

CARVE

---

HALVÅRSRAPPORT 2015

CARVE MASTER

CARVE 1

CARVE 2



BRUMMER & PARTNERS

# CARVE I KORTHET

## Strategi:

- Carve Master: absolutavkastande specialmottagarfond fokuserad på aktier och företagsobligationer
- Carve 1 och 2: absolutavkastande specialmattarfonder fokuserade på investering i specialmottagarfonden
- Carve Master

Startdag: 12 november 2012

Portföljförvaltare: Bo Börtemark, Per Josefsson, Peter Thelin och Michael Falken

## FÖRVALTNINGSMÅL

Avkastningsmål: Absolut avkastning

Avkastningsnivå: 12–15 procents genomsnittlig årlig avkastning

Risk (standardavvikelse): 10–15 procents årlig standardavvikelse

Korrelation: Ej tillämpligt

## AVGIFTER OCH TECKNING

### Fast arvode:

- Carve Master: 0 procent per år (inget)
- Carve 1: 0,5 procent per år
- Carve 2: 1 procent per år

### Prestationsbaserat arvode:

- Carve Master: 0 procent (inget)
- Carve 1: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln<sup>1)</sup>
- Carve 2: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln<sup>1)</sup>

### Inträdesavgift:

- Carve Master: 0 procent (ingen)
- Carve 1: Maximal avgift är 3 procent av fondandelarnas värde på teckningsdagen. Gällande avgift är 0 procent av fondandelarnas värde på teckningsdagen.
- Carve 2: Maximal avgift är 3 procent av fondandelarnas värde på teckningsdagen. Gällande avgift är 0 procent av fondandelarnas värde på teckningsdagen.

### Inlösenavgift:

- Carve Master: 0 procent (ingen)
- Carve 1: Maximal avgift är 10 procent av fondandelarnas värde på inlösendagen. Gällande avgift är 7,5 procent av fondandelarnas värde på inlösendagen. Inlösenavgiften tillfaller Carve 1.
- Carve 2: 0 procent (ingen)

### Teckning av andelar:

- Carve Master: Månadsvis
- Carve 1: Sådan dag som förvaltaren anger<sup>2)</sup>
- Carve 2: Kvartalsvis (för närvarande stängd)

### Inlösen av andelar:

- Carve Master: Månadsvis
- Carve 1: Sista dagen i december<sup>2)</sup>
- Carve 2: Kvartalsvis

### Minimiinvestering vid första teckningstillfället:

- Carve 1: 10 000 000 kronor
- Carve 2: 500 000 kronor

## TILLSYN

Tillståndsgivande myndighet: Finansinspektionen. AIF-förvaltaren har stått under Finansinspektionens tillsyn sedan den 19 oktober 2012 och omaktiverades i enlighet med lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder den 21 maj 2015.

Förvaringsinstitut: Citibank International PLC (England), Sverigefilial

Revisor: KPMG AB, Anders Bäckström, Box 16106, 103 23 Stockholm

## AIF-FÖRVALTARE

Carve Capital AB

Organisationsnummer: 556887-9331

Fonder under förvaltning: Carve Master, Carve 1 och Carve 2

Ägare: Brummer & Partners AB (40 procent) och Carve Intressenter AB (60 procent)

Aktiekapital: 1 500 000 kronor

Adress: Norrmalmstorg 14, Box 7030, 103 86 Stockholm

Telefon: +46 8 566 214 80, fax: +46 8 566 214 85

E-post: info@brummer.se, webbplats: www.brummer.se

Kontakt: Client Desk, B & P Fund Services AB

Verkställande direktör: Peter Thelin

Styrelse: Svante Elfving, Per Josefsson (ordförande) och Ola Paulsson

Chief Compliance Officer: Joakim Schaaf, B & P Fund Services AB

Oberoende riskkontrollansvarig: Sam Nylander, B & P Fund Services AB

Klagomålsansvarig: Åsa Holmius, B & P Fund Services AB

1) Definieras som Riksbankens fixing av tremånaders statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar plus en procentenhet efter "high watermark". High watermark innebär att fonden endast erlägger prestationsbaserat arvode efter det att eventuell underavkastning från tidigare perioder har kompenseras. Vid insättningar överstigande 1 miljard kronor i Carve 1 höjs avkastningströskeln med 1 procentenhet för hela innehavet.

2) Blankett och information om datum för teckning respektive inlösen kan beställas hos förvaltaren eller hämtas via fondens webbplats eller via förvaltarens administratör.

Detta är en gemensam halvårsrapport med verksamhetsberättelser för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2. För information om respektive fond, se respektive fonds verksamhetsberättelse.

## CARVES HALVÅRSRAPPORT 2015

Styrelsen och verkställande direktören för Carve Capital AB får härmed avge följande halvårsrapport för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för perioden 1 januari till 30 juni 2015.

Brummer & Partners .....	4
Förvaltarna har ordet.....	6
Portföljresultat .....	6
Risknivå .....	6
Omvärldsutvecklingen i korthet.....	6
Portföljarbetet .....	7
Utsikter .....	9
Nyrekryteringar .....	10
Övrigt.....	10
Carve Master .....	11
Verksamhetsberättelse .....	11
Räkenskaper.....	13
Carve 1 .....	23
Verksamhetsberättelse .....	23
Räkenskaper.....	24
Carve 2 .....	27
Verksamhetsberättelse .....	27
Räkenskaper.....	28
Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport .....	32
Förvaltningsorganisation .....	33
Ordlista .....	34

---

Carve Master, Carve 1 och Carve 2 (tillsammans "fonderna") är specialfonder enligt 1 kap 11 § 23 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Fonderna är följaktligen inte så kallade UCITS-fonder. Andelarna i fonderna har inte registrerats och kommer inte att registreras i enlighet med värdepapperslagstiftning i USA, Kanada, Japan, Australien eller Nya Zeeland eller i något annat land och får inte säljas eller erbjudas till försäljning till eller inom USA, Kanada, Japan, Australien eller Nya Zeeland eller i sådana länder där sådant erbjudande eller försäljning skulle strida mot gällande lagar eller regler. Utländsk lag kan innebära att en investering inte får göras av investerare utanför Sverige. Carve Capital AB har inget som helst ansvar för att kontrollera att en investering från utlandet sker i enlighet med sådant lands lag. Det åligger envar att tillse att sådan investering sker i enlighet med gällande lag eller andra regleringar, såväl i Sverige som utomlands. Informationen i denna rapport ska inte ses som en rekommendation av förvaltaren att teckna andelar i fonderna utan det ankommer på var och en att göra sin egen bedömning av en investering i fonderna och riskerna förknippade därmed. I samband med en sådan bedömning ska envar förlita sig endast på den information som finns i fondernas faktablad och informationsbroschyrer. Dessa går att ladda ner från [www.brummer.se](http://www.brummer.se). Det finns inga garantier för att en investering i fonderna ger en god avkastning, trots en positiv utveckling på de finansiella marknaderna. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonderna kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att man får tillbaka hela eller delar av det insatta kapitalet. En investering i fonderna bör betraktas som en långsiktig investering. Tvist rörande fonderna eller information om fonderna ska avgöras enligt svensk lag och av svensk domstol exklusivt. Carve Capital AB tillhandahåller inte sådan finansiell rådgivning som avses i lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter eller sådan investeringsrådgivning som avses i lagen (2004:46) om värdepappersfonder. Förvaltaren har inte tillstånd enligt 3 kap 2 § andra stycket 4 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder att lämna investeringsråd.

# Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med 139 miljarder kronor<sup>1)</sup> under förvaltning på uppdrag av privatpersoner, företag och institutionella investerare. Genom att vi samlar investeringsstrategier som inte förväntas samvariera över tiden, och som alla eftersträvar konkurrenskraftig riskjusterad avkastning, kan vi erbjuda en väldiversifierad förvaltning vars avkastning på sikt förväntas vara oberoende av utvecklingen på kapitalmarknaden.

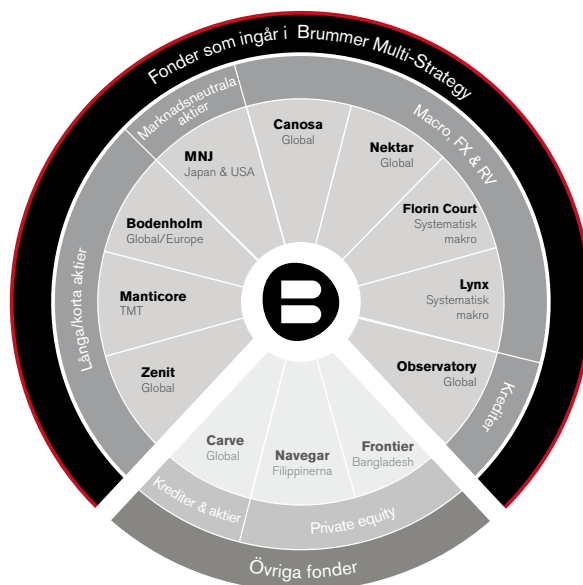
## VÅR AFFÄRSMODELL

Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltar-teamen kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion driven av förvaltningsbolagen samtidigt som vi kan erbjuda en väl diversifierad förvaltning. Vår modell har visat sig vara attraktiv för skickliga förvaltar-team som uppskattar sin självständighet i kombination med vår erfarenhet och expertis.

## VÅR FÖRVALTNING

Våra hedgefonder, som alla följer olika investeringsstrategier, bildar tillsammans en diversifierad portfölj; Brummer Multi-Strategy och Brummer Multi-Strategy 2xL. Dessa två fonder utgör kärnan i vår förvaltning. Kunder som investerar i Brummer Multi-Strategy eller Brummer Multi-Strategy 2xL betalar ingen extra förvaltningsavgift utöver den avgift som fonderna själva erlägger på sina investeringar i de hedgefonder de investerar i. Förutom Brummer Multi-Strategy-fonderna förvaltar gruppen för närvarande tio hedgefonder och två private equity-fonder. Våra kunder kan välja att investera i någon av Brummer Multi-Strategy-fonderna eller direkt i någon av våra andra fonder.

När vi adderar nya förvaltar-team till gruppen och Brummer Multi-Strategy fokuserar vi inte på hur snabbt de nya fonderna kan attrahera kapital från befintliga eller nya kunder. Vårt fokus ligger inte på att vårt förvaltade kapital ska växa. I stället fokuserar vi på att vår samlade förvaltning, genom Brummer Multi-Strategy, ska generera konkurrenskraftig avkastning. Det som är viktigt för oss är därför att identifiera nya förvaltar-team som vi tror kommer att göra Brummer Multi-Strategy mer effektiv över tid, antingen genom att höja Brummer Multi-Strategy's förväntade avkastning och/eller sänka dess risk. Vi har inga mål vad gäller hur många fonder vi ska addera per år eller hur mycket vårt förvaltade kapital ska växa. Vårt mål är att hitta kvalitativa förvaltar-team som vi tror kommer att leverera konkurrenskraftig riskjusterad avkastning.



När vår första fond Zenit startades 1996 blev vi pionjärer inom hedgefondförvaltning i Sverige. Eftersom vi är delägare i förvaltningsbolagen och Brummer Multi-Strategy är en viktig investerare i alla våra fonder, samtidigt som både Brummer & Partners AB och portföljförvaltarna själva investerar i fonderna, skapas intressegemenskap mellan oss, portföljförvaltarna och våra kunder. Vår avgiftsstruktur baseras på att vi tar betalt efter prestation och fondernas mål är inte att slå sina jämförelseindex utan att leverera konkurrenskraftig avkastning oavsett hur det går för indexen. Våra portföljförvaltare måste alltid ta igen eventuella förluster och passera fondernas avkastningströsklar innan prestationsbaserat arvode kan tas ut.

## BRUMMER LIFE

Till skillnad från vår aktiva förvaltning där vi tar betalt efter prestation erbjuder vi, genom vårt försäkringsbolag Brummer Life, vissa index- och räntefonder helt utan förvaltningsavgifter. När vi startade Brummer Life år 2011 var ambitionen att ge fler människor tillgång till en förvaltning som tidigare bara varit tillgänglig för ett fåtal. Vi ville också vara enklare, tydligare och mer transparenta i en bransch som ofta kännetecknas av motsatsen. Genom Brummer Life arbetar vi för en mer hållbar pensionsbransch och driver aktivt frågan om fri flytträtt och provisionsfri rådgivning.

1) 30 juni 2015.

#### HEDGE FUND STANDARDS BOARD

Som en av grundarna och initiativtagarna till "the Hedge Fund Standards Board" kräver vi att våra förvaltningsbolag följer de riktlinjer gällande bland annat informationsgivning, värdering, riskhantering och bolagsstyrning som HFSB ger ut. HFSB samlar investerare, hedgefondförvaltare och myndigheter runt ett gemensamt ramverk i syfte att förbättra transparensen och "best practice" i branschen.

Vi är idag en av Europas ledande hedgefondförvaltare och förutom direktinvesteringar i fonderna erbjuds också sparande genom depå och investeringssparkonto, kapitalförsäkring och tjänstepension. Ungefär hälften av gruppens 400 anställda arbetar med att förvalta fonderna och den andra hälften erbjuder fonderna stöd med exempelvis riskkontroll, regel efterlevnad, administration och investerarrelationer.

## Förvaltarna har ordet

Carve är en global absolutavkastande fond som investerar i tre områden: aktier, företagskrediter och kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage. Fonden har två matarfonder: Carve 1 och Carve 2. I Carve 1 är kapitalet inlåst i tre år och i Carve 2 kan 25 procent av insatt kapital tas ut kvartalsvis.

Den låsta kapitalmassan gör att Carve kan arbeta med lång horisont på placeringarna, i normalfallet två till tre år. Vår ambition är att arbeta med en koncentrerad portfölj och ta stora positioner. Carves målsättning är att över tiden leverera tvåsiffrig avkastning i alla typer av marknadsklimat till en kontrollerad risk.

Aktieportföljen kan vara netto lång eller netto kort beroende på uppfattning om marknad och bolag, där den långa sidan i normalfallet är koncentrerad på stabila innehav med begränsad konjunkturrisik och den korta sidan på bolag med strukturella problem.

Företagskreditportföljen på den långa sidan är inriktad på bolag med begränsad kreditrisk och relativt korta löptider. Den korta sidan konstrueras med samma utgångspunkt som på aktiesidan. Ränterisken hedgas bort.

Kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage är i princip marknadsneutralt eller har begränsad marknadsriktningsrisk.

### PORTFÖLJRESULTAT

Per 30 juni hade fonderna (Carve 1 och Carve 2) stigit med 2,62 respektive 2,32 procent. Portföljresultatet är under Carves mål. Resultatet kan jämföras med HFRI Fund of Funds Composite Index (HFRI Index) som steg med 2,61 procent under motsvarande period. Utbytet mellan avkastning och risk är sedan start fortsatt gott. Den helårsbaserade standardavvikelsen sedan start är 3,77 procent för Carve 1 och 3,82 procent för Carve 2, vilket ger en Sharpekvot på 2,73 respektive 2,52, att jämföra med 1,79 för HFRI Index.

### RISKNIVÅ

Carve hade under första halvåret fortsatt en förhållandevis låg risk. Value-at-Risk var vid halvårsskiftet 0,72 procent. Vid samma tidpunkt uppgick fondens totala exponering till cirka 270–280 procent, vilket är i nivå med fondens målsättning. Nettoexponeringen reducerades något under perioden.

### OMVÄRLDSUTVECKLING I KORTHET

Den globala ekonomin fortsatte att växa i måttlig takt och ett stort antal centralbanker världen över fortsätter att stimulera sina ekonomier genom att föra en mycket expansiv penningpolitik (se tabell nedan). Carves huvudmarknader är USA och Europa och där ligger tillväxtprognoserna för året på 2,5 respektive 1,5 procent. Tillväxten i USA bromsade in under inledningen av året och föll med 0,2 procent i årstakt under första kvartalet vilket skapade viss osäker-

het. Vår bedömning var att detta var mer en tillfällig effekt än en reell inbromsning, bland annat orsakad av det dåliga vädret som höll tillbaka konsumtionen, minskade kapitalinvesteringar inom oljesektorn och starkare dollarkurs. Siffror under andra kvartalet gav stöd för denna uppfattning med stark bostadsmarknad, bättre utveckling för detaljhandeln och något högre inflationsutveckling än förväntat. Den stora frågan för USA och omvärlden handlar om när Federal Reserve beslutar om en första räntehöjning. Flera marknadsaktörer förväntar sig ett höjningsbeslut i september. Även om centralbanken säger sig vara tålmodig blir det kommande höjningsbeslutet en betydelsefull signal och styrkan i den amerikanska ekonomin blir allt tydligare.

I Europa förbättrades tillväxttakten tack vare förhållandevis stark utveckling av konsumtion och investeringar. Återhämtningen i Europa stöds av den fortsatt mycket expansiva penningpolitiken, med kraftiga stimulanser och nya kvantitativa lättnader från Europeiska centralbanken. Räntorna steg överlag under perioden, inte minst inom euroområdet, vilket bland annat förklaras av förbättrad tillväxt, men också en viss turbulens på grund av Greklands krisen.

Krisen i Grekland kom att få ett oproportionerligt stort utrymme. Även om det politiskt och symboliskt varit viktigt att nå en för alla parter godtagbar lösning, är det vår uppfattning att såväl politiker som riskkapitalmarknad denna gång varit förberedda på hur detta skulle hanteras såväl taktiskt som politiskt. En eventuell "grexit" hade kunnat mötas på ett betydligt bättre sätt jämfört med situationen för några år sedan. I skrivande stund har en överenskommelse med kreditgivarna kommit till stånd och har godkänts av det grekiska parlamentet.

I den asiatiska regionen lättade flera länder på penningpolitiken, däribland Kina och Sydkorea. I Kina, som under senare år varit världsekonomin tillväxtmotor, har utvecklingen under 2015 gett anledning till ökad oro. Tillväxten har dämpats av starkare växelkurs och det finns uppenbara obalanser mellan investeringar och konsumtion. Den senaste officiella tillväxtsiffran på 7 procent ifrågasätts också av omvärlden. Under senare delen av perioden och i början av juli har myndigheterna intervenerat på aktiemarknaden genom direkta köp och genom att ge lån till marknaden. Även utländska företag verksamma i Kina upplever en vikande marknad.

Företagens vinstutveckling har i huvudsak varit tillfredsställande. Vinsttillväxten för 2015 beräknas ligga på 1–1,5 procent i USA och 5–6 procent i Europa.

Under första halvåret steg Eurostoxx 600 med 11,31 procent och S&P 500 sjönk med 0,83 procent. Den kinesiska börsen föll med 32,2 procent. Kreditindexet Credit Corp. Investment Grade Index sjönk med 0,46 procent i USA och med 1,41 procent i Europa.

## RÄNTEUTVECKLING TIOÅRIGA STATSOBLIGATIONER 2015

(%)	2015-01-01	2015-08-04	Förändring, punkter
<i>Nord- och Sydamerika</i>			
Kanada	1,786	1,429	-35,5
USA	2,172	2,166	-0,5
Mexiko	3,397	3,671	+32,6
Colombia	3,703	4,000	+36,2
Brasilien	4,219	5,023	+92,7
<i>Europa</i>			
Schweiz	0,307	-0,124	-41,9
Tyskland	0,538	0,629	+9,2
Nederländerna	0,674	0,803	+14,0
Frankrike	0,822	0,935	+11,7
Sverige	0,919	0,723	-19,0
Spanien	1,598	1,915	+33,0
Storbritannien	1,755	1,866	+11,2
Italien	1,877	1,753	-11,1
Portugal	2,654	2,368	-25,3
Grekland	9,416	11,392	+230,5
<i>Asien/Oceanien</i>			
Japan	0,322	0,380	+6,6
Sydkorea	2,628	2,408	-21,5
Australien	2,739	2,729	-
Nya Zeeland	3,666	3,252	-38,9

Källa: Bloomberg.

## PORTFÖLJARBETET

Carve arbetar med en långsiktig placeringshorisont och omvärldsutvecklingen under första halvåret gav oss inte anledning att göra några större portföljförändringar, även om vi minskade nettoexponeringen något. Drygt 50 procent av avkastningen har kommit från aktier, knappt 50 procent från krediter och kapitalstrukturinvesteringar, vilket ligger i linje med fondens uttalade mål. Aktieinvesteringarna har utvecklats väl och vi ökade aktieandelen något under perioden. Likaså satsade vi alltmer på kapitalstrukturinvesteringar. Kreditsidan anser vi vara fullvärderad och det är svårt att hitta intressanta investeringsteman. Följaktligen har kreditinvesteringarna som andel av portföljen minskat under första halvåret.

## MÅNADSAVKASTNING 2015 CARVE 1

	Carve 1 (SEK)	HFRI Fund of Funds (USD)	MSCI World NDTR Index (lokal valuta)	JP Morgan Global Govn't Bond Index (lokal valuta)	Credit Corp Investment Grade US (USD)	Credit Corp Investment Grade EU (EUR)	Tremånaders tysk statsskuld- växel (SEK)
AVKASTNING 2015, %							
Januari	-1,07	0,13	-1,09	2,31	2,74	0,86	-0,01
Februari	3,13	1,69	5,89	-0,99	-0,87	0,64	-0,01
Mars	0,06	0,65	-0,43	0,82	0,41	-0,05	-0,01
April	1,01	0,27	1,04	-0,79	-0,53	-0,49	-0,03
Maj	1,17	1,01	1,27	-0,61	-0,52	-0,45	-0,03
Juni	-1,63	-1,16	-2,94	-1,31	-1,63	-1,90	-0,03
JANUARI-JUNI 2015	2,62	2,61	3,57	-0,62	-0,46	-1,41	-0,12

## Aktier

Aktieportföljen bestod vid halvårsskiftet av 29 positioner. En stor andel av dessa har liksom tidigare betydande optionsinslag där vi i flera fall sålt optionalitet när vi bedömt att prissättningen varit attraktiv. I några fall har såld optionalitet finansierat köpt optionalitet på intressanta slutkursnivåer. Geografiskt dominerar innehaven i USA. Vi letar kontinuerligt efter investeringar i bolag med kortsiktiga problem men långsiktiga möjligheter på den långa sidan och på den korta sidan efter bolag med tillfälliga framgångar och långsiktiga problem.

De tre största positiva bidragen från aktier kom från långa positioner i LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy), Ebay Inc och SAP AG.

LVMH har varit ett innehav i fonden i cirka två år. Vi har under innehavstiden varit aktiva med att ställa ut både köp- och säljoptioner, vilket gett god avkastning trots att kursen i huvudsak rört sig sidledes. I början av 2015 steg aktien kraftigt och nådde vår målkurs varvid positionen avyttrades.

Ebay bestod ursprungligen av två delar, e-handelsbolaget Ebay och Paypal, när vi initialt investerade i bolaget. Paypal är ett ledande betalssystem för affärer online. I relation till den tillväxt bolaget haft och som kunde förväntas framöver ansåg vi att helheten var måttligt värderad. I en värdering av bolagets totala nettotillgångar kunde vi också konstatera att summan av bolagets delar var mer värda än vad helheten var prissatt till. I takt med att detta blev allt mer uppmärksammat av marknaden, bestämde sig Ebay för att dela upp bolaget, vilket hade en positiv inverkan på börskursen.

SAP har gett oss en möjlighet att investera i en kvalitets-tillgång till ett rimligt pris. Marknaden har varit orolig för omvandlingen från att sälja licenser, som ger stora vinster på kort sikt, till att sälja en prenumeration på en molntjänst, som ger en stabil hög vinst på lång sikt, men där vinsten på kort sikt är lägre. Aktien har följaktligen varit volatil vilket skapat möjligheter inte minst genom olika typer av optionsstrategier.

De tre största negativa bidragen kom från korta positioner i Marks & Spencer Group PLC och Carrefour SA, samt från en lång position i Yahoo Core (det vill säga lång Yahoo-aktier samt kort det antal aktier Yahoo äger i Alibaba).

*Marks and Spencers* aktie har utvecklats positivt, vilket enligt våra bedömningar inte är fundamentalt motiverat. Bolaget har på kort sikt lyckats lite bättre än vad vi räknat med men vi anser att detta är av mer tillfällig natur. Förenklat består bolaget av två lika stora delar, matvaror och kläder, med huvudsaklig verksamhet i Storbritannien. I hemlandet är dessa verksamheter under mycket hårt tryck från konkurrenter som under lång tid byggt ut kapaciteten, samtidigt som internetpenetrationen är på mycket höga nivåer och fortsätter att växa snabbt.

*Carrefour* har haft en stark kursutveckling under året, trots fortsatt fallande vinstestimater och en hög värdering. Kassaflödet är fortsatt svagt och bolaget är relativt sett fel positionerat. Kursuppgången kan förklaras dels av en allmän uppvärdering av tillgångar i Europa, dels av att Carrefour inte längre förlorar marknadsandelar, utan till och med vunnit några. Det skapar förväntningar om att även kassaflöden och resultat ska förbättras. Vi är inte övertygade om detta och behåller vår negativa inställning till bolaget.

*Yahoo Core* handlas med en mycket stor rabatt med tanke på den försiktiga värderingen av bolagets delar. Denna rabatt borde minska eftersom bolaget annonserat att de kommer att dela ut aktierna i Alibaba senare i år. Yahoo Core föll dock kraftigt under våren då den amerikanska skattemyndigheten genomför en större översyn av skattekonsekvenser i samband med den här typen av transaktioner. Inget specifikt är sagt i fallet Yahoo. På dagens kursnivå finns det uppsida även om det skulle bli ett maximalt dåligt utfall i skattefrågan.

#### Företagskrediter

Företagskrediter bestod av 17 positioner där majoriteten legat inom finanssektorn. Vi har även positioner inom energi-, stål- och telekomsektorerna. De största bidragsgivarna i företagskrediter var långa positioner i Lloyds Banking Group, Bank of Ireland och Nordea.

*Lloyds Banking Group* har omstrukturerat sin bankverksamhet de senaste åren och förstärkt balansräkningen. Verksamheten har renodlats och banken har återgått till sin framgångsrika företagsmodell i Storbritannien. Under förändringsarbetet uppstod felprissättningar i kapitalstrukturen

som vi utnyttjade. Vi är i dagsläget långa krediten via deras subordinerade obligationer (så kallade AT1-obligationer) som konverteras till aktiekapital om kapitaltäckningen understiger en viss nivå.

*Bank of Ireland* genomgick en svår kris och staten räddade banken genom att tillföra kapital i form av preferensaktier. I december 2013 omstrukturerades preferensaktierna och såldes till privata investerare. Preferensaktierna har en osedvanligt hög utdelning. Efter en omfattande omstrukturering och stora kreditreserveringar har banken, stärkt av en förbättrad konjunktur på hemmamarknaden i kombination med en oligopolposition på Irland, vänt blad och är återigen lönsam med en väsentligt stärkt balansräkning. Vi har en lång position i preferensaktien som ger attraktiv avkastning och banken har incitament att återköpa dessa aktier så snart som möjligt.

*Nordea* är en av Europas största banker, huvudsakligen verksam i Norden på marknader som i mångt och mycket är oligopolistiska. Konsekvent god lönsamhet i kombination med en stark balansräkning och myndigheter som ställer strikta krav gör deras subordinerade obligationer inom AT1-segmentet (konverteras till aktiekapital om kapitaltäckningen understiger en viss nivå) attraktiva. Vi är investerade i en av dessa obligationer som ger en attraktiv kupongränta.

De största negativa bidragen kom från positioner i AK Steel och Swedbank. Därutöver har en hedge för kreditportföljen bidragit negativt om den ses isolerat, men positionen har som helhet avsevärt reducerat risken i kreditportföljen.

*AK Steel* är en amerikansk stålproducent som har varit under press från fallande stålpriser drivet av global överkapacitet och avtagande kinesisk stålkonsumtion. Kraftigt fallande kostnader har underlättat priskorrigeringen något och företagsledningens fokus är på att förbättra balansräkningen framgent. Vi anser att sannolika framtida amerikanska stältullar kommer att reducera prispressen och ge bolaget en möjlighet att bygga upp en starkare kreditprofil. Vi är långa krediten via credit default swaps.

*Swedbank* driver huvudsakligen svensk bankverksamhet och har en stark marknadsposition med ytterst god lönsamhet. Bankens successivt dragit ner på kostnadsbasen samt

#### MÅNADSAVKASTNING 2015 CARVE 2

	Carve 2 (SEK)	HFRI Fund of Funds (USD)	MSCI World NDTR Index (lokal valuta)	JP Morgan Global Govn't Bond Index (lokal valuta)	Credit Corp Investment Grade US (USD)	Credit Corp Investment Grade EU (EUR)	Tremånaders tysk statsskuld- växel (SEK)
AVKASTNING 2015, %							
Januari	-1,34	0,13	-1,09	2,31	2,74	0,86	-0,01
Februari	3,26	1,69	5,89	-0,99	-0,87	0,64	-0,01
Mars	0,03	0,65	-0,43	0,82	0,41	-0,05	-0,01
April	0,93	0,27	1,04	-0,79	-0,53	-0,49	-0,03
Maj	1,08	1,01	1,27	-0,61	-0,52	-0,45	-0,03
Juni	-1,58	-1,16	-2,94	-1,31	-1,63	-1,90	-0,03
JANUARI-JUNI 2015	2,32	2,61	3,57	-0,62	-0,46	-1,41	-0,12



klarat de lägre räntenivåerna utan försämrad lönsamhet. Kapitalbuffertarna är goda och av hög kvalitet. Vi är investerade i en av bankens AT1-obligationer med begränsat utbud de kommande åren och som ger en attraktiv kupongränta. Kursen gick tillfälligt ned efter att vi köpt, men har i skrivande stund gått tillbaka till den kurs vi köpte på.

#### Kapitalstrukturinvesteringar

Kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage bestod vid halvårsskiftet av 15 positioner med tyngdpunkt på bolag i finanssektorn samt i delar av den cykliska industrin. De största positiva bidragen kom från investeringar i Best Buy, US Steel och BBVA.

*Best Buy* är USA:s största detaljhandelskedja inom hemelektronik. Även om bolaget är mycket välpositionerat i USA är internethandel och lågpriskedjor ett fortsatt stort hot mot vinstmarginalerna. En relativt lågt belånad balansräkning ger dock bolaget finansiell flexibilitet att kunna stå emot negativa långsiktiga trender. Vi bedömer att krediten är felvärderad relativt aktien och har därför positionerat oss i både aktier och krediter utifrån denna analys.

*US Steel* har en hög andel fasta kostnader relativt konkurrenterna och stora pensionsskulder. Därutöver har en strukturell överkapacitet globalt skapat en ohållbar importsituation i USA. Kreditvärderingen är enligt vår bedömning felprissatt relativt aktien, eftersom balansräkningen är solid och likviditetssituationen god. Däremot kommer den underliggande vinstnivån att försämrats avsevärt framöver. Vi har en lång position i krediten samt en kort position i aktien via derivat.

*BBVA* är en globalt diversifierad bank som successivt har stärkt balansräkningen. Banken har gynnats av ett fortsatt förbättrat läge i Spanien. Vi har en lång position i AT1-obligationer som har en hög nominell avkastning och strukturella egenskaper som vi finner attraktiva. Vi tror att banken kommer att fortsätta stärka balansräkningen och gynnas av lägre finansieringskostnader. Positionen är hedgad med en kort position i aktien via derivat.

De största negativa bidragen kom från investeringar i Peabody Energy, Cablevision och Sanmina.

*Peabody Energy* är en amerikansk kolproducent. Kolsektorn utmanas långsiktigt strukturellt av bland annat alternativa energikällor och konkurrerande billig skiffergas. Bolagets förvärv av metallurgiska kolfyndigheter i Australien 2011 resulterade i hög belåning. En mycket svag utveckling av kolpriserna har pressat ledningen till att tvingas försvara en utsatt situation och fokusera på att stärka balansräkningen. Vi anser att resultaten framöver kommer att vara fortsatt svaga och att bolagets aktievärde är mycket lågt. Vi är långa i krediten och korta i aktien via derivat. Bolagets rapport för första kvartalet var som väntat svag främst beroende på de låga kolpriserna, men fick ett större genomslag i kreditdelen än förväntat.

*Cablevision* är ett amerikanskt kabel-tv-bolag med fokus på nordöstra USA. Bolagets upptagningsområde har den mest

utmanande konkurrenssituationen i den nordamerikanska kabelsektorn med mycket hög fiberutbyggnad. Vi anser att den historiskt höga aktievärderingen (i dagsläget mycket driven av konsolideringsspekulationer) relativt kreditvärderingen ger en fortsatt intressant investeringsmöjlighet.

*Sanmina* är en amerikansk kontraktstillverkare som under en längre period har fokuserat på att förbättra balansräkningen samtidigt som en av deras huvudindustrier, kommunikationssektorn, har svaga tillväxtpotentialer. Vi anser att bolagets subordonerade credit default swaps är felprissatta med tanke på att bolaget vare sig har utestående, eller planerar att emittera, subordonerade obligationer inom överskådlig framtid. Dock var värderingen av aktien något hög och relationen mellan dessa skapade en intressant kapitalstrukturinvestering. Positionen är nu avvecklad. Bolagets rapport för första kvartalet var som väntat svag främst beroende på svaghet inom kommunikationssegmentet, men fick större genomslag i kreditdelen än förväntat.

#### UTSIKTER

Som helhet förväntas 2015 bli ett år som kännetecknas av låg global tillväxt, låga räntor och god utveckling på de flesta betydande aktiemarknaderna. Marknadens prissättning av en första höjning från Federal Reserve är en huvudfråga framöver och mot bakgrund av centralbankschef Janet Yellens uttalanden om att en höjning är önskvärd detta år, förefaller en höjning i september vara sannolik. Oavsett detta kan vi förvänta oss att vi går från en period med extremt låga räntor till en period med väldigt låga räntor.

I Europa har ECB lyckats väl med att hindra att skadeverkningarna från den grekiska krisen spridit sig till övriga EU där återhämtningen fortsätter. Särskilt stark är utvecklingen i Storbritannien. Inflationstakten har stigit marginellt från en låg nivå, vilket ger oss anledning att tro att de kvantitativa lättnaderna ligger kvar åtminstone till slutet av september 2016, sannolikt längre.

Det stora orosmolnet ligger för närvarande i Kina, vars betydelse för den globala utvecklingen är betydande. Här finns allt fler tecken på en avmattning. Den senaste tidens märkliga åtgärder från myndigheterna i form av aktiva stöd till aktiemarknaden tillsammans med tveksamheter kring tillförlitligheten i tillväxtsiffrorna stärker inte marknadens förtroende.

Vi bedömer att marknaderna kommer att kunna vara volatila också framöver. Mot bakgrund av att centralbankerna fortsätter att hålla räntorna låga genom expansiv penningpolitik och kvantitativa lättnader kan aktiemarknaden mycket väl fortsätta att ha en god utveckling. Samtidigt finns skäl att vara uppmärksam på att vi är långt inne i en trendmässig börsuppgång som pågått sedan 2009. Beroende på hur andra halvåret gestaltar sig kan det finnas skäl att minska nettoriskexponeringen något. Vi fortsätter att leta stabila bolag med begränsad konjunkturrisik för de långa innehaven, samtidigt som vi bygger den korta sidan av portföljen med bolag med

strukturella problem. Priserna på kreditmarknaden bedömer vi i skrivande stund inte vara attraktiva.

#### NYREKRYTERINGAR

Under perioden anställdes David Bonnier som "short specialist". David kommer närmast från Kynikos Associates LP. Rekryteringen ska ses mot bakgrund av Carves ambitioner att bygga upp större korta positioner i portföljen, ett arbete som påbörjats under första halvåret.

#### ÖVRIGT

Efter ett års respit som ny medlem i PRI (Principles for Responsible Investment) har Carve under första halvåret

rapporterat till PRI hur vi arbetar med att implementera dess sex principer för ansvarsfulla investeringar. Mer information om PRI och ansvarsfulla investeringar finns på [www.unpri.org](http://www.unpri.org). Där finns också vår så kallade Transparency Report att ladda ner.

Carve har varit stängd för insättningar under det senaste året. Under fjärde kvartalet kommer Carve åter att öppnas för nyinvesteringar för en ny treårsperiod i samband med att Carve 1 uppnår treårsgränsen och därmed också möjliggör inlösen enligt fondbestämmelserna. Samtidigt öppnas även Carve 2 för nyinvesteringar. Ytterligare information om köp och inlösen kommer att publiceras på [www.brummer.se](http://www.brummer.se).

Stockholm i juli 2015

Per Josefsson  
*Förvaltningsansvarig*

Bo Börtemark  
*Förvaltare*

Michael Falken  
*Förvaltare*

Peter Thelin  
*Förvaltare*

# Verksamhetsberättelse Carve Master

## PERIODENS RESULTAT

För första halvåret 2015 redovisar Carve Master en avkastning på 3,30 procent. Se vidare avsnittet "Förvaltarna har ordet" för mer detaljerade kommentarer.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve Master en total avkastning på 40,08 procent jämfört med 17,01 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2015 uppgick Carve Masters fondförmögenhet till 9 530,5 miljoner kronor, vilket är en ökning sedan den 31 december 2014 med 227,3 miljoner kronor. Under första halvåret 2015 var andelsutgivningen 0 kronor, medan inlösen uppgick till 79,0 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på 306,3 miljoner kronor.

## UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

## FONDBESTÄMMELSER

Fondbestämmelserna har under perioden uppdaterats i samband med ansökan om förnyat verksamhetstillstånd under lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Se under rubriken "Väsentliga händelser under perioden" nedan. Ändringarna är en anpassning till den nya lagstiftningen och har ingen materiell påverkan på fondens verksamhet.

## VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Fonden hade per 30 juni 2015 en riskprofil som berodde på ett antal olika typer av risker såsom marknadsrisk, likviditetsrisk, motparts- och kreditrisk och operativ risk. Exempel på dessa är:

### Marknadsrisker:

- att hela marknaden för ett tillgångsslag kan stiga eller falla i pris,
- att belåning eller investeringar i olika derivatinstrument kan göra fonden mer känslig för marknadsförändringar genom hävstångseffekt,
- risker som har samband med koncentrationer av tillgångar eller marknader, där en fond som placerar i färre värdepapper och på ett mindre antal geografiska marknader har högre risk,
- förändringar i den relativa värdeutvecklingen mellan olika värdepapper.

### Likviditetsrisker:

- stora marginalsäkerhetskrav i samband med derivataffärer kan tvinga fonden att avveckla positioner vid en öynsam tidpunkt,

- att en position inte kan avvecklas i tid till ett rimligt pris,
- stora uttag ur fonden.

### Motparts- och kreditrisker:

- att en emittent eller motpart kan komma att ställa in betalningarna,
- beroendet av clearingfunktioner, förvaringsinstitut och andra tjänsteleverantörer.

### Operativa risker:

- risker kopplade till förvaltarens operativa verksamhet som kan avse beroende av portföljförvaltare, IT-system, rutiner med mera,
- andra systemrisker och förändrad lagstiftning som innebär förändrade förutsättningar för förvaltarens verksamhet,
- modellrisker på grund av förenklingar, antaganden och misstolkningar i modeller för riskhantering.

## HÄVSTÅNG

Fonden har använt sig av lån och derivatinstrument för att optimera positionstagande och för att säkra andra exponeringar, vilket skapat hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens nettotillgångsvärde och har under halvåret varierat mellan som lägst 248,74 och som högst 330,57 procent av fondförmögenheten, med ett genomsnitt på 283,92 procent.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Den 22 juli 2013 trädde lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder i kraft. Lagen, som ersätter lagen om investeringsfonder avseende verksamheten för Carve Master, Carve 1 och Carve 2, innebär att förvaltaren har behövt ansöka hos Finansinspektionen om ett förnyat verksamhetstillstånd. Tillståndet erhöles den 21 maj 2015.

Den nya lagstiftningen baseras på ett nytt europeiskt regelverk, AIFMD – Alternative Investment Fund Managers Directive. I de flesta avseenden innebär de nya reglerna inga förändringar i verksamheten.

Det amerikanska regelverket FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) trädde i kraft vid halvårsskiftet 2014. Regelverket innebär att AIF-förvaltare åläggs att lämna information till amerikanska skattemyndigheten, IRS, om investerare som är skattskyldiga i USA. Den 8 augusti 2014 undertecknade svenska staten ett avtal med USA om implementeringen av FATCA i svensk rätt. De svenska reglerna om hur information ska lämnas till Skatteverket trädde i kraft den 1 april 2015. För fondens investerare som har skatterättslig hemvist i USA innebär detta att uppgifter om dem framöver kommer att rapporteras till IRS (via Skatteverket). För investerare i fonden innebär dessa nya regler även att AIF-förvaltaren

måste ställa ytterligare frågor om kundkännedom till nya och befintliga investerare.

#### VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

#### ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Sammansättningen för Carve Capital AB:s styrelse har ändrats. Sedan den 21 maj 2015 består styrelsen av Svante Elfving, Per Josefsson och Ola Paulsson. David Bonnier anställdes som analytiker i slutet av maj i år.

#### ÖVRIGT

Per 30 juni 2015 uppgick Carve Masters säkerhetskrav till 5 581,4 miljoner kronor, vilket motsvarar 58,56 procent av fondförmögenheten.

Per 30 juni 2015 uppgick fondens mottagna säkerheter till 30,9 miljoner kronor, vilket motsvarar 0,32 procent av fondförmögenheten.

Under perioden var fondens Value-at-Risk som högst 0,74 procent, som lägst 0,40 procent och i genomsnitt 0,53 procent.

# Räkenskaper Carve Master

## BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2015-06-30</i>	<i>2014-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		11 867 370	8 940 145
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		203 984	560 906
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		395 011	272 154
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		12 466 365	9 773 205
Bankmedel och övriga likvida medel		460 591	2 297 149
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1	6 006	119
Övriga tillgångar	2	16 083	31 635
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>12 949 045</b>	<b>12 102 108</b>
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		820 444	1 072 906
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde		191 216	115 763
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		1 368 679	911 895
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		2 380 339	2 100 564
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	3	15 495	4 399
Övriga skulder	4	1 022 707	693 932
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>3 418 541</b>	<b>2 798 895</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>9 530 504</b>	<b>9 303 213</b>
<b>POSTER INOM LINJEN</b>			
<i>Mottagna säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Finansiella instrument		30 864	-
Procent av fondförmögenhet		0,32	-
<i>Ställda säkerheter för inlånade finansiella instrument</i>			
Finansiella instrument		231 760	-
Procent av fondförmögenhet		2,43	-
Bankmedel		492 752	894 443
Procent av fondförmögenhet		5,17	9,61
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		1 265 796	1 413 512
Procent av fondförmögenhet		13,28	15,19
Finansiella instrument		309 491	274 528
Procent av fondförmögenhet		3,25	2,95
<i>Ställda säkerheter för övriga derivatinstrument</i>			
Bankmedel		24 717	13 893
Procent av fondförmögenhet		0,26	0,15
Finansiella instrument		147 217	428 133
Procent av fondförmögenhet		1,54	4,60
<i>Övriga ställda säkerheter</i>			
Bankmedel		48 032	-
Procent av fondförmögenhet		0,50	-
Finansiella instrument		1 801 587	294 634
Repor		1 260 084	811 956
Procent av fondförmögenhet		32,12	11,89

<i>Belopp i tkr</i>		<i>2015-06-30</i>	<i>2014-12-31</i>
NOT 1	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER		
	Räntor	316	119
	Utdelningar	5 690	–
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	6 006	119
NOT 2	ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
	Fondlikvidfordringar	16 083	31 635
	Summa övriga tillgångar	16 083	31 635
NOT 3	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Räntor	1 297	337
	Utdelningar	13 818	3 544
	Övrigt	380	518
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	15 495	4 399
NOT 4	ÖVRIGA SKULDER		
	Repor	977 297	617 137
	Fondlikvidskulder	14 110	26 295
	Skuld matarfond	31 300	50 500
	Mottagna säkerheter	0	–
	Summa övriga skulder	1 022 707	693 932

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2015  
FINANSIELLA INSTRUMENT

	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Antal	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Dagligvaror</i>					0,61		-4,58
Avon Products Jan 16 Put 7	2	US	11 000	13 671	0,14	-30 827	-0,32
Avon Products Jan 16 Put 8	2	US	15 000	28 585	0,30	-50 673	-0,53
Carlsberg Dec 15 Call 700	2	DK	-2 000	-4 206	-0,04	-38 368	-0,40
Carlsberg Dec 15 Put 540	2	DK	-3 000	-9 464	-0,10	61 820	0,65
Carlsberg Dec 15 Put 600	2	DK	3 000	17 258	0,18	-102 465	-1,08
Carrefour Apr 16 (*)	7	FR	-858 000	7 422	0,08	-227 343	-2,39
Monster Beverage Sep 15 Put 125	2	US	1 500	4 350	0,05	-48 543	-0,51
<i>Energi</i>					-0,49		-2,68
National Oilwell Varco	1	US	-360 000	-144 009	-1,51	-144 009	-1,51
Peabody Energy Jan 16 Put 5	2	US	19 000	45 496	0,48	-30 278	-0,32
Petróleo Brasileiro Jan 16 Put 5	2	BR	10 000	1 326	0,01	-5 227	-0,05
Petróleo Brasileiro Jan 16 Put 8	2	BR	15 000	9 943	0,10	-34 908	-0,37
Seadrill Jan 17 Put 15	2	NO	8 000	41 096	0,43	-41 045	-0,43
<i>Finans</i>					20,77		22,57
American Express	1	US	699 400	450 379	4,73	450 379	4,73
Banco Bilbao Dec 15 Put 6	2	ES	15 000	692	0,01	-6 160	-0,06
Banco Bilbao Dec 15 Put 6	2	ES	45 000	2 076	0,02	-18 480	-0,19
Banco Santander	1	ES	-1 961 038	-113 330	-1,19	-113 330	-1,19
Banco Santander Dec 15 Call 7	2	ES	18 800	3 469	0,04	31 580	0,33
Bank Of America Feb 16 (*)	7	US	500 000	0	0,00	70 510	0,74
Bank Of America Feb 16 (*)	7	US	1 200 000	0	0,00	169 223	1,78
Citigroup	1	US	1 565 000	716 287	7,52	716 287	7,52
Danske Bank	1	DK	620 000	150 946	1,58	150 946	1,58
Danske Bank Dec 15 Call 190	2	DK	-3 000	-5 819	-0,06	-42 942	-0,45
Danske Bank Dec 15 Call 200	2	DK	-3 200	-4 169	-0,04	-36 118	-0,38
Hoist Finance	1	SE	7 067 942	441 747	4,64	441 747	4,64
Ratos preferensaktie	1	SE	120 353	228 070	2,39	228 070	2,39
Tribona	1	SE	2 819 694	107 995	1,13	107 995	1,13
<i>Hälsovård</i>					-1,42		-1,74
Novozymes B	1	DK	-364 252	-143 341	-1,50	-143 341	-1,50
Valeant Pharmaceuticals Jan 16 Put 140	2	US	-1 000	-2 325	-0,02	10 246	0,11
Valeant Pharmaceuticals Jan 16 Put 190	2	US	1 000	9 338	0,10	-33 188	-0,35
<i>Index</i>					0,15		2,89
Euro STOXX 50 Index Dividend Dec 17 Call 115	2	EU	2 000	12 621	0,13	103 267	1,08
Euro STOXX 50 Index Dividend Dec 18 Call 115	2	EU	2 000	13 839	0,15	92 507	0,97
Euro STOXX 50 Index Dividend Dec 17 Put 95	2	EU	-2 000	-5 203	-0,05	38 647	0,41
Euro STOXX 50 Index Dividend Dec 18 Put 90	2	EU	-2 000	-7 436	-0,08	40 717	0,43
<i>Industrivaror</i>					-2,80		3,37
Deere & Co	1	US	-300 000	-241 232	-2,53	-241 232	-2,53
Experian Jul 15 Put 11	7	IE	-1 000 000	-1 069	-0,01	29 832	0,31
Experian Aug 15 Put 11	7	IE	-1 000 000	-3 020	-0,03	44 703	0,47
Koninklijke Philips Dec 15 Call 25	2	NL	-4 500	-3 321	-0,03	-30 264	-0,32
Koninklijke Philips Dec 15 Call 28	2	NL	50 000	11 532	0,12	137 234	1,44
Koninklijke Philips Dec 15 Put 24	2	NL	-10 000	-21 127	-0,22	132 555	1,39

Fortsättning på nästa sida.

	Kategori	Land <sup>(1)</sup>	Antal	Marknads- värde (tkr) <sup>(2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Industrivaror, forts</i>							
Koninklijke Philips Dec 15 Put 25	2	NL	-4 500	-12 247	-0,13	70 361	0,74
Navistar International Jan 16 Put 28	2	US	2 600	13 688	0,14	-37 318	-0,39
Vinci Dec 15 Put 40	2	FR	-5 000	-2 722	-0,03	24 443	0,26
Vinci Feb 16 (*)	7	FR	200 000	-4 546	-0,05	95 728	1,00
Vinci Feb 16 (*)	7	FR	100 000	-1 157	-0,01	47 864	0,50
Vinci Feb 16 (*)	7	FR	100 000	-2 273	-0,02	47 864	0,50
<i>Informationsteknik</i>					-3,29		9,04
Alibaba Group	1	US	-478 669	-326 284	-3,42	-326 284	-3,42
Ebay Apr 16 (*)	7	US	595 000	-7 482	-0,08	296 976	3,12
Global Eagle Entertainment	1	US	523 607	56 485	0,59	56 485	0,59
Nokia Dec 15 Call 6	2	FI	-30 000	-18 267	-0,19	-93 619	-0,98
Nokia Dec 15 Call 6.69	2	FI	100 000	36 710	0,39	228 813	2,40
Nokia Dec 15 Put 5.2	2	FI	-30 000	-6 643	-0,07	40 047	0,42
SAP Dec 15 Call 64	2	DE	-10 000	-29 338	-0,31	-259 976	-2,73
SAP Dec 15 Put 50	2	DE	-7 500	-4 705	-0,05	47 782	0,50
SAP Feb 16 (*)	7	DE	500 000	-17 036	-0,18	288 771	3,03
SAP Feb 16 (*)	7	DE	500 000	-17 036	-0,18	288 771	3,03
Yahoo! Feb 16 (*)	7	US	419 000	-5 012	-0,05	136 400	1,43
Yahoo! Feb 16 (*)	7	US	250 000	-2 990	-0,03	81 384	0,85
Yahoo! Feb 16 (*)	7	US	705	-8	0,00	230	0,00
Yahoo! Feb 16 (*)	7	US	62 870	-752	-0,01	20 467	0,21
Yahoo! Feb 16 (*)	7	US	467 425	-5 591	-0,06	152 164	1,60
Yelp Jan 16 Put 45	2	US	5 500	34 178	0,36	-96 060	-1,01
<i>Material</i>					0,21		-1,09
Cablevision Systems Jan 16 Put 17	2	US	15 000	4 350	0,05	-28 670	-0,30
SSAB A	1	SE	-849 539	-36 794	-0,39	-36 794	-0,39
SSAB B	1	SE	849 539	31 433	0,33	31 433	0,33
United States Steel Jan 16 Put 20	2	US	10 000	20 548	0,22	-70 033	-0,73
<i>Sällanköpsvaror</i>					5,59		-2,69
Best Buy Jan 16 Put 27.49	2	US	3 490	3 123	0,03	-20 354	-0,21
Best Buy Jan 16 Put 29.49	2	US	1 510	2 189	0,02	-12 665	-0,13
Marks & Spencer Feb 16 (*)	7	UK	-4 600 000	7 791	0,08	-320 833	-3,37
Pandox	1	SE	2 603 163	287 650	3,02	287 650	3,02
Samsonite	1	HK	8 034 600	230 179	2,42	230 179	2,42
Schibsted A	1	NO	-650 000	-167 434	-1,76	-167 434	-1,76
Schibsted B	1	NO	-50 000	-12 520	-0,13	-12 520	-0,13
Swatch Sep 15 Call 440	2	CH	-7 000	-819	-0,01	-12 687	-0,13
Swatch Sep 15 Put 400	2	CH	7 000	25 567	0,27	-222 382	-2,33
Tesla Motors Jan 16 Call 265	2	US	-320	-7 662	-0,08	-39 153	-0,41
Tesla Motors Jan 16 Call 270	2	US	-780	-17 275	-0,18	-90 695	-0,95
Tesla Motors Jan 16 Put 185	2	US	320	1 161	0,01	-6 851	-0,07
Tesla Motors Jan 16 Put 190	2	US	780	3 118	0,03	-18 536	-0,19
Tui	3	DE	1 500 000	200 663	2,11	200 663	2,11
Tui Dec 15 Call 18	2	DE	15 000	3 045	0,03	30 966	0,32
Tui Dec 15 Put 14	2	DE	-15 000	-13 147	-0,14	83 111	0,87



	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Antal	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Sällanköpsvaror, forts</i>							
Under Armour Okt 15 Call 85	2	US	-4 300	-15 320	-0,16	-138 521	-1,45
Under Armour Okt 15 Put 67.5	2	US	4 300	2 494	0,03	-29 041	-0,30
<i>Telekomoperatörer</i>							
Sprint Jan 16 Put 5	2	US	25 000	16 675	0,17	-56 030	-0,59
Telecom Italia	1	IT	-17 500 000	-183 734	-1,93	-183 734	-1,93
Telecom Italia RSP	1	IT	21 900 000	184 974	1,94	184 974	1,94
<i>Ränterelaterade terminer</i>							
OAT Sep 15	2	FR	-420	6 975	0,07	-428 221	-4,49
R10 SWEDISH BOND Sep 15	2	SE	-380	528	0,01	-558 725	-5,86
US 10Y T-NOTE Sep 15	2	US	-728	5 372	0,06	-592 322	-6,22
<i>Övriga skuldförbindelser</i>							
					92,11		91,95
Baggot Securities 10.24% 49/12	1	IE	53 575	529 995	5,56	527 287	5,53
Banco Bilbao fix-to-float 49/05	1	ES	70 800	641 685	6,73	642 418	6,74
Banco Bilbao fix-to-float 49/12	1	ES	7 000	65 203	0,68	65 203	0,68
Banco Santander fix-to-float 19/05	1	ES	40 000	328 061	3,44	328 061	3,44
Bank Of Ireland float 15/09	1	IE	13 390	89 001	0,93	88 988	0,93
Caixabank fix-to-float 49/12	1	ES	26 600	235 822	2,47	234 595	2,46
Credit Suisse fix-to-float 41/02	1	CH	57 000	509 456	5,35	509 456	5,35
Cablevision Systems 6.75% 21/11	1	US	59 284	525 367	5,51	522 634	5,48
Danske Bank 5.75% 49/10	1	SE	56 000	524 033	5,50	524 033	5,50
Eksportfinans fix-to-float 15/12	7	NO	3 900 000	269 740	2,83	269 740	2,83
Lloyds fix-to-float 49/06	1	UK	56 147	536 254	5,63	536 254	5,63
Millicom International Cellular 4.75% 20/05	1	LU	10 000	81 743	0,86	81 743	0,86
Millicom International Cellular 6.625% 21/10	1	LU	12 000	103 891	1,09	103 836	1,09
Millicom International Cellular 6.625% 21/10	1	LU	12 000	103 818	1,09	103 818	1,09
Navistar International 8.25% 21/11	1	US	13 000	105 007	1,10	104 395	1,10
Nordea float 49/09	1	SE	9 475	79 250	0,83	78 527	0,82
Nordea float 49/09	1	SE	101 750	851 047	8,93	843 284	8,85
Norwegian Air Shuttle float 18/05	1	NO	300 000	320 515	3,36	320 771	3,37
Petrobras Global Finance 5.375% 21/01	1	NL	25 000	203 972	2,14	203 880	2,14
Seadrill 6.125% 17/09	1	NO	17 000	126 611	1,33	125 835	1,32
Seadrill 6.125% 17/09	7	NO	3 000	22 343	0,23	22 206	0,23
SEB fix-to-float 49/11	1	SE	112 200	924 024	9,70	924 024	9,70
Swedbank 5.5% 49/12	1	SE	50 000	416 479	4,37	414 407	4,35
Tesla Motors 1.25% 21/03	1	US	32 500	266 626	2,80	266 598	2,80
Valeant Pharmaceuticals 5.875% 23/05	7	US	35 000	301 565	3,16	301 423	3,16
Verse 4.172% 17/02	1	PT	36 420	174 501	1,83	174 775	1,83
Verse 2.98% 18/02	1	PT	70 250	444 556	4,66	445 249	4,67
SUMMA NOTERADE FINANSIELLA INSTRUMENT				10 649 734	111,74		
<i>Kreditderivat OTC</i>							
					-1,25		43,28
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	4 000	-4 507	-0,05	28 635	0,30

Fortsättning på nästa sida.

	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Nominellt belopp (tkr)	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Kreditderivat OTC, forts</i>							
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	5 000	-5 634	-0,06	35 793	0,38
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	5 000	-5 634	-0,06	35 793	0,38
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	5 000	-5 634	-0,06	35 793	0,38
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	5 000	-5 634	-0,06	35 793	0,38
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	5 000	-5 634	-0,06	35 793	0,38
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	2 000	-2 254	-0,02	14 317	0,15
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	4 000	-4 507	-0,05	28 635	0,30
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US	5 000	-5 634	-0,06	35 793	0,38
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	10 000	-4 424	-0,05	78 431	0,82
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	10 000	-4 424	-0,05	78 431	0,82
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Avon Products (*)	7	US	5 000	-2 212	-0,02	39 216	0,41
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	5 000	5 622	0,06	47 050	0,49
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	10 000	11 244	0,12	94 099	0,99
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	10 000	11 244	0,12	94 099	0,99
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	10 000	11 244	0,12	94 099	0,99
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	5 000	5 622	0,06	47 050	0,49
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	5 000	5 622	0,06	47 050	0,49
Credit Default Swap Best Buy (*)	7	US	5 000	5 622	0,06	47 050	0,49
Credit Default Swap Cdx (*)	7	US	-30 000	-15 694	-0,16	-264 417	-2,77
Credit Default Swap Cdx (*)	7	US	-35 000	-18 309	-0,19	-308 487	-3,24
Credit Default Swap Cdx (*)	7	US	-35 000	-18 309	-0,19	-308 487	-3,24
Credit Default Swap Cdx (*)	7	US	100 000	12 987	0,14	841 537	8,83
Credit Default Swap Cdx (*)	7	US	100 000	12 987	0,14	841 537	8,83
Credit Default Swap Cdx (*)	7	US	100 000	12 987	0,14	841 537	8,83
Credit Default Swap Cemex (*)	7	MX	10 000	1 114	0,01	83 969	0,88
Credit Default Swap Cablevision Systems (*)	7	US	2 000	1 716	0,02	18 287	0,19
Credit Default Swap Cablevision Systems (*)	7	US	3 000	2 574	0,03	27 430	0,29
Credit Default Swap Cablevision Systems (*)	7	US	2 000	1 716	0,02	18 287	0,19
Credit Default Swap Cablevision Systems (*)	7	US	2 000	1 716	0,02	18 287	0,19
Credit Default Swap Itraxx (*)	7	EU	30 000	-2 941	-0,03	276 570	2,90
Credit Default Swap Itraxx (*)	7	EU	20 000	-1 961	-0,02	184 380	1,93
Credit Default Swaption Itraxx Sep 15 Put 375	7	EU	60 000 000	-8 157	-0,09	244 726	2,57
Credit Default Swaption Itraxx Sep 15 Put 425	7	EU	-225 000 000	19 448	0,20	-660 113	-6,93
Credit Default Swaption Itraxx Sep 15 Call 250	7	EU	-150 000 000	-3 108	-0,03	-156 933	-1,65
Credit Default Swap J.C. Penney (*)	7	US	5 000	863	0,01	42 290	0,44
Credit Default Swap J.C. Penney (*)	7	US	5 000	863	0,01	42 290	0,44
Credit Default Swap J.C. Penney (*)	7	US	5 000	863	0,01	42 290	0,44
Credit Default Swap J.C. Penney (*)	7	US	5 000	863	0,01	42 290	0,44
Credit Default Swap Peabody Energy (*)	7	US	2 000	-7 925	-0,08	8 646	0,09

	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Nominellt belopp (tkr)	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Kreditderivat OTC, forts</i>							
Credit Default Swap Peabody Energy (*)	7	US	6 000	-25 089	-0,26	24 624	0,26
Credit Default Swap Peabody Energy (*)	7	US	7 000	-30 838	-0,32	27 160	0,28
Credit Default Swap Peabody Energy (*)	7	US	7 000	-27 736	-0,29	30 263	0,32
Credit Default Swap Petróleo Brasileiro (*)	7	BR	5 000	-5 396	-0,06	36 031	0,38
Credit Default Swap Petróleo Brasileiro (*)	7	BR	5 000	-5 396	-0,06	36 031	0,38
Credit Default Swap Petróleo Brasileiro (*)	7	BR	5 000	-5 396	-0,06	36 031	0,38
Credit Default Swap Petróleo Brasileiro (*)	7	BR	5 000	-5 396	-0,06	36 031	0,38
Credit Default Swap Petróleo Brasileiro (*)	7	BR	5 000	-5 396	-0,06	36 031	0,38
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	5 000	1 207	0,01	42 635	0,45
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	5 000	1 207	0,01	42 635	0,45
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	5 000	1 207	0,01	42 635	0,45
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	5 000	1 207	0,01	42 635	0,45
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	5 000	1 207	0,01	42 635	0,45
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	10 000	2 415	0,03	85 270	0,89
Credit Default Swap Sprint (*)	7	US	5 000	1 207	0,01	42 635	0,45
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	5 000	198	0,00	41 626	0,44

	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Nominellt belopp (tkr)	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Ränterelaterade OTC-derivat</i>					-4,49
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	103 909	-2 972	-0,03
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	126 949	-5 537	-0,06
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	145 600	-7 972	-0,08
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	354 160	-34 975	-0,37
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	62 951	-3 922	-0,04
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	103 909	-2 972	-0,03
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	287 002	-15 135	-0,16
Cross Currency Swap EUR/SEK (*)	7	-	228 312	4 380	0,05
Cross Currency Swap JPY/SEK (*)	7	-	31 949	-2 506	-0,03
Cross Currency Swap JPY/SEK (*)	7	-	25 478	-1 911	-0,02
Cross Currency Swap JPY/SEK (*)	7	-	168 990	34 344	0,36
Cross Currency Swap JPY/SEK (*)	7	-	43 510	2 813	0,03
Cross Currency Swap JPY/SEK (*)	7	-	19 120	-1 536	-0,02
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	391 856	-64 137	-0,67
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	78 864	-29 745	-0,31
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	419 000	-7 737	-0,08
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	162 575	-61 113	-0,64
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	923 967	7 673	0,08

Fortsättning på nästa sida.

	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Nominellt belopp (tkr)	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Ränterelaterade OTC-derivat, forts</i>					
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	164 000	-58 821	-0,62
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	42 302	-16 889	-0,18
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	262 440	-83 376	-0,87
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	136 032	-46 021	-0,48
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	36 031	-12 554	-0,13
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	475 733	-637	-0,01
Cross Currency Swap USD/SEK (*)	7	-	66 650	-17 012	-0,18
<i>Valutarelaterade instrument</i>					
	Kategori	Valuta <sup>1)</sup>	Belopp (tkr)	Marknads- värde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>FX swap</i>					-0,15
CAD/SEK	7	-	86 413	257	0,00
CHF/SEK	7	-	23 850	-80	0,00
DKK/SEK	7	-	-103 853	89	0,00
EUR/SEK	7	-	580 860	-268	0,00
EUR/SEK	7	-	-21 308	-92	0,00
EUR/SEK	7	-	-73 844	-50	0,00
GBP/SEK	7	-	-19 425	79	0,00
HKD/SEK	7	-	223 209	-1 156	-0,01
HKD/SEK	7	-	8 530	-17	0,00
JPY/SEK	7	-	1 660	-31	0,00
NOK/SEK	7	-	126 741	-949	-0,01
USD/SEK	7	-	-107 115	537	0,01
USD/SEK	7	-	-33 087	37	0,00
USD/SEK	7	-	2 429 195	-13 684	-0,14
SUMMA ONOTERADE FINANSIELLA INSTRUMENT				-563 707	-5,91
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				10 086 027	105,83
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				-555 523	-5,83
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				9 530 504	100,00

Kategorier	Marknadsvärde (tkr) <sup>2)</sup>	Andel av fondförmögenheten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	10 028 820	105,23
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	203 270	2,13
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	200 663	2,11
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	0	0,00
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	0	0,00
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	0	0,00
7. Övriga finansiella instrument.	-346 726	-3,64

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortningar har använts: BR Brasilien, CH Schweiz, DE Tyskland, DK Danmark, ES Spanien, EU Europa, FI Finland, FR Frankrike, GB Storbritannien, HK Hong Kong, IE Irland, IT Italien, KR Sydkorea, LU Luxemburg, MX Mexico, NL Nederländerna, NO Norge, PT Portugal, SE Sverige och US USA.

2) För överlåtbara värdepapper med negativt marknadsvärde ovan har fonden upptagit värdepapperslån. Ett negativt innehav betyder att positionen utgör en kort position, blankning.

Värdepapper markerade med (\*) avser icke-standardiserade instrument. Dessa har definierats som värdepapper där handeln inte är föremål för clearingverksamhet hos en clearingorganisation som står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

#### Sammanställning av finansiella instrument per emittent<sup>1)</sup>

	Andel av fondförmögenhet (%)	Exponering (%)		Andel av fondförmögenhet (%)	Exponering (%)
SEB	9,70	9,70	Bank of America	0,00	2,52
Nordea	9,76	9,67	Caixabank	2,47	2,46
Citigroup	7,52	7,52	Samsonite	2,42	2,42
Banco Bilbao	7,44	7,17	Ratos	2,39	2,39
Verse	6,49	6,50	Vinci	-0,11	2,26
Danske Bank	6,98	6,25	Nokia	0,13	1,84
Cablevision Systems	5,65	6,04	J.C. Penney	0,04	1,76
Lloyds	5,63	5,63	Tesla Motors	2,58	1,18
Baggot Securities	5,56	5,53	Tribona	1,13	1,13
Credit Suisse	5,35	5,35	Seadrill	1,99	1,12
American Express	4,73	4,73	Bank of Ireland	0,93	0,93
Hoist Finance	4,64	4,64	Cemex	0,01	0,88
Best Buy	0,65	4,59	Experian	-0,04	0,78
Swedbank	4,37	4,35	Navistar	1,24	0,71
Yahoo!	-0,15	4,09	Peabody Energy	-0,47	0,63
Avon Products	0,18	4,07	Global Eagle Entertainment	0,59	0,59
SAP	-0,72	3,83	Telecom Italia	0,01	0,01
United States Steel	0,22	3,67	SSAB	-0,06	-0,06
Petroleo Brasileiro	1,95	3,62	Monster Beverage	0,05	-0,51
Norwegian Air Shuttle	3,36	3,37	Carlsberg	0,04	-0,83
Tui	2,00	3,30	Yelp	0,36	-1,01
Koninklijke Philips	-0,26	3,25	Novozymes	-1,50	-1,50
Ebay	-0,08	3,12	National Oilwell Varco	-1,51	-1,51
Millicom International Cellular	3,04	3,04	Under Armour	-0,13	-1,75
AK Steel	-0,48	3,03	Schibsted	-1,89	-1,89
Pandox	3,02	3,02	Carrefour	0,08	-2,39
Sprint	0,26	3,00	Swatch	0,26	-2,46
Valeant Pharmaceuticals	3,24	2,92	Deere & Co	-2,53	-2,53
Eksportfinans	2,83	2,83	Marks & Spencer	0,08	-3,37
Banco Santander	2,29	2,58	Alibaba Group	-3,42	-3,42

1) I tabellen anges totala marknadsvärden i procent av fondförmögenheten samt total exponering mot företag/företagsgrupper.

**REDOVISNINGSPRINCIPER**

Halvårsrapporten är upprättad enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:10) samt följer Fondbolagens Förenings rekommendationer där så är tillämpligt.

**Värdering av finansiella instrument**

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på marknadsnoterade instrument och andra instrument som aktivt handlas på en etablerad marknad används i normalfallet senaste betalkurs. För att bestämma värdet på andra instrument än de som avses i föregående mening används i normalfallet ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på annan objektiv grund.

*Med objektiv grund avses då användandet av allmänt vedertagen värderingsmodell eller värdering tillhandahållen av tredje man."*

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 30 juni 2015 till stängningskurser.

Förvaltaren har utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited ("Citco Ireland") till fondens externa värderare. Citco Ireland ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco Ireland innebär att Citco Ireland praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen.

**ÖVRIG INFORMATION****Förändring av fondförmögenhet**

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	–	4 389 995	–1 390	23 683	4 412 288
2013-12-31	4 412 288	1 766 100	–51 760	998 369	7 124 997
2014-12-31	7 124 997	1 230 300	–121 200	1 069 116	9 303 213
2015-06-30	9 303 213	–	–79 000	306 291	9 530 504

**Andelsvärde**

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
2012-12-31	4 412 288	4 387 824,07	1 005,58	0,56
2013-12-31	7 124 997	5 983 625,61	1 190,75	18,41
2014-12-31	9 303 213	6 860 291,70	1 356,10	13,89
2015-06-30	9 530 504	6 803 621,57	1 400,80	3,30

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

# Verksamhetsberättelse Carve 1

## PERIODENS RESULTAT

Per 30 juni 2015 redovisar Carve 1 en avkastning på 2,62 procent. Se vidare avsnittet "Förvaltarna har ordet" för mer detaljerade kommentarer.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 1 en total avkastning på 31,49 procent jämfört med 17,01 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2015 uppgick Carve 1:s fondförmögenhet till 5 301,6 miljoner kronor (efter avdrag för upplupet prestationsbaserat arvode). Detta är en ökning med 136,6 miljoner kronor sedan den 31 december 2014. Under första halvåret 2015 uppgick såväl andelsutgivningen som inlösen till 0 kronor. Periodens resultat uppgick till 136,6 miljoner kronor.

## UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

## FONDBESTÄMMELSER

Fondbestämmelserna har under perioden uppdaterats i samband med ansökan om förnyat verksamhetstillstånd under lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Se under rubriken "Väsentliga händelser under perioden" nedan. Ändringarna är en anpassning till den nya lagstiftningen och har ingen materiell påverkan på fondens verksamhet.

## VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Carve 1 är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Carve Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Carve Master. Läs om riskhanteringen i Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 11.

## HÄVSTÅNG

Fonden får använda lån vilket kan skapa hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens nettotillgångsvärde och har under halvåret varierat mellan som lägst 104,18 och som högst 105,34 procent av fondförmögenheten, med ett genomsnitt på 104,82 procent.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Den 22 juli 2013 trädde lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder i kraft. Lagen, som ersätter lagen om investeringsfonder avseende verksamheten för Carve Master, Carve 1 och Carve 2, innebär att förvaltaren har behövt ansöka hos Finansinspektionen om ett förnyat verksamhetstillstånd. Tillståndet erhöles den 21 maj 2015.

Den nya lagstiftningen baseras på ett nytt europeiskt regelverk, AIFMD – Alternative Investment Fund Managers

Directive. I de flesta avseenden innebär de nya reglerna inga förändringar i verksamheten.

Det amerikanska regelverket FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) trädde i kraft vid halvårsskiftet 2014. Regelverket innebär att AIF-förvaltare åläggs att lämna information till amerikanska skattemyndigheten, IRS, om investerare som är skattskyldiga i USA. Den 8 augusti 2014 undertecknade svenska staten ett avtal med USA om implementeringen av FATCA i svensk rätt. De svenska reglerna om hur information ska lämnas till Skatteverket trädde i kraft den 1 april 2015. För fondens investerare som har skatterättslig hemvist i USA innebär detta att uppgifter om dem framöver kommer att rapporteras till IRS (via Skatteverket). För investerare i fonden innebär dessa nya regler även att AIF-förvaltaren måste ställa ytterligare frågor om kundkännedom till nya och befintliga investerare.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

## ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Sammansättningen av Carve Capital AB:s styrelse har ändrats. Sedan den 21 maj 2015 består styrelsen av Svante Elfving, Per Josefsson och Ola Paulsson. David Bonnier anställdes som analytiker i slutet av maj i år.

## KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning, risk och andra nyckeltal. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och även distribueras kostnadsfritt via e-post på förfrågan. Dessutom publiceras kvartalsrapporter på webbplatsen.

## ÖVRIGT

Carve Capital AB förvaltar sedan 12 november 2012 tre specialfonder: specialmatarfonderna Carve 1, Carve 2 samt specialmottagarfonden Carve Master. Carve 1 och Carve 2 har som målsättning att vara fullinvesterade i specialmottagarfonden Carve Master. Det utgår inga avgifter i Carve Master.

Under året var fondens Value-at-Risk som högst 0,77 procent, som lägst 0,42 procent och i genomsnitt 0,55 procent.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2015-06-30</i>	<i>2014-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		5 557 734	5 393 811
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		5 557 734	5 393 811
Bankmedel och övriga likvida medel		142	108
Övriga tillgångar	1	2 300	2 300
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>5 560 176</b>	<b>5 396 219</b>
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	258 561	231 209
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>258 561</b>	<b>231 209</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>5 301 615</b>	<b>5 165 010</b>
NOT 1 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		2 300	2 300
Summa övriga tillgångar		2 300	2 300
NOT 2 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Skuld till fondbolag *		258 561	231 209
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		258 561	231 209

\* Varav upplupet prestationsbaserat arvode per 2015-06-30 256 244.



FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2015  
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Antal	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Andelar i fonder</i>					
Carve Master Fund	7	SE	3 967 546	5 557 734	104,83
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				5 557 734	104,83
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				-256 119	-4,83
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				5 301 615	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	-	-
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	-	-
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	-	-
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	-	-
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	-	-
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	-	-
7. Övriga finansiella instrument.	5 557 734	104,83

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortning har använts: SE Sverige

#### REDOVISNINGSPRINCIPER

Halvårsrapporten är upprättad enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:10) samt följer Fondbolagens Förenings rekommendationer där så är tillämpligt.

#### Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på marknadsnoterade instrument och andra instrument som aktivt handlas på en etablerad marknad används i normalfallet senaste betalkurs. För att bestämma värdet på andra instrument än de som avses i föregående mening används i normalfallet ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är

missvisande, fastställs värdet på annan objektiv grund. Med objektiv grund avses då användandet av allmänt vedertagen värderingsmodell eller värdering tillhandahållen av tredje man."

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller priskvoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 30 juni 2015 till stängningskurser.

Förvaltaren har utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited ("Citco Ireland") till fondens externa värderare. Citco Ireland ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondsadministration. Outsourcingavtalet med Citco Ireland innebär att Citco Ireland praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen.

## ÖVRIG INFORMATION

### Förändring av fondförmögenheten

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Ingående fondförmögenhet</i>	<i>Andelsutgivning</i>	<i>Andelsinlösen</i>	<i>Årets resultat</i>	<i>Total fondförmögenhet</i>
2012-12-31	–	3 226 000	0	14 718	3 240 718
2013-12-31	3 240 718	845 000	0	556 015	4 641 733
2014-12-31	4 641 733	0	0	523 277	5 165 010
2015-06-30	5 165 010	0	0	136 605	5 301 615

### Andelsvärde

	<i>Fondförmögenhet (tkr)</i>	<i>Antal utelöpande andelar</i>	<i>Andelsvärde (kr)</i>	<i>Avkastning (%) <sup>1)</sup></i>
2012-12-31	3 240 718	3 225 899,56	1 004,59	0,46
2013-12-31	4 641 733	4 019 626,94	1 154,77	14,66
2014-12-31	5 165 010	4 019 626,94	1 284,95	11,23
2015-06-30	5 301 615	4 019 626,94	1 318,93	2,62

1) Avkastning efter fast och prestationsbaserat arvode. Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

# Verksamhetsberättelse Carve 2

## PERIODENS RESULTAT

För första halvåret 2015 redovisar Carve 2 en avkastning på 2,32 procent. Se vidare avsnittet "Förvaltarna har ordet" för mer detaljerade kommentarer.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 2 en total avkastning på 29,43 procent jämfört med 17,01 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2015 uppgick Carve 2:s fondförmögenhet till 3 974,7 miljoner kronor. Detta är en ökning med 63,3 miljoner kronor sedan den 31 december 2014. Under första halvåret 2015 var andelsutgivningen 0 kronor, medan inlösen uppgick till 27,3 miljoner kronor. Här till kommer periodens resultat på 90,6 miljoner kronor.

## UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

## FONDBESTÄMMELSER

Fondbestämmelserna har under perioden uppdaterats i samband med ansökan om förnyat verksamhetstillstånd under lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Se under rubriken "Väsentliga händelser under perioden" nedan. Ändringarna är en anpassning till den nya lagstiftningen och har ingen materiell påverkan på fondens verksamhet.

## VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Carve 2 är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Carve Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Carve Master. Läs om riskhanteringen i Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 11.

## HÄVSTÅNG

Fonden får använda lån vilket kan skapa hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens nettotillgångsvärde och har under halvåret varierat mellan som lägst 99,84 och som högst 100,67 procent av fondförmögenheten, med ett genomsnitt på 100,24 procent.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Den 22 juli 2013 trädde lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder i kraft. Lagen, som ersätter lagen om investeringsfonder avseende verksamheten för Carve Master, Carve 1 och Carve 2, innebär att förvaltaren har behövt ansöka hos Finansinspektionen om ett förnyat verksamhetstillstånd. Tillståndet erhöles den 21 maj 2015.

Den nya lagstiftningen baseras på ett nytt europeiskt

regelverk, AIFMD – Alternative Investment Fund Managers Directive. I de flesta avseenden innebär de nya reglerna inga förändringar i verksamheten.

Det amerikanska regelverket FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) trädde i kraft vid halvårsskiftet 2014. Regelverket innebär att AIF-förvaltare åläggs att lämna information till amerikanska skattemyndigheten, IRS, om investerare som är skattskyldiga i USA. Den 8 augusti 2014 undertecknade svenska staten ett avtal med USA om implementeringen av FATCA i svensk rätt. De svenska reglerna om hur information ska lämnas till Skatteverket trädde i kraft den 1 april 2015. För fondens investerare som har skatterättslig hemvist i USA innebär detta att uppgifter om dem framöver kommer att rapporteras till IRS (via Skatteverket). För investerare i fonden innebär dessa nya regler även att AIF-förvaltaren måste ställa ytterligare frågor om kundkännedom till nya och befintliga investerare.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

## ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Sammansättningen av Carve Capital AB:s styrelse har ändrats. Sedan den 21 maj 2015 består styrelsen av Svante Elfving, Per Josefsson och Ola Paulsson. David Bonnier anställdes som analytiker i slutet av maj i år.

## KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning, risk och andra nyckeltal. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och även distribueras kostnadsfritt via e-post på förfrågan. Dessutom publiceras kvartalsrapporter på webbplatsen.

## ÖVRIGT

Carve Capital AB förvaltar sedan 12 november 2012 tre specialfonder: specialmatarfonderna Carve 1, Carve 2 samt specialmottagarfonden Carve Master. Carve 1 och Carve 2 har som målsättning att vara fullinvesterade i specialmottagarfonden Carve Master. Det utgår inga avgifter i Carve Master.

Under perioden var fondens Value-at-Risk som högst 0,74 procent, som lägst 0,40 procent och i genomsnitt 0,53 procent.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2015-06-30	2014-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		3 972 771	3 909 403
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		3 972 771	3 909 403
Bankmedel och övriga likvida medel		134	139
Övriga tillgångar	1	29 000	48 200
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>4 001 905</b>	<b>3 957 742</b>
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	5 431	40 944
Övriga skulder	3	21 773	5 381
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>27 204</b>	<b>46 325</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>3 974 701</b>	<b>3 911 417</b>
NOT 1 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		29 000	48 200
Summa övriga tillgångar		29 000	48 200
NOT 2 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Skuld till fondbolag		5 431	40 944
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		5 431	40 944
NOT 3 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		21 773	5 381
Summa övriga skulder		21 773	5 381

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2015  
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land <sup>1)</sup>	Antal	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Andelar i fonder</i>					
Carve Master Fund	7	SE	2 836 075	3 972 771	99,95
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				3 972 771	99,95
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				1 930	0,05
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				3 974 701	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	–	–
7. Övriga finansiella instrument.	3 972 771	99,95

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortning har använts: SE Sverige

### REDOVISNINGSPRINCIPER

Halvårsrapporten är upprättad enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och enligt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:10) samt följer Fondbolagens Förenings rekommendationer där så är tillämpligt.

#### Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på marknadsnoterade instrument och andra instrument som aktivt handlas på en etablerad marknad används i normalfallet senaste betalkurs. För att bestämma värdet på andra instrument än de som avses i föregående mening används i normalfallet ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på annan

objektiv grund. Med objektiv grund avses då användandet av allmänt vedertagen värderingsmodell eller värdering tillhandahållen av tredje man."

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller priskvoterings av externa parter. Värderingen är gjord den 30 juni 2015 till stängningskurser.

Förvaltaren har utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited ("Citco Ireland") till fondens externa värderare. Citco Ireland ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco Ireland innebär att Citco Ireland praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen.

## ÖVRIG INFORMATION

### Förändring av fondförmögenhet

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Ingående fondförmögenhet</i>	<i>Andelsutgivning</i>	<i>Andelsinlösen</i>	<i>Årets resultat</i>	<i>Total fondförmögenhet</i>
2012-12-31	–	1 167 575	0	4 236	1 171 811
2013-12-31	1 171 811	960 837	0	236 620	2 369 268
2014-12-31	2 369 268	1 258 462	–28 525	312 212	3 911 417
2015-06-30	3 911 417	–	–27 282	90 566	3 974 701

### Andelsvärde

	<i>Fondförmögenhet (tkr)</i>	<i>Antal utelöpande andelar</i>	<i>Andelsvärde (kr)</i>	<i>Avkastning (%) <sup>1)</sup></i>
2012-12-31	1 171 811	1 167 065,94	1 004,07	0,41
2013-12-31	2 369 268	2 068 755,59	1 145,26	14,06
2014-12-31	3 911 417	3 092 076,95	1 264,98	10,45
2015-06-30	3 974 701	3 070 980,82	1 294,28	2,32

1) Avkastning efter fast och prestationsbaserat arvode. Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

Stockholm den 25 augusti 2015  
Carve Capital AB

Per Josefsson  
*Ordförande*

Svante Elfving

Ola Paulsson

Peter Thelin  
*Verkställande direktör*

# Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport

Till andelsägarna i Carvefonderna

## INLEDNING

I egenskap av revisorer i Carve Capital AB, organisationsnummer 556887-9331, har vi utfört en översiktlig granskning av bifogad halvårsrapport för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 per 2015-06-30. Det är förvaltarens styrelse och verkställande direktör som har ansvaret för att upprätta och presentera denna halvårsrapport i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Vårt ansvar är att uttala en slutsats om denna halvårsrapport grundad på vår översiktliga granskning.

## DEN ÖVERSIKTLIGA GRANSKNINGENS INRIKTNING OCH OMFATTNING

Vi har utfört vår översiktliga granskning i enlighet med International Standard on Review Engagements ISRE 2410 *Översiktlig granskning av finansiell delårsinformation utförd av företagets valda revisor*. En översiktlig granskning består av att göra förfrågningar, i första hand till personer som är ansvariga för finansiella frågor och redovisningsfrågor, att utföra ana-

lytisk granskning och vidta andra översiktliga granskningsåtgärder. En översiktlig granskning har en annan inriktning och en betydligt mindre omfattning jämfört med den inriktning och omfattning en revision enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige har. De granskningsåtgärder som vidtas vid en översiktlig granskning gör det inte möjligt för oss att skaffa oss en sådan säkerhet att vi blir medvetna om alla viktiga omständigheter som skulle kunna ha blivit identifierade om en revision utförts. Den uttalade slutsatsen grundad på en översiktlig granskning har därför inte den säkerhet som en uttalad slutsats grundad på en revision har.

## SLUTSATS

Grundat på vår översiktliga granskning har det inte kommit fram några omständigheter som ger oss anledning att anse att den bifogade halvårsrapporten inte, i allt väsentligt, är upprättad i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Stockholm den 25 augusti 2015

KPMG AB

Anders Bäckström  
*Auktoriserad revisor*



## Förvaltningsorganisation

*Per Josefsson, ansvarig förvaltare* – Efter examen vid Handelshögskolan i Stockholm anställdes Per Josefsson vid Investment AB Skrinet och Consensus Fondkommission. Vid årsskiftet 1986/87 började Per Josefsson som institutionsmäklare hos Alfred Berg Fondkommission AB och han utsågs till chef för institutionsmäkleriet i Stockholm 1990. Under 1991 utnämndes Per Josefsson dessutom till ordförande i Alfred Bergs ledningsgrupp. Två år senare utsågs han till chef för koncernens samlade aktiehandel med verksamhet i Stockholm, Oslo, Köpenhamn, Helsingfors, London och New York. Per Josefsson lämnade Alfred Berg i april 1995 för att bilda Brummer & Partners. Under sin tid på Brummer & Partners har Per Josefsson varit verkställande direktör för Brummer & Partners Kapitalförvaltning AB och Zenit Asset Management AB. Under åren 1996–2005 var han en av de förvaltningsansvariga för fonden Zenit och sedan 2005 ensam förvaltningsansvarig för samma fond. Per Josefsson lämnade förvaltningen av Zenit i mars 2012 för att starta Carve Capital AB. Per Josefsson är styrelseordförande i Zenit Asset Management AB. Han är därtill ägare och styrelseledamot i Brummer & Partners AB.

*Bo Börtemark* – Efter examen vid Linköpings Tekniska Högskola började Bo Börtemark som finansanalytiker på Delphi Economics 1990 och utnämndes till verkställande direktör för Delphi Placeringsrådgivning 1996. Två år senare lämnade Bo Delphi för att börja hos Nordiska Fondkommission som aktieanalytiker. Han utsågs till analyschef 1999. Bo Börtemark lämnade Nordiska Fondkommission och började på Zenit Asset Management AB i oktober 2000. På Zenit har Bo arbetat som analyschef, förvaltare och analytiker. I februari 2012 lämnade Bo Börtemark Zenit för att starta Carve Capital AB.

*Michael Falken* – Efter examen vid University of Colorado i Denver, anställdes Michael Falken, 1995, på Natwest Markets i London som kreditanalytiker. 1997 började Michael Falken på Chase Manhattan i London. 1998 lämnade han Chase Manhattan för att börja hos Smith Management i New York och sedan flytta till Smith Mangements dotterbolag, Orris Capital i London som senior kreditanalytiker. 2005 började Michael Falken hos Amaranth Advisors i London som Director och kreditanalytiker. År 2006 grundade Michael Falken, med två kollegor från Amaranth Advisors, Novator Credit Opportunities Fund i London. 2009 flyttade Michael Falken tillbaka till Sverige och började hos Öhman Fonder som fondförvaltare och sedermera chef för ränteteamet. Från och med 1 november 2012 är Michael Falken anställd i Carve Capital AB.

*Peter Thelin* – Efter examen från Handelshögskolan i Stockholm anställdes Peter Thelin på Saab-Scania i Södertälje. 1982 började han som portföljförvaltare på Investment AB Eken. 1983 började Peter Thelin på Alfred Berg Fondkommission, där han 1987 utsågs till chef för fond- och kapitalförvaltningen. 1990 lämnade han Alfred Berg för att börja på S-E-Banken. 1992 utnämndes Peter Thelin till verkställande direktör för S-E-Banken Fonder och S-E-Banken Allemansfonder med övergripande ansvar för all institutionell förvaltning samt fondförvaltning inom SEB. Peter Thelin lämnade S-E-Banken i oktober 1995 för att träda in som delägare i Brummer & Partners. Under perioden 1996–2005 var Peter Thelin en av de förvaltningsansvariga på fonden Zenit och 2005–2011 var Peter Thelin förvaltare på samma fond. Därefter har Peter Thelin arbetat med övergripande frågor inom Brummer & Partners. Sedan mars 2012 har han arbetat med uppstartandet av Carve Capital AB. Peter Thelin är styrelseledamot i Brummer Life Försäkringsaktiebolag AB. Han är därtill ägare och styrelseledamot i Brummer & Partners AB.

# Ordlista

**ABSOLUT AVKASTNING** Positiv avkastning. Fonden har ett absolut avkastningsmål, vilket innebär att förvaltarna över tiden eftersträvar en positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Detta står i kontrast till traditionella fonder som har ett relativt avkastningsmål, det vill säga att överträffa ett specifikt index.

**AVKASTNINGSTRÖSKEL** Utgörs antingen av marknadsvärdet på andelsägarens investering i fonden vid det senaste tillfälle då prestationsbaserat arvode erlades uppräknat med tröskelräntan (se nedan) sedan denna betalning, eller av andelsägarens anskaffningskostnad uppräknad med tröskelräntan om detta belopp är större. Prestationsbaserat arvode erläggs månadsvis i efterskott.

**BLANKNING** Försäljning av värdepapper som säljaren inte äger vid försäljningstillfället. Säljaren lånar värdepappren för att kunna leverera dem på likviddagen för försäljningen.

**DERIVAT** Ett finansiellt instrument vars värdeutveckling kan härledas till en viss underliggande tillgång och som innebär rättigheten eller skyldigheten att köpa eller sälja tillgången (se Option och Termin).

**FONDFÖRMÖGENHET (FFM)** Marknadsvärdet av alla fondens tillgångar reducerat med marknadsvärdet av alla fondens skulder. Fondens substansvärde.

**HIGH WATERMARK** En princip som innebär att andelsägare endast erlägger prestationsbaserat arvode då eventuell underavkastning i förhållande till avkastningströskeln från tidigare perioder har återhämtats.

**INDEX** Beskriver förändringen i ett tillgångsslags värde. Index används traditionellt som jämförelsetal för värdeutvecklingen i fonder.

**KORRELATION** Ett statistiskt mått som beskriver graden av linjärt samband mellan två tidsserier. Korrelation antar per definition ett värde mellan +1 (perfekt positiv korrelation) och -1 (perfekt negativ korrelation). Värdet 0 visar att det inte finns något samband mellan tidsserierna. Traditionella fonder har en korrelation nära +1 till sitt index.

**KORT POSITION** Blankade värdepapper (se Position och Blankning).

**LÅNG POSITION** Innehav av värdepapper (se Position).

**NETTOEXPONERING** Marknadsvärdet av fondens långa minus korta aktiepositioner samt exponering via derivat i förhållande till fondförmögenheten. Måttet uttrycks i procent.

**OPTION** En rättighet men inte en skyldighet att köpa eller sälja en viss tillgång vid en viss tidpunkt till ett visst pris.

**POSITION** En på finansmarknaden vedertagen term som avser ett innehav eller en blankning (se Blankning) av ett visst finansiellt instrument eller kombinationer av dessa.

**RISK** Mäts traditionellt med måttet standardavvikelse, som anger hur mycket värdeutvecklingen har fluktuerat. Standardavvikelse används vanligtvis för att spegla investeringens risknivå. En fonds risknivå klassas ofta utifrån hur mycket fondens andelsvärde har varierat (eller kan antas variera) över tiden. Hög standardavvikelse innebär stora variationer och därmed hög risk, låg standardavvikelse innebär små variationer och därmed låg risk.

**RISKJUSTERAD AVKASTNING** Avkastningen utöver den riskfria räntan i relation till investeringens risk (se Risk och Sharpekvot).

**SAMMANLAGD EXPONERING** Summan av marknadsvärdet av fondens långa och korta aktiepositioner samt exponering via derivat i förhållande till fondförmögenheten. Positioner i samma underliggande värdepapper bidrar enbart med sin nettoexponering. Måttet uttrycks i procent.

**SHARPEKVOT** Ett mått på portföljens riskjusterade avkastning. Beräknas som avkastningen utöver den riskfria räntan i relation till investeringens risk definierad som standardavvikelse. En hög Sharpekvot är ett tecken på ett gott utbyte mellan avkastning och risk.

**SPECIALFOND** En beteckning på fonder som har fått Finansinspektionens tillstånd att placera med en inriktning som avviker från den som fondlagstiftningen generellt tillåter. Carve Master, Carve 1 och Carve 2 är specialfonder enligt 1 kap 11 § p 23 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

**STANDARDVAVIKELSE** Ett statistiskt mått som anger spridningen i en datamängd.

**TERMIN** En skyldighet att köpa eller sälja en viss tillgång vid en viss tidpunkt till ett visst pris.

**TRÖSKELRÄNTAN** Utgörs av tröskelräntesatsen (se nedan), omräknad till relevant tidsperiod, multiplicerad med marknadsvärdet på andelsägarens investering i fonden vid det senaste tillfälle då prestationsbaserat arvode erlades eller med andelsägarens anskaffningskostnad om detta belopp är större.

**TRÖSKELRÄNTESATS** Definieras som Riksbankens fixing av 90-dagars svenska statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar.

**VALUE-AT-RISK (VaR)** Ett sannolikhetsbaserat statistiskt mått på risken i en portfölj. Måttet uttrycker den förlustnivå som portföljen förväntas överskrida under en given tidsperiod med en given grad av statistisk säkerhet. I Carve 1:s externa rapportering avser VaR 1 dag med 95 procents konfidens. Måttet uttrycks i procent av fondförmögenheten.

**VOLATILITET** Ett mått på hur avkastningen varierar över tiden. Vanligen beräknas en tillgångs volatilitet som standardavvikelsen i tillgångens avkastning. Ofta använder man volatilitet som ett mått på risken i en portfölj.

