	3.1%
Wells Fargo	2.9%
Total	32.9%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.8x	14.4x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.8x	18.3x
KBV	1.7x	3.2x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$39.4	\$15.1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$93.2	\$673.1
Aktiver Anteil	89.0%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	17.3%	14.8%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	50	870

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena
* Median des Large-Universums;
¹Schätzung 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 LARGE CAP FOCUSED VALUE (US)

Der US-Markt verzeichnete im Quartalsverlauf einen kräftigen Anstieg, getrieben vom anhaltenden Optimismus hinsichtlich des weltweiten Ausbaus von KI-Rechenzentren und von sich verbessernden Aussichten für das Wirtschaftswachstum, da sich die Spannungen nach der Deeskalation der Feindseligkeiten im Nahen Osten entspannten. Die Portfolio-Performance war stark, doch wir blieben leicht hinter der Value-Benchmark zurück, was in erster Linie auf den überdurchschnittlichen Beitrag des Informationstechnologiesektors zurückzuführen war, der mehr als 900 Basispunkte zur Benchmark-Performance beitrug. Unsere stärksten Beiträge kamen aus den Bereichen Gesundheitswesen und Finanzwesen, wurden jedoch teilweise durch Schwächen in den Sektoren Technologie und Energie ausgeglichen.

Der Technologiesektor war der größte Negativfaktor für die Wertentwicklung. Die IT-Dienstleister Cognizant und Accenture verzeichneten erhebliche Kursverluste, nachdem sie schwächere Prognosen für das organische Wachstum abgegeben hatten und Accenture zudem eine Zunahme künftiger Übernahmen angekündigt hatte. Der Markt bewertet weiterhin die langfristigen Auswirkungen der KI-getriebenen Disruption auf die Geschäftsmodelle von IT-Dienstleistern sowie die kurzfristige Verlagerung der Kundenausgaben hin zu KI-bezogenen Einmalausgaben auf Kosten der Ausgaben für Dienstleistungen. Auch der Chemiekonzern Dow Inc. verzeichnete Kursverluste, da die Ölpreise fielen.

Der Gesundheitssektor leistete im Quartal den größten Beitrag zur Portfolio-Performance. Der Krankenversicherer Humana verzeichnete einen starken Anstieg und machte den Rückgang des Vorquartals mehr als wett – dank starker Ergebnisse im ersten Quartal, die auf günstige Entwicklungen bei den medizinischen Kosten und das Ausbleiben der befürchteten negativen Selektion im Zusammenhang mit dem erheblichen Mitgliederwachstum des Unternehmens zurückzuführen waren. Der Krankenversicherer und Apothekenbetreiber CVS Health profitierte ebenfalls von sich abschwächenden medizinischen Kostenentwicklungen und anhaltendem Wachstum im Apothekenbereich, wobei sich sein Geschäftsbereich als Pharmacy Benefit Manager als widerstandsfähig erwies. Der Medizinproduktehersteller Baxter International erholte sich von den Verlusten des letzten Quartals dank starker Ergebnisse und des Ausbleibens nennenswerter Auswirkungen durch höhere Ölpreise, die anschließend wieder nachgaben.

Wir haben eine Position in Workday aufgebaut, einem führenden Anbieter von ERP-Software (Enterprise Resource Planning), der Personal- und Finanzmanagement in eine cloudnative Plattform integriert. Die Produkte von Workday zeichnen sich durch eine hohe Kundenbindung aus, wobei die Bruttoumsatzbindung bei fast 98 % liegt, was ihre tiefe Integration in zentrale Arbeitsabläufe wie Kreditorenbuchhaltung, Lohnabrechnung,

Steuerwesen und Finanzberichterstattung widerspiegelt. Wir haben die Position nach dem allgemeinen Ausverkauf von Softwareaktien aufgebaut, der durch Bedenken hinsichtlich der Disruption durch KI ausgelöst wurde. Wir sind der Ansicht, dass die geschäftskritische Bedeutung der Angebote von Workday vom Markt unterschätzt wird, und sehen erhebliche Chancen für eine KI-getriebene Margenausweitung, unter anderem in der Softwareentwicklung.

Wir haben unsere Position im IT-Lösungsdistributor CDW aufgestockt, dessen Kurs aufgrund des kurzfristigen Margendrucks durch eine Verlagerung des Produktmixes hin zur Hardware trotz soliden Umsatzwachstums stark nachgab. Außerdem haben wir bei Kursschwäche weitere Anteile an Accenture erworben. Diese Käufe finanzierten wir durch den Ausstieg aus

dem Elektroniksteckverbinderhersteller TE Connectivity sowie durch den Abbau unserer Positionen in CVS Health und Dow nach deren starker Performance.

Mit Blick auf die Zukunft bieten Large-Cap-Value-Aktien weiterhin bedeutende Chancen, da kurzfristige Marktverwerfungen die Bewertungen unter unsere Einschätzung der langfristigen Ertragskraft gedrückt haben. Wir sind der Ansicht, dass das Portfolio über ein breites Spektrum an Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen gut positioniert ist, und konzentrieren uns weiterhin darauf, Unternehmen zu identifizieren, bei denen die Diskrepanz zwischen der Marktstimmung und der zugrunde liegenden Geschäftsqualität am größten ist. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 10/1/00
Pzena Large Cap Focused Value Composite - Gross	13.3%	6.9%	13.5%	11.7%	8.6%	11.1%	8.1%
Pzena Large Cap Focused Value Composite - Net	13.1%	6.5%	12.7%	10.9%	7.8%	10.3%	7.3%
Russell 1000 Value Index	13.9%	16.3%	27.1%	17.8%	11.2%	11.5%	8.3%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

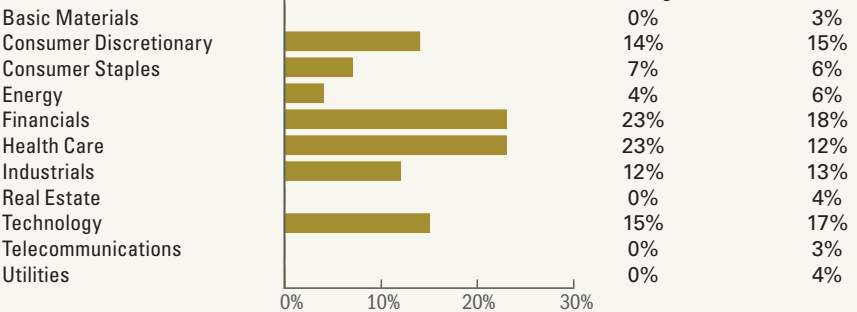
Humana	7.1%
Baxter Intl	5.5%
CVS Health	4.8%
Skyworks Solutions	3.9%
Fresenius Medical Care	3.8%
Dollar General	3.7%
Magna International	3.6%
Corebridge Financial	3.6%
MetLife	3.6%
Wells Fargo	3.5%
Total	43.1%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.2x	14.4x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.6x	18.3x
KBV	1.6x	3.2x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$19.8	\$15.1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$73.8	\$673.1
Aktiver Anteil	94.7%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	18.6%	14.8%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	33	870

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena
* Median des Large-Universums;
¹Schätzung 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.

PORTFOLIO-STRATEGIEN

PZENA FOCUSED VALUE (US)

Der US-Markt verzeichnete im Quartalsverlauf einen kräftigen Anstieg, getrieben vom anhaltenden Optimismus hinsichtlich des weltweiten Ausbaus von KI-Rechenzentren und von sich verbessernden Aussichten für das Wirtschaftswachstum, da sich die Spannungen nach der Deeskalation der Feindseligkeiten im Nahen Osten entspannten. Die Portfolio-Performance war stark, wobei Beiträge aus einem breiten Spektrum von Sektoren zu verzeichnen waren, und wir übertrafen die Value-Benchmark leicht.

Der Gesundheitssektor leistete im Quartal den größten Beitrag zur Portfolio-Performance. Der Krankenversicherer Humana verzeichnete einen starken Kursanstieg und machte den Rückgang des Vorquartals mehr als wett – dank solider Ergebnisse im ersten Quartal, die auf günstige Entwicklungen bei den medizinischen Kosten und das Ausbleiben der befürchteten negativen Selektion im Zusammenhang mit dem erheblichen Mitgliederwachstum des Unternehmens zurückzuführen waren. Der Krankenversicherer und Apothekenbetreiber CVS Health profitierte ebenfalls von moderaten Entwicklungen bei den medizinischen Kosten und anhaltendem Wachstum im Apothekenbereich, wobei sich das Geschäft als Pharmacy Benefit Manager als widerstandsfähig erwies. Der Medizinproduktehersteller Baxter International erholte sich dank solider Ergebnisse und des Ausbleibens nennenswerter Auswirkungen durch höhere Ölpreise, die anschließend wieder sanken, von den Verlusten des letzten Quartals.

Der Energiesektor war der einzige Sektor, der bei der absoluten Wertentwicklung Verluste verzeichnete. Die IT-Dienstleister Cognizant und Accenture verzeichneten erhebliche Kursverluste, nachdem sie schwächere Prognosen für das organische Wachstum abgegeben hatten und Accenture zudem erhöhte zukünftige Akquisitionen angekündigt hatte. Der Markt bewertet weiterhin die langfristigen Auswirkungen der durch KI getriebenen Disruption auf die Geschäftsmodelle von IT-Dienstleistern sowie die kurzfristige Verlagerung der Kundenausgaben hin zu KI-bezogenem Token-Verbrauch auf Kosten der Ausgaben für Dienstleistungen. Die führende Krankenhausgruppe Universal Health Services verzeichnete ebenfalls einen Rückgang aufgrund geringerer Akutversorgungsvolumina infolge einer milden Grippezeit; das Unternehmen erwartet, dass die geplanten Kapazitätserweiterungen das Umsatzwachstum ankurbeln werden.

Im Laufe des Quartals haben wir eine Position in Workday aufgebaut, einem führenden Anbieter von ERP-Software (Enterprise Resource Planning), der Personal- und Finanzmanagement in eine cloudnative Plattform integriert. Die Produkte von Workday zeichnen sich durch eine hohe Kundenbindung aus, wobei die Bruttoumsatzbindung bei fast 98 % liegt, was ihre tiefe Integration in zentrale Arbeitsabläufe wie Kreditorenbuchhaltung, Lohnabrechnung,

Steuerwesen und Finanzberichterstattung widerspiegelt. Wir haben die Position nach dem allgemeinen Ausverkauf von Software-Aktien aufgebaut, der durch Bedenken hinsichtlich der KI-bedingten Disruption ausgelöst wurde. Wir sind der Ansicht, dass die geschäftskritische Bedeutung der Angebote von Workday vom Markt unterschätzt wird, und sehen erhebliche Chancen für eine KI-getriebene Margenausweitung, unter anderem in der Softwareentwicklung.

Wir haben unsere Position im IT-Lösungsdistributor CDW aufgestockt, dessen Kurs aufgrund des kurzfristigen Margendrucks durch eine Verschiebung des Produktmixes hin zur Hardware trotz soliden Umsatzwachstums stark nachgab. Außerdem haben wir bei Kursschwäche weitere Anteile an Accenture erworben. Wir finanzierten diese Käufe durch den

Abbau von Positionen beim Elektronik-Komponenten-Distributor Avnet und bei der Großbank Citigroup, nachdem diese eine starke Performance gezeigt hatten.

Mit Blick auf die Zukunft bieten Large-Cap-Value-Aktien weiterhin bedeutende Chancen, da kurzfristige Marktverwerfungen die Bewertungen unter unsere Einschätzung der langfristigen Ertragskraft gedrückt haben. Wir sind der Ansicht, dass das Portfolio über ein breites Spektrum an Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen gut positioniert ist, und konzentrieren uns weiterhin darauf, Unternehmen zu identifizieren, bei denen die Diskrepanz zwischen der Marktstimmung und der zugrunde liegenden Geschäftsqualität am größten ist. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/96
Pzena Focused Value Composite - Gross	14.3%	9.2%	13.5%	13.0%	9.5%	11.0%	10.5%
Pzena Focused Value Composite - Net	14.0%	8.7%	12.4%	11.8%	8.4%	9.9%	9.4%
Russell 1000 Value Index	13.9%	16.3%	27.1%	17.8%	11.2%	11.5%	9.6%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

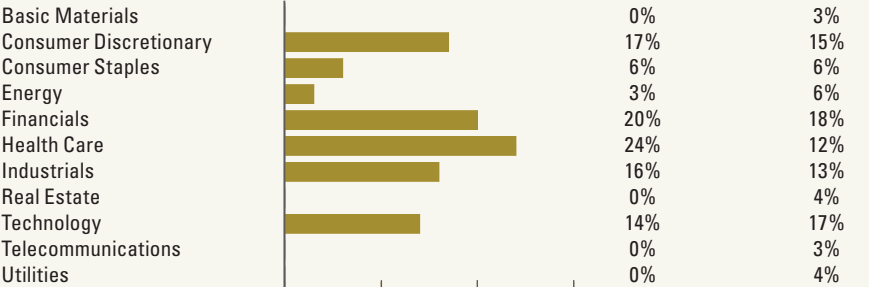
Humana	7.6%
Baxter Intl	5.1%
CVS Health	4.2%
Dollar General	3.8%
Skyworks Solutions	3.4%
Magna International	3.4%
Lear	3.4%
Capital One Financial	3.4%
Wells Fargo	3.3%
CDW Corporation	3.2%
Total	40.8%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.2x	13.8x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	10.8x	18.3x
KBV	1.6x	3.2x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$16.2	\$15.1
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$55.6	\$673.1
Aktiver Anteil	94.8%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	19.7%	14.8%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	37	870

Quelle: Russell 1000® Value, Analyse von Pzena
*Median des Universums der 1000 größten US-Unternehmen;
¹Schätzung des Normalgewinns durch Pzena

SEKTORGEWICHTUNGEN



SSektorgewichtungen 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 Märkte legten im zweiten Quartal kräftig zu, da die Anleger die Unruhen im Nahen Osten außer Acht ließen und eine von Halbleitern angeführte Rallye begrüßten. Im Mid-Cap-Segment entwickelten sich Value- und Growth-Aktien weitgehend gleich. Unser Portfolio übertraf seine Value-Benchmark, angetrieben durch relative Stärke in mehreren Sektoren.

Der Gesundheitssektor leistete den größten Beitrag zur absoluten Wertentwicklung, wobei auch die Sektoren Finanzwerte und zyklische Konsumgüter einen bedeutenden Beitrag leisteten. Der Krankenversicherer Humana war der größte Einzelbeitragszahler, nachdem das Unternehmen Ergebnisse für das erste Quartal gemeldet hatte, die die Erwartungen übertrafen: Die medizinische Schadenquote lag unter dem Konsens, und es gab keine Anzeichen für ein Risiko der negativen Selektion, obwohl die Mitgliederzahlen bei „Medicare Advantage“ deutlich gestiegen waren.

Auch das Medizintechnikunternehmen Baxter International trug zur Wertentwicklung bei, nachdem es besser als erwartete Ergebnisse vorgelegt und seinen Ausblick für das Gesamtjahr bekräftigt hatte, obwohl Wettbewerber ihre Prognosen gesenkt hatten; das Management rechnet nämlich mit einer deutlichen Margenausweitung in der zweiten Jahreshälfte. Der Elektronikkomponenten-Distributor Avnet verzeichnete einen starken Kursanstieg aufgrund außergewöhnlicher Quartalsergebnisse, die von einer steigenden Nachfrage im Bereich Rechenzentren getrieben waren und ein breit angelegtes Wachstum über Regionen und Endmärkte hinweg zeigten.

Grundstoffe und Basiskonsumgüter waren die einzigen Sektoren, die die absolute Wertentwicklung belasteten. Das IT-Dienstleistungsunternehmen Cognizant Technology Solutions war der größte Einzelnegativfaktor und verzeichnete einen Kursrückgang, obwohl es die Erwartungen bei Gewinn und Auftragseingang übertraf, da anhaltende Bedenken hinsichtlich der durch KI verursachten Disruption des Geschäftsmodells für IT-Dienstleistungen die Aktie belasteten. Der Grundchemikalienhersteller Dow wirkte sich ebenfalls negativ aus, da die Aktie ihre Gewinne aus dem Jahresbeginn wieder abgab, als Versorgungsengpässe im Nahen Osten die Petrochemie-Märkte angespannt hatten. Der Chlor-Alkali- und Munitionshersteller Olin Corporation verzeichnete Kursverluste, nachdem er eine Fusion unter Gleichen ausschließlich durch Aktientausch mit dem Spezialchemieunternehmen Huntsman Corporation angekündigt hatte; hinzu kam

eine allgemeine Schwäche des Chemiemarktes.

Wir haben eine Position in Workday aufgebaut, einem führenden Anbieter von ERP-Software (Enterprise Resource Planning), der Personal- und Finanzmanagement in eine cloudnative Plattform integriert. Wir haben die Position im Zuge des allgemeinen Ausverkaufs im Softwarebereich aufgebaut, der durch Bedenken hinsichtlich der Disruption durch KI ausgelöst wurde.

Wir sind der Ansicht, dass der geschäftskritische Charakter der Angebote von Workday – der sich in den außergewöhnlich hohen Kundenbindungsraten widerspiegelt – vom Markt unterschätzt wird, und sehen erhebliche Chancen für eine KI-

getriebene Margenausweitung, unter anderem in der Softwareentwicklung.

Zudem haben wir eine Position im Fondsverwaltungs- und Fintech-Anbieter SS&C Technologies aufgebaut, dessen Aktie trotz anhaltenden organischen Wachstums und Produktivitätssteigerungen durch KI- und Automatisierungstools unter dem Druck von Befürchtungen hinsichtlich einer Disruption durch KI stand. Die hohe Umsatzbindungsrate des Unternehmens sowie die Komplexität seines regulatorischen und datentechnischen Umfelds stellen bedeutende Eintrittsbarrieren dar. Wir sind zudem der Ansicht, dass der Markt die kurzfristige Wettbewerbsbedrohung durch KI-native Marktteilnehmer überbewertet hat. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 9/1/98
Pzena Mid Cap Focused Value Composite - Gross	15.2%	13.8%	14.8%	9.8%	7.4%	11.2%	11.9%
Pzena Mid Cap Focused Value Composite - Net	14.9%	13.3%	13.6%	8.8%	6.3%	10.1%	10.8%
Russell Midcap Value Index	13.4%	17.6%	26.6%	16.5%	9.5%	10.6%	10.4%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Humana	6.7%
Advance Auto Parts	5.6%
Baxter Intl	5.1%
Sensata Technologies Hldg	3.7%
Robert Half	3.5%
Knight Swift Trans Hldgs A	3.5%
Dollar General	3.4%
Globe Life	3.2%
Universal Health Services B	3.1%
Magna International	3.1%
Total	40.9%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.5x	13.1x
KGW (Prognose über 1 Jahr)	10.9x	15.9x
KBV	1.5x	2.4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$11.5	\$12.3
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$18.3	\$28.1
Aktiver Anteil	95.9%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	20.7%	17.1%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	38	719

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Basic Materials	3%	4%
Consumer Discretionary	20%	13%
Consumer Staples	3%	6%
Energy	2%	7%
Financials	18%	15%
Health Care	23%	10%
Industrials	20%	21%
Real Estate	0%	8%
Technology	11%	9%
Telecommunications	0%	0%
Utilities	0%	7%

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 legten im zweiten Quartal kräftig zu, da die Anleger die Unruhen im Nahen Osten außer Acht ließen und eine von Halbleitern angeführte Rallye begrüßten. Small Caps beteiligten sich an diesem Aufschwung, wobei Growth-Titel innerhalb der Anlageklasse Value-Titel deutlich übertrafen und damit ein Muster fortsetzten, das sich über weite Teile des vergangenen Jahres hinweg gezeigt hatte. Trotz des für wertorientierten Ansätze schwierigen Stilmfelds entwickelte sich unser Portfolio im Berichtszeitraum in etwa im Einklang mit seiner Value-Benchmark.

Der Sektor Grundstoffe war der einzige, der die absolute Wertentwicklung belastete. Der Chlor-Alkali- und Munitionshersteller Olin Corporation war der größte Einzelbelastungsfaktor, nachdem das Unternehmen im Juni eine Fusion unter Gleichen auf reiner Aktienbasis mit dem Spezialchemieunternehmen Huntsman Corporation angekündigt hatte. Der Markt bewertete die strategische Begründung als unklar, und die allgemeine Schwäche des Chemiesektors verstärkte den Rückgang noch. Auch Huntsman wirkte sich aus ähnlichen Gründen negativ aus. Der Contact-Center-Dienstleister Concentrix Corporation verzeichnete Kursverluste, nachdem das Unternehmen schwächer als erwartete Ergebnisse gemeldet und seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr gesenkt hatte, wobei es auf rückläufige Volumina im Gesundheitswesen und eine beschleunigte Auslagerung von Kundenaktivitäten ins Ausland verwies.

Die Sektoren Industrie und Finanzwerte trugen am stärksten zur absoluten Wertentwicklung bei. Das Konsumgüterunternehmen Newell Brands leistete den größten Einzelbeitrag, nachdem es Ergebnisse für das erste Quartal gemeldet hatte, die die Erwartungen deutlich übertrafen, da neue Produkteinführungen und der Gewinn von Regalfläche im Einzelhandel trotz anhaltender Schwäche bei den Kernumsätzen an Fahrt gewannen. Auch der Sensorhersteller Sensata Technologies leistete einen starken Beitrag und entwickelte sich in den schwachen Endmärkten Automobil und Industrie dank neuer Produktgewinne – darunter Verträge für Elektrofahrzeuge mit großen Herstellern in Europa und China – überdurchschnittlich gut. Der Autoteilehändler Advance Auto Parts legte zu, nachdem er den höchsten Quartalsumsatz auf vergleichbarer Filialbasis seit fünf Jahren gemeldet hatte; die Fortschritte bei seiner Sanierungsmaßnahme milderten die Bedenken hinsichtlich der Bewältigung eines schwierigen Konsumumfelds.

Wir haben eine Position im Dienstleistungs- und Business-Process-Outsourcing-Unternehmen Genpact aufgebaut, dessen Aktie aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Auswirkungen generativer KI auf das Kerngeschäft unter Druck stand. Wir halten diese Befürchtungen für übertrieben und sind der Ansicht, dass

Genpact dank seiner Größe, seiner Kundenbeziehungen und seiner Branchenexpertise gut aufgestellt ist, um sich an KI-getriebene Effizienzsteigerungen anzupassen und davon zu profitieren, während die aktuelle Bewertung einen attraktiven Einstiegspunkt bietet.

Außerdem haben wir eine Position im Telekommunikationsabrechnungs- und Managed-Services-Anbieter Amdocs aufgebaut, bei dem die starke Umsetzung und die Cashflow-Generierung durch die Schwäche des Software-Sektors und die Stimmung im Zusammenhang mit KI überschattet wurden. Das Unternehmen verzeichnet weiterhin ein beständiges Wachstum im Bereich Managed Services und wird im Verhältnis zu unserer Einschätzung der Ertragskraft attraktiv bewertet.

Wir haben unsere Position im Bekleidungsunternehmen PVH aufgrund der Kursschwäche aufgestockt. Wir finanzierten diese Käufe durch den Abbau von Positionen beim Elektronik-Komponentenhändler Avnet, beim Eigenmarken-Kreditkartenunternehmen Bread Financial und beim Sensorhersteller Sensata – allesamt bei starker Kursentwicklung.

Zwar haben wachstumsorientierte Märkte ein schwieriges Umfeld für wertorientierte Strategien geschaffen, doch sind wir der Ansicht, dass unser Portfolio weiterhin attraktiv bewertet und für das aktuelle Umfeld gut positioniert ist. Wir konzentrieren uns darauf, beständige Unternehmen zu identifizieren, bei denen kurzfristige Unsicherheiten überzeugende Chancen für geduldige Anleger geschaffen haben. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK periods greater than 1 year annualized in USD as of June 30, 2026

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/96
Pzena Small Cap Focused Value Composite - Gross	17.1%	21.1%	26.6%	12.1%	8.4%	11.0%	12.7%
Pzena Small Cap Focused Value Composite - Net	16.8%	20.5%	25.4%	11.0%	7.3%	10.0%	11.4%
Russell 2000 Value Index	17.2%	23.0%	43.0%	18.7%	8.2%	10.9%	9.8%

Siehe Renditen im Kalenderjahr, Anmerkungen zum Portfolio/Offenlegungen und wichtige Risikohinweise auf Seite 32. 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 32)

Advance Auto Parts	4.8%
MasterBrand	4.7%
Spectrum Brands Holdings	4.7%
ABM Industries	3.1%
Robert Half	3.1%
Columbia Banking System	3.1%
Old National Bancorp	3.0%
WSFS Financial	3.0%
Douglas Dynamics	2.8%
Teleflex Incorporated	2.8%
Total	35.1%

PORTFOLIOMERKMALE

	Strategie	Index
Price-to-Normal-Gewinn	7.6x	12.4x
KGV (Prognose über 1 Jahr)	12.4x	12.9x
KBV	1.2x	1.4x
Median d. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$2.3	\$0.9
Gew. durchschn. Marktkap. (in Mrd. USD)	\$3.3	\$3.5
Aktiver Anteil	95.8%	-
Standardabweichung (5 Jahre)	23.8%	20.3%
Anzahl Aktien (Modellportfolio)	47	1,406

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

SEKTORGEWICHTUNGEN

	Strategie	Index
Basic Materials	6%	3%
Consumer Discretionary	25%	13%
Consumer Staples	7%	2%
Energy	3%	6%
Financials	19%	28%
Health Care	6%	11%
Industrials	26%	13%
Real Estate	3%	10%
Technology	6%	6%
Telecommunications	0%	2%
Utilities	0%	5%

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

PORTFOLIO-STRATEGIEN

PZENA CREDIT OPPORTUNITIES

Die Kreditmärkte erholten sich im Quartal und konnten die allgemeine Schwäche des Vorquartals hinter sich lassen. Ein gemischter Index aus Leveraged Loans und High-Yield-Anleihen erzielte im Quartal eine Rendite von 2,2 % und seit Jahresbeginn von 1,6 %, während Anleihen mit niedrigerem Rating, Software- und Bauprodukte weiterhin schwach blieben. Unser Portfolio erzielte im Quartal erneut eine positive Rendite, getragen von Kurserholungen bei P.F. Chang’s (Gastronomie), Sitel (Outsourcing im Bereich Kundenerlebnis) und ABRA (Fluggesellschaft) sowie durch starke Beiträge neuer Positionen wie Getty Images. Die Gewinne wurden teilweise durch Kursverluste bei der hispanischen Lebensmittelkette Heritage Grocers (Herabstufungen, schwache operative Ergebnisse) und dem Softwareunternehmen CDK (branchenspezifische Schwäche) ausgeglichen.

Wir haben im Berichtszeitraum drei neue Positionen aufgebaut: Alphaia (Hersteller von Tiernahrung), Getty Images (führender Anbieter visueller Inhalte) und Orion Engineered Carbons (OEC) (Spezialchemikalien). Ein branchenweiter Ausverkauf, ausgelöst durch anhaltende Inflation und sinkende verfügbare Einkommen der Verbraucher, belastete Alphaia trotz solider Fundamentaldaten und schuf einen attraktiven Einstiegspunkt für den Kauf des vorrangigen Term Loans des Unternehmens. Wir haben besicherte Hochzinsanleihen von Getty Images angesichts von Befürchtungen hinsichtlich einer Verdrängung durch KI und einer damals anstehenden Fusion mit Shutterstock in unser Portfolio aufgenommen. Wir kauften die 10,5%-Anleihen (Kurs im hohen 70er-Bereich, Rendite von 17,5 %, mit einer speziellen, an die Fusion geknüpften obligatorischen Rückzahlungsklausel) sowie die 11,25%-Anleihen (Rendite von ca. 17 %, aufgrund einer erwarteten Verringerung des Verschuldungsgrads von 4,2x auf 2,4x). Seit Quartalsende, nach der Ankündigung der Beendigung der Fusion am 1. Juli 2026, bewegten sich die 10,5%-Anleihen aufgrund der geplanten Rückzahlung zum Nennwert in Richtung des Nennwerts. Der Kurs des vorrangigen Term Loans von OEC fiel von 100 auf 82, da Ölpreisspitzen die Umsätze und Margen von OEC aufgrund der formelbasierten Vertragspreisgestaltung des Unternehmens beeinträchtigten, was unserer Ansicht nach jedoch ein vorübergehendes Problem darstellt. Das Handelsniveau des Kredits erschien angesichts der Aktienperformance von OEC und des Kurses der pari-passu-Eurodollar-Tranche des Unternehmens als anomal.

Außerdem haben wir unsere bestehenden Positionen in Associated Materials (Bauprodukte),

Century Casino (regionales Glücksspiel), Physician Partners (Gesundheitswesen) und Resolute Investment (Value-Manager) aufgrund der Bewertung aufgestockt. Darüber hinaus hat Trinseo (Chemie) Ende Mai 2026 Insolvenz nach Chapter 11 beantragt.

Wir traten einem Lenkungsausschuss für dessen superprioritäre Verbindlichkeiten bei und stellten ein DIP-Darlehen (Debtor-in-Possession) zu SOFR+900 bereit, wobei wir attraktives Restrukturierungspotenzial erwarten. Was die Verkäufe betrifft, nutzten wir die allgemeine Marktstärke,

um uns aus Tenneco Automotive (gekauft bei Mitte 80, verkauft nahe Nennwert) und Sound Physicians (gekauft bei Mitte 50 unter Druck, erholte sich aufgrund der Gewinnbelebung auf nahezu Nennwert) zurückzuziehen.

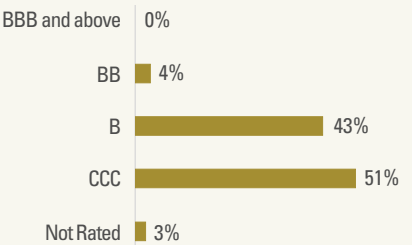
Trotz der Rallye erreichte die „Loan Distress Ratio“ – der Anteil der Kredite, die unter 80 Cent gehandelt werden – Mehrjahreshochs, was auf potenziell steigende Ausfälle hindeutet. Wir setzen unser Kapital weiterhin selektiv in Situationen ein, die im Vergleich zu ihren Kreditfundamentaldaten überproportional hohe Renditen bieten. ■

PERFORMANCEÜBERBLICK Zeiträume von mehr als einem Jahr, annualisiert in USD, 30 Juni 2026

	YTD	One Year	Three Year	Since Inception 7/1/22
Focused Credit Opportunities Composite – Brutto	4.02%	1.41%	7.28%	7.75%
Focused Credit Opportunities Composite – Netto	3.63%	0.65%	5.77%	6.41%

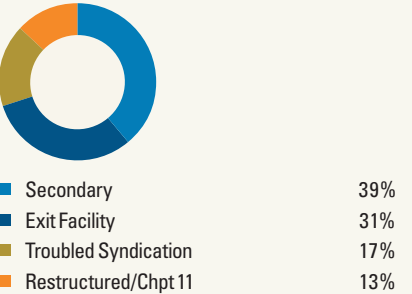
Renditen in USD bis zum 30. Juni 2026. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen. Die Bruttorenditen werden vor Abzug von Verwaltungsgebühren und Leistungsprämien und nach Abzug von Transaktionskosten und Fremdkapitalkosten ausgewiesen. Die Nettorenditen werden 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 Hochwassermarke, vorbehaltlich einer jährlichen Hürde von 6 % mit Aufholmechanismus. Alle Performance-Zahlen sind vorläufig und können sich ändern.

10 GRÖSSTE



Gewichtungen um Bargeld bereinigt – können höher erscheinen als tatsächlich. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 30. Juni 2026. Quelle: PitchBook Data, Inc.

SEKTORGEWICHTUNGEN



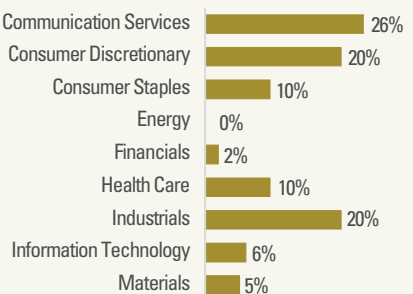
Gewichtungen um Bargeld bereinigt – können höher als tatsächlich erscheinen. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Zahlen möglicherweise nicht zu 100 %. Daten zum 30. Juni 2026. Quelle: PitchBook Data, Inc.

PORTFOLIOMERKMALE

Anzahl der Emittenten	34
Mediane Tranchengröße	\$580M
Durchschnittlicher Kupon	S+665
Rendite bis zur Fälligkeit*	14.8%
Durchschnittliche Laufzeit	3.2 yrs
Durchschnittliche Nettoverschuldung**	3.4x
% mit Covenants	85%

* Portfoliogewichtete durchschnittliche Rendite bis zur Fälligkeit
**Der Verschuldungsgrad auf Emissionsebene wird wie folgt berechnet: Emissionsvolumen bei Par/EBITDA. Daten zum 30. Juni 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 30. Juni 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%
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

HINWEISE ZUM PORTFOLIO

Der Inhalt dieses Dokuments dient ausschließlich zu Informationszwecken und beleuchtet bestimmte Anlagestrategien, die von Pzena Investment Management, LLC („PIM“) verwaltet werden. Es stellt weder ein Angebot zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf einer der hierin genannten Strategien dar.

Die einzelnen Wertpapiere des Portfolios, die in den Abschnitten „Kommentar“, „Global Research Review“ und „Stewardship Insights“ dieses Berichts behandelt werden, wurden aufgrund ihrer Eignung ausgewählt, Ihnen das Verständnis unseres Anlageprozesses zu erleichtern, und nicht aufgrund ihrer Wertentwicklung. Sie stellen nicht alle Wertpapiere dar, die im Laufe des Quartals für die Konten unserer Kunden gekauft, verkauft oder empfohlen wurden, und es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass Anlagen in solche Wertpapiere rentabel waren oder sein werden.

Die im Abschnitt „Highlighted Holdings“ dieses Berichts besprochenen Wertpapiere, Accenture und Cognizant, wurden im zweiten Quartal 2026 in unseren Strategien „Focused Value“, „Global Focused Value“, „Global Value“, „Large Cap Focused Value“, „Large Cap Value“ und anderen gehalten. Globant wurde im zweiten Quartal 2026 in unseren Strategien „Emerging Markets Focused Value“ und anderen Strategien gehalten. Diese Wertpapiere wurden zur Veranschaulichung unseres Research-Prozesses ausgewählt und basieren nicht auf der Wertentwicklung. Die Top-10-Positionen unserer Strategien wurden aus dem Composite der jeweiligen Strategie abgeleitet. Die Bestände variieren zwischen den einzelnen Kundenkonten, da dort unterschiedliche Produktstrategien ausgewählt wurden. Die Bestände können zudem je nach Eröffnungsdatum, Cashflows, Steuerstrategien usw. zwischen den Kundenkonten variieren. Es besteht keine Gewähr dafür, dass die hierin besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Erhalts dieses Berichts noch in Ihrem Portfolio enthalten sind oder dass verkaufte Wertpapiere nicht wieder zurückgekauft wurden. Die besprochenen Wertpapiere stellen nicht das gesamte Portfolio eines Kontos dar und machen insgesamt möglicherweise nur einen geringen Prozentsatz der Portfoliobestände eines Kontos aus.

Die Bruttorenditen werden vor Abzug der Anlageverwaltungsgebühren und nach Abzug der Transaktionskosten ausgewiesen. Die tatsächliche Rendite eines Anlegers verringert sich um die Anlageverwaltungsgebühren. Die Nettorenditen werden anhand einer Modellgebühr ermittelt, die monatlich auf die Bruttorenditen angewendet wird. Pzena verwendet die Gebührenstruktur der höchsten Stufe, um die Auswirkungen der Gebühren auf die Performance-Renditen zu veranschaulichen. Bei Änderungen der Produktgebühren gilt die jeweils aktuelle Gebührenstruktur der höchsten Stufe.

RISIKOINFORMATIONEN

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Verlusts des Kapitals. Anlagen können in verschiedenen Währungen getätigt werden, weshalb Wechselkursschwankungen dazu führen können, dass der Wert der Anlagen sinkt oder steigt. Der Kurs von Aktienwerten kann aufgrund wirtschaftlicher oder politischer Veränderungen oder aufgrund von Veränderungen der Finanzlage eines Unternehmens steigen oder fallen, manchmal schnell oder unvorhersehbar. Anlagen in ausländische Wertpapiere sind mit politischen, wirtschaftlichen und Währungsrisiken, einer höheren Volatilität sowie Unterschieden in den Rechnungslegungsmethoden verbunden. Diese Risiken sind bei Anlagen in Schwellenländern größer. Anlagen in Small-Cap- oder Mid-Cap-Unternehmen sind mit zusätzlichen Risiken verbunden, wie beispielsweise einer begrenzten Liquidität und einer höheren Volatilität als bei größeren Unternehmen. Die Strategien von PIM legen den Schwerpunkt auf einen „Value“-Anlagestil, der auf unterbewertete Unternehmen abzielt, die das Potenzial für eine Verbesserung ihrer Bewertungen aufweisen. Dieser Anlagestil unterliegt dem Risiko, dass sich die Bewertungen niemals verbessern oder dass sich die Renditen von „Value“-Wertpapieren nicht im Einklang mit den Renditen anderer Anlagestile oder des Aktienmarktes im Allgemeinen entwickeln.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Renditen zu, und die Wertentwicklung von Konten oder gemischten Fonds, die von PIM verwaltet werden, sollte nicht als Indikator für die zukünftige Wertentwicklung von Konten oder gemischten Fonds angesehen werden, die von PIM verwaltet werden. Die Anlagerendite und der Kapitalwert einer Anlage schwanken im Laufe der Zeit. Die bereitgestellten Performance-Informationen sind historischer Natur. Die für jede Anlagestrategie dargestellten Performance-Informationen stellen die zusammengesetzte Performance von separat verwalteten Konten und/oder gemischten Fonds dar (abhängig von der jeweiligen dargestellten Anlagestrategie).

OFFENLEGUNGEN

London Stock Exchange Group plc und ihre Konzerngesellschaften (zusammen die „LSE-Gruppe“). ©LSE Group 2025. FTSE Russell ist ein Handelsname bestimmter Unternehmen der LSE Group. Russell® ist eine Marke der jeweiligen Unternehmen der LSE Group und wird von anderen Unternehmen der LSE Group unter Lizenz verwendet. Alle Rechte an den FTSE-Russell-Indizes oder -Daten liegen bei dem jeweiligen Unternehmen der LSE Group, das Eigentümer des Indexes oder der Daten ist. Weder die LSE Group noch ihre Lizenzgeber

übernehmen eine Haftung für Fehler oder Auslassungen in den Indizes oder Daten, und keine Partei darf sich auf die in dieser Mitteilung enthaltenen Indizes oder Daten verlassen. Eine weitere Verbreitung von Daten der LSE Group ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung des jeweiligen Unternehmens der LSE Group nicht gestattet. Die LSE Group fördert, sponsert oder unterstützt den Inhalt dieser Mitteilung nicht.

Der Global Industry Classification Standard („GICS“) wurde von MSCI Inc. („MSCI“) und Standard & Poor's, einem Geschäftsbereich von The McGraw-Hill Companies, Inc.

(„S&P“), entwickelt und ist deren ausschließliches Eigentum sowie eine Dienstleistungsmarke; er wird von Pzena Investment Management, LLC („PIM“) unter Lizenz genutzt. Weder MSCI noch S&P noch Dritte, die an der Erstellung oder Zusammenstellung des GICS oder von GICS-Klassifikationen beteiligt sind, geben ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diesen Standard oder diese Klassifikation (oder die durch deren Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und alle diese Parteien lehnen hiermit ausdrücklich jegliche Gewährleistung hinsichtlich der Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diesen Standard oder diese Klassifikation ab. Ohne Einschränkung des Vorstehenden haften MSCI, S&P und ihre verbundenen Unternehmen sowie Dritte, die an der Erstellung oder Zusammenstellung des GICS oder einer GICS-Klassifizierung beteiligt sind, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurden.

Der S&P 500® ist eine eingetragene Marke von Standard & Poor's, einem Geschäftsbereich von The McGraw Hill Companies, Inc., die Inhaberin aller Urheberrechte an diesem Index ist und die Quelle der hierin genannten Performance-Statistiken dieses Index darstellt.

Die MSCI-Informationen dürfen ausschließlich für Ihren internen Gebrauch verwendet werden; sie dürfen in keiner Form vervielfältigt oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten, Produkten oder Indizes dienen.

Keine der MSCI-Informationen ist als Anlageberatung oder Empfehlung zum Treffen (oder Unterlassen) einer Anlageentscheidung jeglicher Art gedacht und darf nicht als solche herangezogen werden. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Hinweise oder Garantie für zukünftige Performanceanalysen, Prognosen oder Vorhersagen angesehen werden. Die MSCI-Informationen werden „wie besehen“ bereitgestellt, und der Nutzer dieser Informationen trägt das gesamte Risiko, das mit der Verwendung dieser Informationen verbunden ist. MSCI, jedes seiner verbundenen Unternehmen sowie jede andere Person, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung von MSCI-Informationen beteiligt oder damit in Verbindung steht (zusammenfassend als „MSCI-Parteien“ bezeichnet), schließt ausdrücklich jegliche Gewährleistung (einschließlich, aber nicht beschränkt auf Gewährleistungen hinsichtlich Originalität, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung von Rechten Dritter, Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck) in Bezug auf diese Informationen aus. Ohne Einschränkung des Vorstehenden haftet keine MSCI-Partei in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, zufällige, strafrechtliche, Folgeschäden (einschließlich, aber nicht beschränkt auf entgangenen Gewinn) oder sonstige Schäden.

Benchmarks dienen ausschließlich zu Vergleichszwecken. In die Russell-, MSCI- und TOPIX-Indizes kann nicht direkt investiert werden. Die Pzena-Strategien sind in ihren Beständen deutlich stärker konzentriert und weisen andere Sektor- und regionale Gewichtungen auf als ihre jeweiligen Benchmarks. Dementsprechend wird sich die Wertentwicklung der Pzena-Composites von der der Indizes unterscheiden und zeitweise volatiler sein als diese.

Der Russell 1000® Value Index misst die Wertentwicklung des Large-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er umfasst jene Russell 1000®-Unternehmen mit niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen und niedrigeren erwarteten Wachstumswerten. Der Russell 2000® Value Index misst die Wertentwicklung des Small-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er umfasst jene Unternehmen des Russell 2000®-Index mit niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen und niedrigeren prognostizierten Wachstumswerten. Der Russell Midcap® Value Index misst die Wertentwicklung des Mid-Cap-Value-Segments des US-Aktienuniversums. Er umfasst jene Unternehmen des Russell Midcap®-Index mit niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen und niedrigeren prognostizierten Wachstumswerten.

Der MSCI World Index ist ein nach dem Free Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der darauf ausgelegt ist, die Wertentwicklung von Aktien aus Industrieländern zu messen, und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten Quellensteuersätze liefert. Der MSCI All Country World Index (ACWI) ist ein nach dem Free Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der darauf ausgelegt ist, die Wertentwicklung von Aktien aus Industrieländern und Schwellenländern zu messen, und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten

Quellensteuersätze liefert. Der MSCI EAFE-Index ist ein nach dem Free-Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung von Aktien aus Industrieländern mit Ausnahme der USA und Kanadas messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätzen gemäß der Berechnung durch MSCI liefert. Der MSCI ACWI ex USA Index ist ein nach dem Free Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung von Aktien aus Industrieländern und Schwellenländern (mit Ausnahme der USA) messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätzen gemäß der Berechnung durch MSCI liefert. Der MSCI Emerging Markets Index ist ein nach dem Free-Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung der Aktienmärkte in Schwellenländern messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätzen gemäß der Berechnung durch MSCI liefert. Der MSCI World ex-USA Small Cap Index ist ein nach dem Free Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Wertentwicklung von Small-Cap-Aktien aus Industrieländern (ohne die Vereinigten Staaten) messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich der von MSCI berechneten Quellensteuersätze liefert. Der TOPIX Net Total Return Index ist ein nach dem Free-Float bereinigter, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der auf der Grundlage aller an der TSE First Section notierten inländischen Stammaktien berechnet wird und Dividenden nach Abzug der Quellensteuer gemäß der Berechnung durch TOPIX umfasst. Der MSCI Europe Index ist ein nach dem Free-Float bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienmarktperformance der entwickelten Märkte in Europa messen soll und Aktienrenditen einschließlich Dividenden abzüglich Quellensteuersätzen gemäß der Berechnung von MSCI liefert.

Der MSCI World Value Index, der MSCI ACWI Value Index, der MSCI EAFE Value Index, der MSCI ACWI ex USA Value Index, der MSCI Emerging Markets Value Index, der MSCI World ex-USA Small Cap Value Index, der TOPIX Value Index und der MSCI Europe Value Index werden auf der Grundlage ihres jeweiligen Mutterindex zusammengestellt. Die Merkmale des Value-Anlagestils für die Indexzusammensetzung werden anhand von drei Variablen definiert: Buchwert-Kurs-Verhältnis, Verhältnis von erwarteten Gewinnen der nächsten 12 Monate zum Kurs und Dividendenrendite.

WEITERE INFORMATIONEN

Pzena Investment Management, LLC hat ihren Sitz in 320 Park Avenue, 8. Etage, New York, NY 10022, und ist ein bei der US-Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission) registrierter Anlageberater.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Verkauf noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren oder Anlageberatungsdienstleistungen in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung gegen geltendes Recht verstößt, noch richtet es sich an Personen, gegenüber denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung unzulässig ist, oder an Personen, die nicht zur Abgabe eines solchen Angebots oder einer solchen Aufforderung berechtigt sind. Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. Potenzielle Anleger werden aufgefordert, sich hinsichtlich der Auswirkungen einer Anlage in Wertpapiere oder Anlageberatungsdienstleistungen an ihre eigenen professionellen Berater zu wenden.

ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN FÜR ANLEGER IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH:

Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management, Limited („PIM U.K.“) herausgegeben. PIM U.K. ist eine in England und Wales unter der Registrierungsnummer 09380422 eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in 34–37 Liverpool Street, London EC2M 7PP, Vereinigtes Königreich. PIM U.K. ist ein bestellter Vertreter von Vittoria & Partners LLP (FRN 709710), die von der Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassen und reguliert wird. Die Pzena-Dokumente wurden von Vittoria & Partners LLP genehmigt und werden im Vereinigten Königreich ausschließlich professionellen Kunden und berechtigten Gegenparteien im Sinne der Definition der FCA zur Verfügung gestellt.

Die Pzena-Dokumente werden ausschließlich professionellen Kunden und berechtigten Gegenparteien im Sinne der Definition der FCA zur Verfügung gestellt. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten bei Rücknahme möglicherweise nicht den vollen Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage zurück. Die hierin enthaltenen Ansichten und Aussagen stammen von Pzena Investment Management und basieren auf internen Analysen.

ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN FÜR EU-ANLEGER:

Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management Europe Limited („PIM Europe“) herausgegeben. PIM Europe (Nr. C457984) ist von der irischen Zentralbank als OGAW-Verwaltungsgesellschaft zugelassen und reguliert (gemäß den „European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations“ von 2011 in der jeweils gültigen Fassung) und verfügt über eine zusätzliche Zulassung für die Verwaltung von Anlageportfolios gemäß den von Anlegern erteilten Mandaten auf diskretionärer, kundenindividueller Basis, sofern diese Portfolios eines oder mehrerer der in Abschnitt C des Anhangs zu den MiFID-Verordnungen (Markets in Financial

Instruments) von 2017 (S.I. Nr. 375 von 2017) in der jeweils gültigen Fassung aufgeführten Anlageinstrumente umfassen, sowie Anlageberatung in Bezug auf eines oder mehrere der in Anhang I, Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) umfasst. PIM Europe ist in Irland beim Companies Registration Office (Nr. 699811) registriert und hat seinen Sitz in Riverside One, Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Renditen zu. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten bei Rücknahme möglicherweise nicht den vollen Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage zurück. Die hierin enthaltenen Ansichten und Aussagen stammen von Pzena Investment Management und basieren auf internen Analysen.

NUR FÜR ANLEGER AUS AUSTRALIEN UND NEUSEELAND:

Dieses Dokument wurde von Pzena Investment Management, LLC (ARBN 108 743 415), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung („Pzena“), erstellt und herausgegeben. Pzena unterliegt der Aufsicht der Securities and Exchange Commission (SEC) gemäß US-amerikanischem Recht, das sich vom australischen Recht unterscheidet. Pzena ist gemäß der ASIC-Klassenverordnung CO 03/1100 und der Übergangsregelung im Rahmen des ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, die durch das ASIC Corporations (Foreign Financial Services Providers) Instrument 2025/798 bis zum 31. März 2027 verlängert wurde, von der Verpflichtung befreit, in Australien eine australische Finanzdienstleistungslizenz zu besitzen. Pzena bietet Finanzdienstleistungen in Australien gemäß dieser Ausnahmeregelung ausschließlich „Großkunden“ an. Dieses Dokument ist nicht dazu bestimmt, direkt oder indirekt an andere Personengruppen in Australien verteilt oder weitergegeben zu werden.

In Neuseeland ist jedes Angebot auf „Großanleger“ im Sinne von Klausel 3(2) des Anhangs 1 des Financial Markets Conduct Act 2013 („FMCA“) beschränkt. Dieses Dokument ist nicht als Angebot zu betrachten und kann von keiner Person in Neuseeland, die kein Großanleger ist, angenommen werden.

NUR FÜR ANLEGER AUS JERSEY:

Für die Verbreitung dieses Dokuments wurde keine Genehmigung gemäß der „Control of Borrowing (Jersey) Order 1958“ (die „COBO“-Verordnung) eingeholt. Dementsprechend darf das Angebot, das Gegenstand dieses Dokuments ist, in Jersey nur dann unterbreitet werden, wenn das Angebot im Vereinigten Königreich oder auf Guernsey gültig ist und in Jersey nur an Personen verteilt wird, die denjenigen entsprechen, an die es derzeit im Vereinigten Königreich bzw. auf Guernsey verteilt wird, und in einer Weise, die der dortigen entspricht. Die Geschäftsführer können, sind jedoch nicht verpflichtet, eine solche Genehmigung in Zukunft zu beantragen. Die hierin beschriebenen Dienstleistungen und/oder Produkte sind nur für erfahrene Anleger geeignet, die die damit verbundenen Risiken verstehen. Weder Pzena Investment Management, Ltd. noch Pzena Investment Management, LLC noch die Tätigkeiten von Mitarbeitern im Zusammenhang mit Pzena Investment Management, Ltd. oder Pzena Investment Management, LLC unterliegen den Bestimmungen des Financial Services (Jersey) Law 1998.

NUR FÜR ANLEGER AUS SÜDAFRIKA

Der „Pzena Emerging Markets Focused Value Fund“, der „Pzena Emerging Markets Select Value Fund“, der „Pzena Global Focused Value Fund“ und der „Pzena Global Value Fund“ sind gemäß § 65 des CISCAs registriert und zugelassen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf bestimmter Anlagen dar oder ist Teil eines solchen Angebots. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen können nach der Veröffentlichung jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wir lehnen daher jegliche Haftung für Verluste, Verbindlichkeiten, Schäden (unabhängig davon, ob es sich um direkte oder Folgeschäden handelt) oder Aufwendungen jeglicher Art ab, die infolge der Nutzung oder des Vertrauens auf die Informationen entstehen oder direkt oder indirekt darauf zurückzuführen sind.

Organisierte Wertpapier-Investmentgesellschaften (CIS) sollten als mittel- bis langfristige Anlagen betrachtet werden. Der Wert kann sowohl steigen als auch fallen, und die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist nicht unbedingt ein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. CIS werden zum aktuellen Kurs gehandelt und können Wertpapierleihgeschäfte tätigen. Eine Übersicht über Gebühren, Entgelte und Höchstprovisionen ist auf Anfrage beim Verwalter erhältlich. Ein CIS kann für neue Anleger geschlossen werden, um es gemäß seinem Mandat effizienter verwalten zu können. Es besteht keine Garantie hinsichtlich des Kapitals oder der Renditen eines Portfolios. Repräsentanz: Prescient Management Company (RF) (Pty) Ltd ist gemäß dem Gesetz zur Kontrolle von Organismen für gemeinsame Anlagen (Collective Investment Schemes Control Act, Nr. 45 von 2002) registriert und zugelassen. Weitere Informationen wie Fondskurse, Gebühren, Broschüren, Mindestangaben und Antragsformulare finden Sie unter www.pzena.com.



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.

20260723-20261015-5771259