

CARVE

ÅRSBERÄTTELSE 2018

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 avkastningströskeln¹⁾
- Carve 2: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln¹⁾

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.
- Carve 2: 0 procent (ingen)

Teckning av andelar:

- Carve Master: Månadsvis
- Carve 1: Sådan dag som förvaltaren anger²⁾
- Carve 2: Kvartalsvis

Inlösen av andelar:

- Carve Master: Månadsvis
- Carve 1: Sådan dag som förvaltaren anger²⁾
- 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 Europe plc, Sverigefilial

Revisor: KPMG AB, Anders Bäckström, Box 382, 101 27 Stockholm

AIF-FÖRVALTARE

Carve Capital AB

Organisationsnummer: 556887-9331

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

Ägare: Brummer & Partners AB (46,975 procent) och Carve Intressenter AB (53,025 procent)

Aktiekapital: 1 500 000 kronor

Adress: Norrmalmstorg 14, Box 7030, 103 86 Stockholm

Telefon: +46 8 566 214 80

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: Kristofer Wallstén, B & P Fund Services AB

Klagomålsansvarig: Fredrik Stjernström, B & P Fund Services AB

Oberoende riskkontrollansvarig: Alexander Argiriou, 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 årsberättelse med verksamhetsberättelser för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2. För information om respektive fond, se respektive fonds verksamhetsberättelse.

CARVES ÅRSBERÄTTELSE

1 JANUARI TILL 31 DECEMBER 2018

Styrelsen och verkställande direktören för Carve Capital AB avger härmed följande årsberättelse för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för perioden 1 januari till 31 december 2018.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	11
Carve Master.....	12
Verksamhetsberättelse.....	12
Räkenskaper.....	14
Carve 1.....	25
Verksamhetsberättelse.....	25
Räkenskaper.....	27
Carve 2.....	31
Verksamhetsberättelse.....	31
Räkenskaper.....	33
Revisionsberättelse.....	38
Förvaltningsorganisation.....	40
Brummer & Partners.....	41
Ordlista.....	42

VIKTIG INFORMATION

Carve Master, Carve 1 och Carve 2 är specialfonder enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Detta material utgör inte investeringsrådgivning. En investerare som överväger att investera i någon av fonderna bör först noggrant läsa fondens faktablad, teckningsdokumentation och informationsbroschyr innehållande fondbestämmelserna. Dessa dokument finns tillgängliga på fondens hemsida www.brummer.se.

Att placera i fonder innebär en risk. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.

Avkastning som redovisas i rapporten är inte justerad för inflation.

Carve Master, Carve 1 och Carve 2 (tillsammans "fonderna") är 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. 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.

Global Industry Classification Standard ("GICS")-branschklassificeringen har utvecklats av och är exklusiv egendom och varumärke tillhörande MSCI Inc. ("MSCI") och Standard & Poor's Financial Services ("S&P") och får användas av B & P Fund Services AB med stöd av licens. Varken MSCI, S&P eller någon tredje part delaktig i skapandet eller framtagandet av GICS eller GICS-klassificeringar av något slag lämnar någon uttalad eller underförstådd garanti eller utfästelse avseende sådan standard eller klassificering (eller resultat framtagna med användning därav), och alla sådana parter avsäger sig härmed uttryckligen alla garantier gällande originalitet, exakthet, fullständighet, säljbarhet och lämplighet för ett specifikt syfte avseende sådan standard eller klassificering. Utan att begränsa något av ovanstående: under inga omständigheter ska MSCI, S&P, någon av deras affärspartners eller någon tredje part delaktig i skapandet eller framtagandet av GICS eller GICS-klassificeringar av något slag hållas ansvariga för någon direkt, indirekt, särskild, straffrelaterad, efterföljande eller annan skada (inklusive inkomstbortfall) även om dessa underrättats om möjligheten att sådan skada skulle uppstå.

I den här rapporten har vi använt data från HFR, www.hedgefundresearch.com © 2018 Hedge Fund Research, Inc. och MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Varken HFR, MSCI, eller någon annan part som är involverade i att samla in, bearbeta eller skapa jämförelseindex lämnar några uttryckliga eller underförstådda garantier eller utfästelser vad gäller sådan data (eller de resultat som uppnås genom användning därav), och alla sådana parter avsäger sig härmed uttryckligen allt ansvar för tillförlitlighet, riktighet, fullständighet eller lämplighet för ett visst ändamål med avseende på någon av sådana uppgifter.

Portföljförvaltarna har ordet

Carve Master är en absolutavkastande fond som investerar i aktier, företagskrediter och i kombinationer av aktier och krediter eller så kallade CDS, credit default swaps. I denna rapport benämns dessa kombinationer kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage. Fonden har två matarfonder: Carve 1 och Carve 2.

För Carve 1 gäller att insatt kapital är inlåst under tre år. För Carve 2 gäller att 25 procent av insatt kapital kan tas ut kvartalsvis. Konstruktionen med låst kapitalmassa gör att Carve kan arbeta med en lång placeringshorisont, 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 till kontrollerad risk i alla typer av marknadsklimat.

Aktieportföljen kan vara netto lång eller netto kort beroende på vår uppfattning om marknad och bolag, där den långa sidan i normalfallet är koncentrerad till stabila innehav med begränsad konjunkturrisik och den korta sidan till bolag med strukturella problem. Företagskreditportföljens långa sida är inriktad på bolag med begränsad kreditrisk och relativt korta löptider. Den korta sidan konstrueras enligt de principer som gäller för aktieportföljen. Ränterisken hedgas bort. Portföljen som omfattar kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage har begränsad marknadsriktningsrisk. Hela portföljen hedgas i svenska kronor.

PORTFÖLJRESULTAT

Fondandelsvärdet för fonderna (Carve 1 och Carve 2) föll under året med -11,91 respektive -12,35 procent. Resultatet kan jämföras med HFRI Fund Composite Index (HFRI

Index) som föll med -3,48 procent. Resultatet är en stor besvikelse och ligger inte alls i nivå med fondens långsiktiga avkastningsmål.

Årets svaga resultat förklaras främst av en negativ utveckling för flera av aktieportföljens större positioner. Under stora delar av året fanns en trend med stigande kurser för redan högt prissatta tillväxtaktier, inte minst inom teknologisektorn. Även om börskurserna på dessa föll dramatiskt under fjärde kvartalet, så föll även rimligt eller lågt prissatta värdebaserade aktier som representerade en stor del av Carves portfölj. Resultatbidragen från krediter och kapitalstrukturinvesteringar var begränsade. Mot bakgrund av årets svaga utveckling har ett flertal åtgärder vidtagits både vad gäller förändringar i portföljen, där flera nya positioner tillkommit, men också inom Carves organisation (läs mer på sidan 10).

Standardavvikelsen på helårsbasis sedan start uppgick till 5,84 procent för Carve 1 och 6,00 procent för Carve 2, vilket ger en Sharpekvot på 0,51 respektive 0,40, att jämföra med 0,84 för HFRI index. Sedan start har Carve 1 stigit med 19,11 procent och Carve 2 med 15,06 procent.

RISKNIVÅ

Fondens risknivå var något högre vid årets utgång än vid motsvarande tidpunkt föregående år. Parametriskt Value-at-Risk uppgick vid årsskiftet till 0,86 procent (0,51 procent). Vid samma tidpunkt var fondens totala exponering cirka 250 procent (268 procent). Nettoexponeringen i aktieportföljen var cirka 20 procent (26 procent). Siffror inom parentes avser föregående år.

MÅNADSAVKASTNINGAR 2018 CARVE 1 OCH CARVE 2

	Carve 1 (SEK)	Carve 2 (SEK)	HFRI Fund of Funds (USD) ¹⁾	Credit Corp Investment Grade US (USD)	Credit Corp Investment Grade EU (EUR)	MSCI World NDTR Index (lokal valuta) ²⁾	JP Morgan Global Gov'n't Bond Index (lokal valuta)	Tremånaders svensk statsskuld- växel (SEK)
AVKASTNING 2018, % ³⁾								
Januari	-1,59	-1,63	2,33	-0,91	-0,25	3,77	-0,88	-0,07
Februari	-2,02	-2,06	-1,53	-1,50	-0,01	-3,53	-0,14	-0,06
Mars	-3,34	-3,38	-0,49	0,20	-0,09	-2,37	1,13	-0,06
April	1,69	1,65	0,20	-0,84	0,05	2,01	-0,57	-0,06
Maj	-1,80	-1,84	0,72	0,45	-0,24	1,27	0,18	-0,06
Juni	-0,58	-0,62	-0,46	-0,55	-0,03	0,33	0,21	-0,06
Juli	0,90	0,85	0,21	0,75	0,27	3,15	-0,38	-0,06
Augusti	1,02	0,97	0,23	0,54	0,03	1,34	0,06	-0,06
September	-0,43	-0,47	-0,19	-0,35	-0,29	0,73	-0,65	-0,05
Oktober	-1,09	-1,13	-2,88	-1,33	-0,15	-6,80	-0,14	-0,06
November	-2,42	-2,46	-0,43	-0,19	-0,63	1,15	0,60	-0,06
December	-2,81	-2,85	-1,16	1,26	0,19	-8,43	1,53	-0,05
JANUARI-DECEMBER	-11,91	-12,35	-3,48	-2,47	-1,13	-7,95	0,93	-0,70

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2018 Hedge Fund Research, Inc. Alla rättigheter förbehålls.

2) MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

3) Avkastningen för Carve 1 och Carve 2 redovisas efter arvoden.

OMVÄRLDSUTVECKLING I KORTHET USA

Den globala tillväxten var stabil under året. USA:s ekonomi visade på accelererande tillväxt vilket även kom till uttryck i starka bolagsrapporter och stark vinstutveckling. Trump-administrationen genomförde utlovade skattesänkningar, vilka bidrog till den goda utvecklingen och underlättade för den amerikanska centralbanken att fortsätta strama åt penningpolitiken. Dock bidrog den åttonde räntehöjningen i september och den omfattande bantningen av Federal Reserves balansräkning till den marknadsturbulens som kom att prägla finansmarknaderna under fjärde kvartalet. Under fjärde kvartalet kom alltfler tecken på inbromsning i den globala konjunkturen. Dessutom har den globala handelns tillväxt mattats av. Detta ledde till något mer duvaktiga uttalanden från centralbankens representanter mot slutet av året. Handelskonflikten med Kina har fortsatt, även om mötet mellan presidenterna Trump och Xi i november ledde till viss islossning och en överenskommelse om att skjuta upp de tulltariffshöjningar som hade aviserats för januari 2019.

Europa

Europa inledde första halvåret starkt och även här kom tecken på att konjunkturutvecklingen mattades av något på flera håll, bland annat i dragloket Tyskland. Det europeiska samarbetet har fortsatt att utsättas för påfrestningar. Italien är en av dessa oroshärdar med en populistisk regering som efter vissa diskussioner med EU reviderade sin alltför svaga statsbudget. Även det italienska banksystemet är ifrågasatt. Splittring råder i flera andra frågor inom EU, inte minst kring migrationspolitiken. Brexit-förhandlingarna har lett till en överenskommelse mellan EU-kommissionen och Storbritannien men premiärminister Theresa May har mött starkt motstånd på hemmaplan, inte minst inom det egna partiet. Vid omröstningen den 15 januari 2019 röstade parlamentet ned regeringens förslag och den politiska situationen är fortsatt osäker. Risken för ett oordnat utträde har därmed ökat. I Frankrike har president Macron mött starka politiska protester vilket försvårar hans reformarbete. Penningpolitiken var fortsatt expansiv och den Europeiska centralbanken har haft en fortsatt mjuk framtoning i sin kommunikation till marknaden.

Asien

I den asiatiska regionen uppvisade Kina förhållandevis goda tillväxtsiffror. Det finns dock dels tecken på en något lägre tillväxt i inhemsk efterfrågan, dels växer investeringarna långsammare eftersom nya regleringar har dämpat kreditillväxten.

Till följd av handelskriget med USA och dämpad tillväxt i den inhemska efterfrågan har kinesiska myndigheter indikerat att finanspolitiken kan komma att bli mer expansiv. Penningpolitiken har också lagts om i mer expansiv riktning i och med att reservkraven på bankerna har sänkts i flera steg under året.

RÄNTEUTVECKLING TIOÅRIGA STATSOBLIGATIONER 2018

(%)	2018-12-28	2017-12-29	Förändring, punkter
<i>Nord- och Sydamerika</i>			
Kanada	1,9510	2,0410	-9,00
USA	2,7182	2,4054	31,28
Mexiko	8,6880	7,6450	104,30
Colombia	6,7520	6,4760	27,60
Brasilien	9,2350	10,2560	-102,10
<i>Europa</i>			
Schweiz	-0,2780	-0,1780	-10,00
Tyskland	0,2380	0,4230	-18,50
Nederländerna	0,3830	0,5220	-13,90
Frankrike	0,7050	0,7800	-7,50
Sverige	0,4570	0,7660	-30,90
Spanien	1,4130	1,5580	-14,50
Storbritannien	1,2660	1,1880	7,80
Italien	2,7390	2,0160	73,40
Portugal	1,7140	1,9080	-19,40
Grekland	4,3470	4,0730	27,40
<i>Asien/Oceanien</i>			
Japan	-0,0050	0,0480	-4,80
Sydkorea	1,9560	2,4700	-51,40
Australien	2,3620	2,6300	-26,80
Nya Zeeland	2,3940	2,7240	-33,00

Källa: Bloomberg.

VINST- OCH INDEXUTVECKLING

Vid årets utgång låg förväntningarna på den framtida vinstutvecklingen på 4–5 procent i USA och 7–8 procent i Europa.

För Carves huvudmarknader, USA respektive Europa, föll S&P 500-index med cirka 7 procent och Eurostoxx 600 med cirka 14 procent. Den kinesiska börsen föll med cirka 25 procent. Kreditindex Credit Corp. Investment Grade Index föll med -2,5 procent i USA och -1,1 i Europa.

PORTFÖLJARBETET

Ledstjärnan för Carves portföljarbete är att ha möjligheter att kunna göra det som är enkelt och att agera uthålligt. Eftersom merparten av fondkapitalet är inlåst under flera år kan vi ha ett mer långsiktigt förvaltarperspektiv och vi ägnar oss inte åt kortsiktig trading. Detta gäller även fortsättningsvis. Fondens långsiktiga placeringshorisont är en fördel inte minst i tider av onormala marknadsförhållanden och innebär att vi har förutsättningar att utnyttja fondens balansräkning och göra stora bruttoinvesteringar när intressanta investeringsmöjligheter uppstår. Vi kan dessutom kraftfullt förändra portföljen när ny information påverkar marknads-

bilden. Huvudprincipen för fondens investeringar baseras på bolagsval, det vill säga vi arbetar "bottom up" och kombinerar denna investeringsfilosofi med kvalificerad fundamental makroanalys. Fondens mål är att aktieportföljen ska stå för cirka 50 procent av resultatet och cirka 50 procent ska komma från krediter och kapitalstrukturinvesteringar. Fondens resultat för 2018 är en besvikelse. Särskilt gäller detta fondens aktieportfölj. Värdebaserade aktier, som utgör en betydande del av portföljen, har tappat i värde på ett sätt som vi bedömer inte motsvarar deras fundamentala värde. Även om den mycket högt värderade cykliska och semi-cykliska sektorn där vi varit underrepresenterade föll dramatiskt under årets sista kvartal, hade värdeaktier en fortsatt svag utveckling. Graferna intill beskriver den betydande multipelexpansion som skett under senare år inom tillväxtaktier. Låga räntor och låg volatilitet inom kreditområdet, under stora delar av året, bidrog också till det svaga resultatet, även om räntorna höjdes stegvis i USA och volatiliteten tilltog under årets sista månader. Detta bidrog till att affärsmöjligheter och risktagande inom krediter och kapitalstrukturinvesteringar fram till slutet av året var begränsade.

De handelstrender som dominerade under året har således varit problematiska för Carve, men vi är övertygade om att Carves befintliga portfölj har goda förutsättningar att nå de uppsatta förvaltningsmålen både vad gäller avkastning och risk. Vi har även gjort en del missbedömningar som kostat mycket pengar och har därför vidtagit en hel del förändringar i portföljen. Bland annat har andelen tillväxtaktier i namn som vi är trygga i utökats något under andra halvåret. Vi ligger samtidigt kvar i positioner som visar på starka eller svaga underliggande trender som bör generera god avkastning på den långa respektive korta sidan i aktieportföljen. Dessutom har, till följd av den ökade volatiliteten, vår databas-baserade screening avseende kapitalstrukturinvesteringar under senare tid resulterat i att vi identifierat mer än 100 intressanta situationer, av vilka ett 40-tal har bedömts som extra intressanta i skrivande stund, och några har redan implementerats. Det är en tiofaldig ökning av investeringsmöjligheter jämfört med hur situationen var för ett år sedan.

Aktier

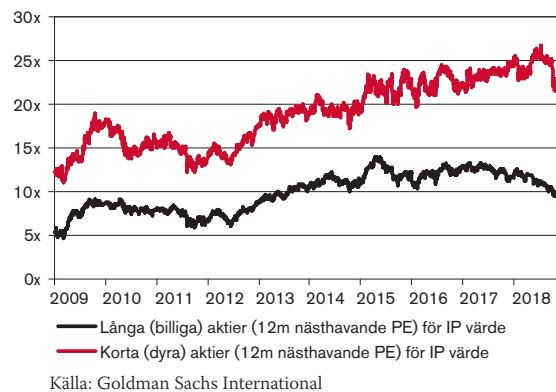
För Carves aktieportfölj gäller grundprincipen att vi på den långa sidan kontinuerligt letar efter investeringar i bolag med kortsiktiga problem som bedöms ha långsiktigt goda möjligheter. På den korta sidan söker vi bolag som har tillfälliga framgångar men som bedöms ha långsiktiga problem.

Aktieportföljen bestod av drygt 30 positioner vid periodens utgång. De tre största positiva resultatbidragen under året kom från portföljens långa positioner i Autoliv och Delivery Hero, samt en kort position i Micron.

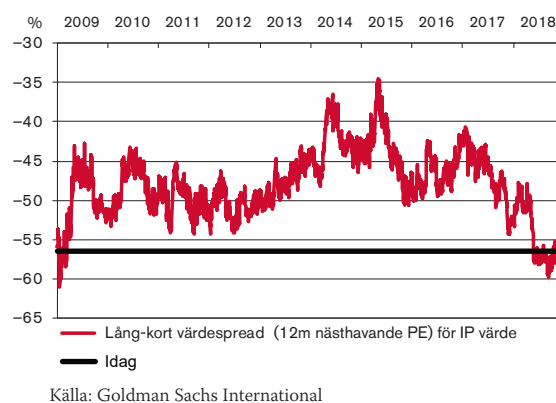
Autoliv hade en mycket stark kursutveckling i början av året baserad på dels en stark ordergång inom kärnverksamheten krockkuddar, dels stora förväntningar på den avknoppning som skulle ske av *Veoneer*. När aktien nådde vår målkurs såldes innehavet. Sedan dess har den globala bilförsäljningen inte

Följande grafer beskriver den betydande multipelexpansion som skett under senare år inom tillväxtaktier, delvis på bekostnad av värdeaktier^{4) 5)}.

Värdeaktiernas svaga utveckling



Värderingsskillnad mellan långa (billiga) och korta (dyra) aktier



nått upp till förväntningarna, samtidigt som tidpunkten för när *Veoneer* förväntas börja tjäna pengar har skjutits fram. På nuvarande nivåer är både *Autoliv* och *Veoneer* intressanta, men vi har i skrivande stund ingen position i något av bolagen.

Delivery Hero noterades på den tyska börsen under 2017 och är ett ledande företag för hemleveranser av restaurangmat online. *Delivery Hero* är på global basis på väg att förändra hur och när konsumenter äter. Företaget startades 2011 och förvärvade snabbt ett antal bolag, däribland svenska *Online-Pizza Norden*, som grundades av den nuvarande svenska vd:n, Niklas Östberg. Under årets första nio månader uppgick *Delivery Hero*s ordergång till 3,6 miljarder euro, vilket motsvarade en uppgång med 50 procent på ett år. Efter en mycket stark kursutveckling nådde aktien vår målkurs och vi valde att sälja innehavet.

Micron är ett världens största halvledarbolag, med en världsledande ställning inom produktion av minnen till datorer, telefoner och datacenter. Efter flera år av mycket stark tillväxt inom främst datacenter och den extremt starka

4) Goldman Sachs Internationals IP-värdefaktor beräknas med hjälp av ett genomsnitt för P/E-tal, P/B-tal, kurs/utdelning, företagsvärde/EBITDA, företagsvärde/fritt kassaflöde och företagsvärde/skulddjusterat kassaflöde. Endast P/E, P/B och kurs/utdelning används för finanssektorn.

5) Q1: Aktier med den lägsta värderingen inom sin sektor. Q5: Aktier med den högsta värderingen. En värderingsspread på -55 % anger exempelvis att genomsnittliga 12-mån Fwd P/E för (billiga) Q1-aktier är 55 % lägre jämfört med (dyra) Q5-aktier.

prisutvecklingen för minnen till datorer, ansåg vi risken vara betydande för en kurskorrektur. Marknaden för datorminnen har historiskt sett tenderat att vara mycket cyklisk, även om antalet producenter på marknaden minskat vilket medfört att risken sannolikt reducerats något. Mot denna bakgrund såg vi en möjlighet att gå kort aktien och vår tes realiserades snabbare än väntat. Vår målkurs nåddes på kort tid, varför vi realiserade vinsten och vi stängde den korta positionen i aktien.

De tre största negativa bidragen i aktieportföljen kom från långa positioner i Hoist, Coty och Munters.

Hoist hade en mycket svag kursutveckling under året. Fram till november berodde detta främst på en allmän oro för svagare intjäningsförmåga för kredithanteringsföretagen till följd av en förväntad svagare konjunkturutveckling. Inte minst oroades marknaden av Hoists exponering mot Italien. Under december kom ett negativt besked från Finansinspektionen, som utan förvarning per sista december införde nya riskvikter för företagets köpta osäkra skulder. Dessvärre påverkar detta beslut även kapitaltäckningen för Hoist som är en reglerad bank, till skillnad från majoriteten av andra kredithanteringsföretag. Hoist arbetar i dagsläget på flera lösningar för att kunna växa i den takt som tidigare kommunicerats till marknaden; bland annat genom att ansöka om en individuell riskviktsmodell hos Finansinspektionen, vilket dock kan ta 18–24 månader att få igenom. För den långsiktiga investeraren finns ett bra köpläge aktien.

Coty köptes i slutet av 2017 och gav ett positivt bidrag det året. Bakgrunden till investeringen var att det förändringsarbete som huvudägaren JAB och företagsledningen genomfört under ett par år stod inför en skördeperiod. Coty är ledande inom parfym och världens tredje största företag inom skönhetsprodukter efter L'Oréal och Estée Lauder. Under 2018 kom dock flera negativa nyheter som visade att våra förväntningar på företaget inte skulle infrias. Coty fick problem i samband med integrationen av ett förvärv från Procter & Gamble som utvecklades mycket sämre än väntat. Problemen förvärrades av företagets stora skuldsättning. Vi valde att stänga vår långa position. Efter det har börskursen fortsatt att falla och företagsledningen har bytts ut.

Munters har efter en mycket stark kursutveckling direkt efter börnoteringen levererat flera svaga rapporter i rad. De optimistiska prognoser som fanns för exponeringen mot datacenter är nu helt uttraderade och tillväxtförväntningarna ligger numera på noll. Inte heller inom andra verksamhetsområden har Munters kunnat infria förväntningarna. Företaget har dock en mycket bra långsiktig historik och bedöms även ha goda framtidsutsikter. 2010 var det en intensiv budstrid om företaget mellan Nordic Capital och Alfa Laval på en betydligt högre värderingsnivå än den som råder för närvarande.

Företagskrediter

Vi inledde året med en försiktig syn på kreditmarknaden och hade en relativt neutral position i kreditportföljen. Vi bedömde att en ökad volatilitet framöver skulle komma att skapa flera nya investeringsmöjligheter. Företagskreditport-

följen bestod av 13 positioner bland annat inom bil-, transport- och verkstadssektorerna, men även inom bank, läkemedelsdetaljister och matvaruhandel. De största bidragsgivarna under året var korta positioner i Royal Caribbean Cruise Lines och Auchan samt en lång position i Norwegian Airlines.

Royal Caribbean är världens näst största kryssningsrederi. Rederiet har under en längre period haft en stark efterfrågan och god tillväxt tack vare en mycket gynnsam underliggande utveckling inom kryssningsbranschen. Det har resulterat i att spreaderna på bolagets krediter varit nere på ett "all time low". Till följd av den positiva branschutvecklingen har alltför många bolag beställt ytterligare fartyg, vilket kommer att leda till ett markant ökat utbud och ökad konkurrens på marknaden de närmaste åren. Vi bedömer att det finns en uppenbar risk för ett överutbud på kryssningar framöver, vilket skulle kunna leda till prispress inom branschen. Utvecklingen av kreditspreaderna har under året börjat reflektera denna oro. Vi har en kort kreditposition via CDS.

Norwegian Airlines är Europas tredje största lågprisflygbolag. Flygbolaget har växt kraftigt under de senaste åren och har lagt mycket stora beställningar på nya flygplan. Dessa investeringar kommer sannolikt att behöva finansieras via både kredit- och aktiemarknaden enligt vår bedömning. Vi ägde obligationer i Norwegian som gick till förfall och återbetalades under året.

Auchan är en fransk matvarukedja med butiker i 15 länder. Ökad konkurrens i framförallt Frankrike, Ryssland och Italien, samt en överexponering mot stormarknadskoncept har satt press på såväl marginaler som vinst. På grund av hög belåning och ett negativt kassaflöde begränsas företagets möjligheter att vidta åtgärder för att vända den negativa trenden. Kreditspreaderna för Auchan har varit konstligt låga, gynnade av den Europeiska centralbankens (ECB) stödköp av europeiska "investment grade"-obligationer. Vi bedömer att kreditspreaderna kommer att öka ytterligare när ECB avslutar sitt stödköpsprogram. Vi har en kort kreditposition i Auchan via CDS.

De största negativa bidragen under året kom framför allt från en portföljhedge i form av korta positioner i det europeiska high yield-indexet Itraxx Crossover och det amerikanska CDX HY, men även från en förlust i Danske Banks AT1-obligationer som vi ägt under en mycket lång tid.

Kredithedgen bestod av CDS-index baserade på high yield-emittenter i Europa och USA. High yieldmarknaden står enligt vår uppfattning inför en mer turbulent period då värderingen av dessa instrument har nått mycket oattraktiva nivåer. Då stödköpen från världens centralbanker närmar sig en slutpunkt kommer prisstödet från de kvantitativa lättänderna till kreditmarknaden att försvinna, samtidigt som vi kommer allt närmare nästa fas i konjunkturcykeln. Under året har vi ersatt dessa CDS-baserade index med enskilda korta positioner via CDS.

Danske Bank driver bankverksamhet med fokus på Danmark. Banken har under flera år kraftigt förbättrat lönsam-

heten genom sänkta kostnader, minskade kreditförluster och förbättrad kapitaltäckning. En omfattande penningtvättshärva i Danske Banks estländska filial skapade stor turbulens under året och vi avyttrade vår position i bankens AT1-obligationer. Även om detta innebar en kortsiktig förlust för året, var positionens avkastning över innehavstiden mycket god.

Kapitalstrukturinvesteringar

Efter en längre period av få investeringsmöjligheter i kapitalstrukturinvesteringar ökade kredit- och aktiemarknadsvolatilitet markant under årets senare del och så även potentialen för mycket attraktiva investeringar. Från att vid halvårsskiftet endast haft fem investeringar inom området, bestod portföljen av 13 positioner vid årets slut. Antalet positioner har ökat ytterligare under inledningen av 2019. Investeringarna är fördelade på flertalet sektorer: stålindustri, detaljhandel, matvaruhandel, bil- och lastbilstillverkning, konsumtionsvaror, telekom, verkstad och bank. De största positiva bidragen under 2018 kom från investeringar i Nordea, AK Steel och SEB.

Nordea är en av Europas största banker. Verksamheten är huvudsakligen inriktad mot de nordiska länderna som i mångt och mycket har oligopolistiska bankmarknader. Banken har en stark balansräkning. Detta i kombination med det strikta regelverk som ställts upp för den finansiella sektorn innebär att bankens subordinerade obligationer inom AT1-segmentet är fortsatt attraktiva. Aktiekursen har pressats ned under året på grund av tvivel kring Nordeas framtida vinstutveckling. Denna oro grundas på att konkurrensen ökat inom bolånesektorn, bankens höga kostnadsbas och ett osäkert ränteläge. Vi äger AT1-obligationer och har en kort position i aktien.

AK Steel är en amerikansk stålproducent som har gynnats av amerikanska ståltullar. Den tidigare rekordhöga stålimporten slog hårt mot de lokala stålproducenterna. AK Steel har dragit nytta av de höga stålpriserna tack vare ståltullarna och därigenom lyckats förbättra sin kreditprofil. Vi anser fortfarande att prissättningen mellan säkerställda och icke-säkerställda obligationer inte tar hänsyn till de långsiktiga utmaningar den amerikanska stålindustrin står inför. Vi har en lång position via säkerställda obligationer och en kort position via CDS som motsvarar de icke-säkerställda obligationerna.

SEB driver svensk bankverksamhet och har en stark position framför allt på företagssidan med god lönsamhet. Banken har successivt förbättrat lönsamheten genom kostnadskontroll och fokus på intäkter från produkter med lägre kapitaltäckningskrav. Bankens kapitalbuffertar är goda och av hög kvalitet. Vi har en lång position i en av bankens AT1-obligationer och en kort position i aktien då vi anser att prissättningen mellan dessa två instrument är felaktig.

De negativa bidragen kom uteslutande från investeringar där vi haft en lång position i aktien och en kort position i krediten. Detta har under de turbulenta marknadsförhållanden som rådde under delar av året kortsiktigt inte genererat de

resultat vi förväntar oss över tid. De största negativa bidragen kom från två positioner inom amerikansk dagligvaruhandel, L Brands och Gap, samt från en position i Hellenic Telecom.

L Brands är en amerikansk detaljhandelsgrupp där den större delen av vinsterna genereras av underklädeskedjan Victoria's Secret. Bolaget har haft en fortsatt mycket svag utveckling drivet av förändringar i amerikansk detaljhandel där näthandel har ökat konkurrensen samt en ny underklädestrend drivet av större komfort. Det har resulterat i prispress och sämre marginaler. Vi bedömde att det fanns förutsättningar för förbättringar i den underliggande vinsttillväxten med stöd av företagets starka varumärke. Men den negativa trenden accelererade och det fanns föga hopp om att börskursen skulle lyfta. Vi avyttrade därför innehavet som bestod av en kort position i krediten via CDS och en lång position i aktien.

Gap är en amerikansk klädmärkesgrupp där varumärket Old Navy står för nästan 75 procent av bolagets vinst. Gap är ett välpositionerat företag inom det mer prismedvetna kundsegmentet. Varumärket Gap, som representerar mindre än 10 procent av vinsten, har dock fortsatt lönsamhetsproblem. Företagsledningen arbetar målmedvetet för att vända trenden, bland annat görs en översyn av butiksnätet. Vi anser att tillväxten i Old Navy och den mindre butikskedjan Athleta, som är väl positionerad för rådande trender inom sportkläder, kommer att bidra till framtida vinstförbättringar. Vi har en lång position i aktien och är korta i krediten via CDS då vi bedömer att det råder en felprissättning mellan de två instrumenten.

Hellenic Telecom är marknadsledande inom grekisk mobil- och fast telefoni samt bredband. Företaget har också en mycket stark position inom den grekiska marknaden för betal-TV som alljämt är lågt penetrerad. Deutsche Telekom äger 45 procent av Hellenic Telecom och har bidragit både med tekniskt stöd och ledarskapskonsultationer. Företaget har stärkt balansräkningen markant och har med stöd av det starka kassaflödet även börjat ge utdelning till aktieägarna. Då Hellenic Telecoms kreditspreadar under långa perioder haft en hög korrelation med spreadarna för den grekiska statens upplåning, ser vi krediten som en bra hedge till en mycket lågt värderad aktie. Vi har en lång aktieposition och är korta i krediten via CDS.

UTSIKTER

Det fjärde kvartalet 2018 bjöd på stor dramatik med kraftiga rörelser på världens ledande börser. Federal Reserves penningpolitiska åtstramningar med räntehöjningar och fortsatt bantning av sin balansräkning var sannolikt en av de viktigaste förklaringarna till turbulensen. Därför gäller det även under 2019 att noga följa centralbankernas agerande. Till detta kommer den gradvisa försämringen av ekonomisk statistik som fortsatt pekar på en avmattning i den globala konjunktorens tillväxttakt. Handelskonflikten mellan i första hand USA och Kina utgör ett orosmoln även för Euro-

pa och USA:s grannländer, även om de åtgärder som hittills genomförts bedöms få marginella effekter på global tillväxt. Vi bedömer att inbromsningen av den globala ekonomin fortsätter åtminstone under första halvåret 2019, sannolikt längre. Till riskbilden måste naturligtvis även de geopolitiska riskerna läggas, där president Trump är fortsatt oberäknlig i sitt agerande. I Europa kommer osäkerheten att vara stor av flera skäl. Italien är en osäkerhetsfaktor som kan bidra till marknadsoro, Brexit står för dörren och protesterna kan fortsätta i Frankrike. Det sker även ett stort antal personförändringar, dels genom valet till EU-parlamentet, dels ska både Donald Tusk och Jean Claude Juncker ersättas.

Vi bedömer dock att de kurskorrigeringar som skett på världens börser har gått reaktivt långt och pessimismen är tämligen utbredd. Värdefallen är för flera enskilda bolag och sektorer dessutom betydligt större än vad olika aktieindex indikerar och det är därför inte osannolikt att en hel del negativ information redan diskonterats i kurserna. Vi tror dock inte på en "bull-market" framöver eftersom världens ledande ekonomier kommit långt i den ekonomiska konjunkturcykeln, däremot finns chanser till modesta kursuppgångar i vissa segment och goda affärsmöjligheter på både kort- och långsidan. Vi letar därför aktivt efter icke-cykliska bolag som i skrivande stund har låga värderingar och låga förväntningar, men som har goda vinstutsikter och bolag med strukturella problem på kortsidan. Vad gäller krediter och kapitalstrukturinvesteringar ser vi även här förbättrade affärsmöjligheter i takt med stigande räntor, ökade räntespreadar och ökad volatilitet. Sammantaget bedömer vi att utvecklingen för risktillgångar under det kommande året kommer att gynna Carves förvaltningsstil och därmed också förvaltningsresultaten.

HÅLLBARHETSINFORMATION

Ansvarsfulla investeringar

Ansvarsfulla investeringar är ett förhållningssätt som syftar till att implementera miljö, socialt ansvar och affärsetiska frågor (ESG⁶) i investeringsbeslut för att bättre kunna hantera risk och generera en hållbar, långsiktig avkastning. Att analysera alla typer av risker och möjligheter, oavsett vad de kallas, är sunt förnuft och ingår i rollbeskrivningen för en portföljförvaltare. Det gäller även ESG-faktorer.

Carve Capital AB har antagit en policy för ansvarsfulla investeringar och har skrivit under FN:s sex principer för ansvarsfulla investeringar (PRI). Carve Capital AB är även så kallade "signatories" till Standards Board for Alternative Investments (SBAI) som tar fram så kallade "best practice"-standarder för bland annat affärsetik, bolagsstyrning, informationsgivning och fondvärdering. Portföljförvaltarna för Carve Master strävar efter att investera ansvarsfullt utifrån investeringsstrategins förutsättningar och i linje med PRI:s sex principer för ansvarsfulla investeringar. Carve Master har en placeringshorisont på minst 12 månader och kombinerar fundamental bolagsanalys med makroanalyser

och har därför goda möjligheter att integrera ESG-analys i sina investeringsbeslut. Carve Masters relativt koncentrerade portfölj gör det också relevant för portföljförvaltarna att arbeta med aktiv påverkan där de upplever att de kan göra skillnad. Carve Masters portfölj screenas mot ISS-Ethix databas en gång i kvartalet. Screeningen syftar till att identifiera potentiella innehav som fokuserar på produktion av kontroversiella vapen. Det handlar om företag som är direkt involverade i att utveckla, producera, underhålla eller sälja olagliga vapen, det vill säga vapen vars produktion och användning är förbjuden enligt internationell lag, eller vapen som bedöms vara särskilt kontroversiella. Den typen av innehav exkluderas från portföljen. Carve exkluderar också bolag som återfinns på AP-fondernas etikråds rekommenderade exkluderingslista. Fonden screenas även för att identifiera eventuella innehav i bolag som bryter mot globala normer gällande miljö, mänskliga rättigheter, arbete och antikorruption. Normerna stipuleras i internationella initiativ och riktlinjer som exempelvis Organisationen för ekonomiskt samarbete och utvecklings (OECD) riktlinjer för multinationella företag, FN:s Global Compact, International Labour Organizations (ILO) trepartsdeklaration om principer för multilaterala företag och socialpolitik samt FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter. Eventuella rödflaggade innehav diskuteras på efterkommande styrelsemöte där förvaltningsansvarige får bekräfta huruvida relevanta ESG-faktorer har beaktats i analysen och investeringsbeslutet samt om det finns förutsättningar för en direkt dialog med bolaget. Rödflaggade bolag utesluts inte per automatik eftersom det kan finnas goda investeringsmässiga anledningar att inneha ett bolag, exempelvis om ledningen är medveten om problematiken och ämnar åtgärda den, och portföljförvaltaren tror att det arbetet kommer att återspeglas i bolagets värdering.

Under året 2018 har portföljförvaltarna för Carve Master varit i direkt dialog med tre bolag där det kunde anses föreligga risker för involvering i kränkningar av internationella normer. I ett av fallen kunde vi på ett positivt sätt avskrika anklagelserna då vi fick bekräftelse på att affärsupplägget och driften av den operativa verksamheten där risken fanns hade upphört. I två av fallen berördes påstådd inskränkning av rätten till facklig anslutning bland de anställda. Dialogen i den ena situationen föranleddes av en fördjupning inom området och fallet i fråga för att bekräfta slutsatser med extern expertis och leverantör (ISS-Ethix). I efterhand kan vi i det fallet konstatera att både dialog och fördjupning löpt väl ut då vi kan bekräfta att bolaget inte står i strid mot internationella normer. Vi fortsätter tillsammans med vår leverantör att bevaka fallet och vid behov återuppta dialogen med det bolaget. I den andra situationen föreligger komplexitet i lokal lagstiftning som görs gällande för den internationella koncernen i fråga. Det gör att vi har valt att fortsätta bevaka situationen tillsammans med vår leverantör. I vår dialog med bolaget har vi fått bra förklaringar på situationen, men kommer att följa upp årsvis.

6) Environmental, Social and Governance (miljöfrågor, sociala frågor samt affärsetik och bolagsstyrning)

NYINVESTERINGAR I CARVE

I samband med årsskiftet 2018-2019 öppnades Carve för nyteckning. Carves portföljförvaltare har en stark tilltro till fonden och har därför investerat mer privata medel i fonden.

ORGANISATION

Under 2018 har vi genomfört ett flertal förändringar i syfte att ytterligare vässa Carves förvaltningsorganisation, bland annat genom ett antal strategiska rekryteringar som bidrar med ytterligare bredd och erfarenheter. Will Wilson, en av de mest erfarna personerna på den europeiska finansmarknaden inom kapitalstrukturinvesteringar, började sin anställning hos oss efter 18 år på Goldman Sachs i London. Matthias Santos Silva, med erfarenhet från Morgan Stanleys tech-team i London och Comgest i Paris, har anställts som aktieanalytiker. Dessutom har vi rekryterat Albin Nylén som har en gedigen erfarenhet från Brummer & Partners tidigare hedgefond Futuris.

I april 2019 börjar Fredrik Juntti hos oss som portföljförvaltare. Han ersätter Peter Thelin som fortsätter som verkställande direktör och strategisk rådgivare till fonden. Fredrik har över 20 års erfarenhet från finansmarknaderna och har under de senaste 15 åren arbetat på de välrenommerade hedgefonderna Citadel, Montrica och Abberton i London. Fredrik har ett mycket bra track-record från sina tidigare anställningar och vi ser fram emot att utveckla Carve vidare med honom ombord. Vi som förvaltar Carve har lång erfarenhet och har varit med om motgångar tidigare och rätt ut dessa. Med förändringarna av Carves förvaltarorganisation på plats och de nya erfarenheter och investeringsidéer detta medför, är vi övertygade om att Carve kommer att kunna leva upp till de förväntningar som finns och nå de avkastningsmål som är uppställda för fonden.

NYA REGELVERK

Nya regler för hållbarhetsredovisning började gälla den 1 januari 2018. Information om hållbarhet i en fonds årsberättelse ska lämnas första gången för det räkenskapsår som börjar närmast efter den 31 december 2017. Förvaltningsbolaget har uppdaterat fondernas årsberättelser för att efterleva de nya reglerna. Läs mer under rubriken "Hållbarhetsinformation".

Den 3 januari 2018 trädde EU-direktivet MiFID II jämte förordningen MiFIR i kraft. Reglerna gäller i första hand värdepappersbolag, men de träffar även helt eller delvis övriga aktörer verksamma på de finansiella marknaderna. Bolaget påverkas även av ökade transparenskrav vad avser rapportering och tillhandahållande av information till värdepappersbolag som erbjuder handel i bolagets fonder. Bolaget har anpassat system och processer för att efterleva de nya reglerna.

I början av året trädde även ett nytt regelverk för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter ikraft, PRIIPs. Bolaget träffas inte direkt av dessa regler i dagsläget, men har ändå tagit fram en process för att leverera data till berörda parter.

Den 25 maj 2018 trädde GDPR, en ny dataskyddsförordning, ikraft. Regelverket är avsett att stärka och standardisera dataskydd för enskilda personer inom EU. Förordningen gäller i princip för all automatiserad behandling av personuppgifter och i vissa fall även manuell behandling inom all slags verksamhet. Bolaget har anpassat system och processer för att efterleva den nya förordningen.

Stockholm i januari 2019

Per Josefsson
Förvaltningsansvarig

Bo Börtemark
Portföljförvaltare

Michael Falken
Portföljförvaltare

Peter Thelin
Portföljförvaltare

Avkastning och risk

NYCKELTAL¹⁾ SEDAN RESPEKTIVE FONDS START

	Carve Master (SEK)	Carve 1 (SEK) ²⁾	Carve 2 (SEK) ²⁾	HFRF Fund of Funds Index (USD) ³⁾	Credit Corp. Investment Grade US (USD) ⁴⁾	Credit Corp. Investment Grade EU (EUR) ⁵⁾	MSCI World NDTR Index (lokal valuta) ³⁾	JP Morgan Global Government Bond Index (lokal valuta)
AVKASTNING, %								
2018	-11,47	-11,91	-12,35	-3,48	-2,47	-1,13	-7,95	0,93
2017	7,13	6,59	5,98	7,77	6,47	2,41	18,48	1,32
2016	-5,40	-5,87	-6,34	0,51	6,10	4,76	8,25	3,06
2015	6,57	5,18	4,55	-0,27	-0,76	-0,44	2,22	1,17
2014	13,89	11,23	10,45	3,37	7,51	8,25	10,41	8,51
2013	18,41	14,66	14,06	8,96	-1,46	2,39	28,87	-0,48
2012 ⁶⁾	0,56	0,46	0,41	1,19	-0,24	1,09	4,95	-0,07
Total avkastning sedan start ²⁾	29,66	19,11	15,06	18,84	15,56	18,33	80,23	15,06
Genomsnittlig årsavkastning	4,33	2,89	2,31	2,85	2,39	2,78	10,08	2,31
Genomsnittlig årsavkastning de senaste två åren	-2,62	-3,11	-3,63	2,00	1,91	0,63	4,45	1,13
Genomsnittlig årsavkastning de senaste fem åren	1,72	0,67	0,09	1,51	3,29	2,72	5,92	2,96
AVKASTNINGSANALYS								
Bästa månad, %	4,04	3,50	3,61	2,33	2,74	1,66	7,87	2,44
Sämsta månad, %	-3,97	-3,92	-4,05	-2,88	-3,26	-1,90	-8,43	-1,88
Genomsnittlig månadsavkastning, %	0,35	0,24	0,19	0,23	0,20	0,23	0,80	0,19
Andel positiva månader, %	62,16	62,16	60,81	66,22	58,11	60,81	72,97	59,46
Största ackumulerade värdefall, %	-13,46	-13,74	-14,60	-7,58	-5,19	-3,08	-13,68	-4,51
Återhämtning av största ackumulerade värdefall, antal månader	Minst 1	Minst 1	Minst 1	17	10	6	Minst 1	Minst 24
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	Minst 20	Minst 20	Minst 20	26	14	Minst 15	18	Minst 30

RISKMÅTT OCH ÖVRIGA NYCKELTAL DE SENASTE TVÅ ÅREN

Standardavvikelse, %	6,44	6,12	6,23	3,58	2,72	1,68	10,17	2,22
Downside risk, %	4,74	4,67	4,83	2,74	1,99	0,75	8,55	1,51
Sharpekvot	-0,29	-0,39	-0,46	0,19	0,21	0,82	0,31	-0,09
Korrelation mellan Carve Master och angivet index	-	-	-	0,38	0,38	0,50	0,49	-0,16

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 42.

2) Avkastningen för Carve 1 och Carve 2 redovisas efter arvoden. Uppgifterna avser andelsägare som deltagit i fonderna sedan start.

3) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2018 Hedge Fund Research, Inc. och MSCI, www.msci.com © 2018 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

4) Total return Credit index, BOFA Merrill Lynch US Corporate.

5) Total return Credit index, BOFA Merrill Lynch Euro Corporate.

6) Avser perioden 12 november till 31 december 2012.

Verksamhetsberättelse Carve Master

PERIODENS RESULTAT

För 2018 redovisar Carve Master en avkastning på -11,47 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve Master en total avkastning på 29,66 procent jämfört med 18,84 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.¹⁾ Carve Masters genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 4,33 procent.

Närmare redogörelse för faktorer som påverkat periodens resultat återfinns i inledande text till årsberättelsen under rubriken "Porföljförvaltarna har ordet".

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2018 uppgick Carve Masters fondförmögenhet till 7 550 miljoner kronor, vilket är en minskning med 3 101 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under året var andelsutgivningen 289 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 2 191 miljoner kronor. Härtill kommer årets resultat på -1 199 miljoner kronor.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden betalat 24,6 miljoner kronor i aktielånekostnader, 13,0 miljoner kronor i aktiecourtage, 1,3 miljoner kronor i brokerage OTC-derivat samt 2,5 miljoner kronor i kostnader för handel i optioner/terminer. Kostnader för extern analys uppgick till 19,2 miljoner kronor.

Fonden betalar inga fasta eller prestationsbaserade arvoden. Årlig avgift, baserad på kostnader för extern analys, uppgår till 0,20 procent av fondförmögenheten. För information om erlagda kostnader för köp av extern analys, se not 2 Övriga kostnader i resultaträkningen.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Fonden hade per 31 december 2018 en riskprofil som berodde på ett antal olika typer av risker såsom marknadsrisk, likviditetsrisk, motparts- och kreditrisk samt operativ risk. Exempel på dessa är:

Marknadsrisk:

- 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.

Likviditetsrisk:

- stora marginalsäkerhetskrav i samband med derivataffärer kan tvinga fonden att avveckla positioner vid en ogynnsam tidpunkt,
- att en position inte kan avvecklas i tid till ett rimligt pris,
- stora uttag ur fonden.

Motparts- och kreditrisk:

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

Operativa risk:

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

Outsourcingrisk:

- risker kopplade till tjänster genomförda av tredjepartsleverantör, såsom B & P Fund Services AB och Citco Fund Services (Ireland) Ltd.

HÄVSTÅNG

Fonden kan använda lån och derivatinstrument för att optimera positionstagande och för att säkra andra exponeringar, vilket kan skapa hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens netto-tillgångsvärde.

Om endast fondens derivatinnehav beaktas har fondens hävstång, mätt som bruttoexponering av derivatinnehaven, varierat mellan 94 och 216 procent under året med en genomsnittlig exponering på 154 procent. Per balansdagen utgjorde den 182 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under året varierat mellan 227 och 324 procent, med en genomsnittlig exponering om 267 procent. Per balansdagen var den 301 procent.

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2018 Hedge Fund Research, Inc. Alla rättigheter förbehålls.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har varierat mellan 246 och 366 procent och i genomsnitt utgjort 306 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 347 procent.

VÄSENTLIGA HÄNDELSE R UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

VÄSENTLIGA HÄNDELSE R EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång. Avseende organisatoriska förändringar, se vidare nedan.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Under 2018 genomfördes ett flertal organisatoriska förändringar. Bland annat anställdes Mathias Santos Silva, Albin Nylén och Will Wilson för att arbeta med analys. Henrik Christiansson och Carl-David Bonnier avslutade sina anställningar hos Carve Capital AB.

I april 2019 börjar Fredrik Juntti arbeta som portföljförvaltare. Han ersätter Peter Thelin som fortsätter som verkställande direktör och strategisk rådgivare till fonden.

Närmare redogörelse för organisatoriska förändringar återfinns i texten "Portföljförvaltarna har ordet" under rubriken "Organisation".

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Förvaltaren har under 2018 betalat ut 19,5 miljoner kronor i sammanlagd ersättning till sina totalt elva anställda. Av dessa hänför sig 8,4 miljoner kronor till förvaltarens verkställande ledning och sådana anställda som väsentligen påverkar riskprofilen för fonden. Den sammanlagda ersättningen fördelar sig på 16,3 miljoner kronor i fast ersättning samt 3,2 miljoner kronor i rörlig ersättning.

Förvaltaren tillämpar fast och rörlig ersättning till sina anställda. Målet är att skapa incitament för en långsiktig absolut avkastning i linje med fondens riskprofil och att motverka för stort risktagande. Ersättningen baseras på fondens riskjusterade avkastning och individens bidrag till denna. Ersättningen fastställs i enlighet med bolagets vid var

tid gällande ersättningspolicy och ersättningar som utbetalats under perioden har varit förenliga med förvaltarens ersättningspolicy. Inga väsentliga ändringar av ersättningspolicyen har gjorts under året.

ÖVRIGT

Carve Master har under året haft innehav i så kallade värdepapperiseringar i och med positioner i Verse- och Engenobligationer. Riskerna förknippade med dessa positioner hanteras inom ramen för fondens riskhantering.

Fondens omsättningshastighet ska enligt föreskrifterna beräknas i två versioner om fonden handlat med derivat-instrument. Omsättningshastigheten, beräknat som summan av lägsta värdet av sålda/köpta värdepapper under 2018 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 2,22 gånger. Summan av köpta och sålda finansiella instrument under 2018, minskat med summan av tecknade och inlösta andelar i fonden, dividerat med fondens genomsnittliga fondförmögenhet under perioden var 4,30 gånger.

Per balansdagen uppgick Carve Masters säkerhetskrav till 9 487 miljoner kronor, vilket motsvarar 125,66 procent av fondförmögenheten.

Fondens mottagna säkerheter uppgick till 34 miljoner kronor per balansdagen uppgick, vilket motsvarar 0,45 procent av fondförmögenheten.

Under året var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,13 procent, som lägst 0,43 procent och i genomsnitt 0,67 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,86 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>	<i>2017-01-01– 2017-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på överlåtbara värdepapper		-943 616	1 148 413
Värdeförändring på OTC-derivatinstrument		-157 453	26 419
Värdeförändring på övriga derivatinstrument		-79 118	-366 153
Ränteintäkter		52 994	35 448
Utdelningar		127 062	73 301
Valutakursvinster och -förluster netto		-56 013	-28 077
Övriga intäkter		2	4 944
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		-1 056 142	894 295
<i>Kostnader</i>			
Räntekostnader		-30 218	-25 396
Övriga finansiella kostnader	1	-76 241	-76 636
Övriga kostnader	2	-36 078	-32 044
SUMMA KOSTNADER		-142 537	-134 076
ÅRETS RESULTAT		-1 198 679	760 219
NOT 1 ÖVRIGA FINANSIELLA KOSTNADER			
Aktielån		-24 572	-16 260
Utdelningar		-51 669	-60 376
Summa övriga finansiella kostnader		-76 241	-76 636
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER			
Externt förvärvade analyskostnader		-19 247	-12 268
Bankkostnader		-7	-57
Transaktionsavgifter		-16 824	-19 719
Summa övriga kostnader		-36 078	-32 044

BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-12-31</i>	<i>2017-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		9 243 517	10 961 938
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		121 466	360 070
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		29 063	9 615
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		9 394 046	11 331 623
Bankmedel och övriga likvida medel	3	3 664 833	5 499 369
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4	3 803	5 834
SUMMA TILLGÅNGAR		13 062 682	16 836 826
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		742 973	847 506
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde		34 822	15 435
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		3 240 097	5 137 112
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		4 017 892	6 000 053
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	5	6 700	3 291
Övriga skulder	6	1 487 949	182 363
SUMMA SKULDER		5 512 541	6 185 707
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		7 550 141	10 651 119
POSTER INOM LINJEN			
<i>Mottagna säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		33 783	19 190
Procent av fondförmögenhet		0,45	0,18
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		1 063 138	757 595
Procent av fondförmögenhet		14,08	7,11
<i>Övriga ställda säkerheter*</i>			
Bankmedel		2 601 660	1 046 928
Procent av fondförmögenhet		34,46	9,83
Finansiella instrument		5 822 552	8 141 460
Procent av fondförmögenhet		77,12	76,44

* Säkerheter ställda hos Prime Brokers avseende säkerhetskrav för samtliga instrumentslag

<i>Belopp i tkr</i>		<i>2018-12-31</i>	<i>2017-12-31</i>
NOT 3	BANKMEDEL OCH ÖVRIGA LIKVIDA MEDEL		
	Positiva saldon	3 664 833	5 499 369
	Negativa saldon	0	0
	Summa bankmedel och övriga likvida medel	3 664 833	5 499 369
NOT 4	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER		
	Räntor	1 596	1 866
	Övrigt	2 207	3 968
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3 803	5 834
NOT 5	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Räntor	3 133	1 433
	Övrigt	3 567	1 858
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	6 700	3 291
NOT 6	ÖVRIGA SKULDER		
	Fondlikvidskulder	15	166
	Skuld matarfond	1 454 150	163 000
	Mottagna säkerheter	33 783	19 190
	Övrigt	1	7
	Summa övriga skulder	1 487 949	182 363

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Noterade aktier och aktie- relaterade finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
---	-----------------	--------------------------	--------------	---	---

Denna version är förkortad

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	0	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
2015-12-31	9 303 213	1 925 001	-126 900	605 880	11 707 194
2016-12-31	11 707 194	-	-408 901	-628 593	10 669 700
2017-12-31	10 669 700	6 300	-785 100	760 219	10 651 119
2018-12-31	10 651 119	288 838	-2 191 137	-1 198 679	7 550 141

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
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
2015-12-31	11 707 194	8 100 594,34	1 445,23	6,57
2016-12-31	10 669 700	7 804 042,11	1 367,20	-5,40
2017-12-31	10 651 119	7 272 148,18	1 464,65	7,13
2018-12-31	7 550 141	5 822 932,21	1 296,62	-11,47

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

REDOVISNINGSPRINCIPER

Årsberättelsen 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 28 december 2018 till stängningskurser.

Förvaltaren har gett B & P Fund Services AB (BFS) i uppdrag att sköta fondens löpande värdering. Förvaltaren har även utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited (Citco) till fondens externa värderare. Citco ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco gör en oberoende värdering av fondens samtliga tillgångar och skulder. Inom ramen för värderingsprocessen hämtar Citco in priser från bland annat BFS, som en av flera priskällor. Dessutom genomför Citco beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

Fonden hade inget innehav av svärvärderade tillgångar per 28 december 2018.

Verksamhetsberättelse Carve 1

PERIODENS RESULTAT

För 2018 redovisar Carve 1 en avkastning på -11,91 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 1 en total avkastning på 19,11 procent jämfört med 18,84 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index¹⁾. Carve 1:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 2,89 procent.

Närmare redogörelse för faktorer som påverkat periodens resultat återfinns i inledande text till årsberättelsen under rubriken "Porföljförvaltarna har ordet".

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2018 uppgick Carve 1:s fondförmögenhet till 4 571 miljoner kronor. Detta är en minskning med 2 315 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under året var andelsutgivningingen 0 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 1 506 miljoner kronor. Periodens resultat uppgick till -809 miljoner kronor.

ANDELSÄGARENS KOSTNADER 2018

Exemplet nedan åskådliggör kostnadsbelastningen i Carve 1 under kalenderåret 2018. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 kronor per 31 december 2017, och som behållit dessa andelar under hela 2018.

	Belopp i kronor
Marknadsvärde per 2017-12-31	10 000
Värdeförändring före kostnader 2018	-1 325
Kostnader	
Fast arvode*	-47
Prestationsbaserat arvode**	0
Övriga kostnader***	-87
Värdeförändring efter kostnader	-1 191
Marknadsvärde per 2018-12-31	8 809

* 0,5 procent per år.

** 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastnings-tröskeln. Fonden tillämpar den så kallade high watermark-principen vid beräkning av prestationsbaserat arvode.

*** I denna post ingår: courtage, analys- och aktielånekostnader samt bank- och räntekostnader hänförliga till både Carve Master och Carve 1.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden inte haft några kostnader för aktielån, aktiecourtage eller optionscourtage. Fonden har enbart varit investerad i Carve Master.

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 32,0 miljoner kronor respektive 0,0 miljoner kronor.

Årlig avgift för 2018 uppgår till 0,70 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet samt kostnader för extern analys hänförliga till Carve Master.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Under perioden har Carve Capital AB ändrat fondbestämmelserna i Carve 1. De ändrade fondbestämmelserna klargör att de eventuella inlösenavgifter som kan belasta andelsägare som löser in sina andelar vid annan tidpunkt än de ordinarie tillfällen för inlösen enligt fondbestämmelserna tillgodogörs mottagarfonden Carve Master. Finansinspektionen godkände ändringen den 4 maj 2018.

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 12.

HÄVSTÅNG

Fonden har rätt att uppta lån, vilket kan påverka fondens hävstång. Tillfälliga lån kan vid enstaka tillfällen under perioden ha använts för att hantera fondens likviditet. Fondens totala hävstång mätt med såväl brutto- som åtagandemetoden har under året dock aldrig avvikit signifikant från 100 procent av fondförmögenheten.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång. Avseende organisatoriska förändringar, se vidare nedan.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Under 2018 genomfördes ett flertal organisatoriska förändringar. Bland annat anställdes Mathias Santos Silva, Albin Nylén och Will Wilson för att arbeta med analys. Henrik Christiansson och Carl-David Bonnier avslutade sina anställningar hos Carve Capital AB.

I april 2019 börjar Fredrik Juntti arbeta som portföljförvaltare. Han ersätter Peter Thelin som fortsätter som verkställande direktör och strategisk rådgivare till fonden.

Närmare redogörelse för organisatoriska förändringar återfinns i texten "Porföljförvaltarna har ordet" under rubriken "Organisation".

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2018 Hedge Fund Research, Inc. Alla rättigheter förbehålls.

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Carve Master. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 13.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning, risk och andra nyckeltal. På webbplatsen publiceras också kvartalsrapporter med mer ingående information om fondens utveckling. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och distribueras även kostnadsfritt via e-post vid förfrågan.

ÖVRIGT

Omsättningshastigheten, beräknat som summan av köpta finansiella instrument dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 0 gånger, då fonden inte köpt några finansiella instrument under året.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,13 procent, som lägst 0,43 procent och i genomsnitt 0,67 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,72 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>	<i>2017-01-01– 2017-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på fondandelar		-776 675	465 129
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		-776 675	465 129
<i>Kostnader</i>			
Förvaltningskostnader	1	-31 963	-34 712
Räntekostnader		-2	-1
Övriga kostnader	2	-2	-2
SUMMA KOSTNADER		-31 967	-34 715
ÅRETS RESULTAT		-808 642	430 414
NOT 1	FÖRVALTNINGSKOSTNADER		
	Fasta arvoden	-31 963	-34 628
	Prestationsbaserat arvode	-	-84
	Summa förvaltningskostnader	-31 963	-34 712
NOT 2	ÖVRIGA KOSTNADER		
	Bankkostnader	-2	-2
	Summa övriga kostnader	-2	-2

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2018-12-31	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		4 554 593	6 885 455
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		4 554 593	6 885 455
Bankmedel och övriga likvida medel		88	120
Övriga tillgångar	3	1 236 000	3 000
SUMMA TILLGÅNGAR		5 790 681	6 888 575
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	2 455	2 870
Övriga skulder	5	1 217 651	-
SUMMA SKULDER		1 220 106	2 870
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		4 570 575	6 885 705
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		1 236 000	3 000
Summa övriga tillgångar		1 236 000	3 000
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Räntor		-	0
Skuld till fondbolag*		2 455	2 870
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		2 455	2 870
* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2018-12-31			
NOT 5 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		1 217 651	0
Summa övriga skulder		1 217 651	0

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land ¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					
Carve Master	7	SE	3 512 661	4 554 593	99,65
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				4 554 593	99,65
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				15 982	0,35
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				4 570 575	100,00

<i>Kategorier</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
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	4 554 593	99,65

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

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenheten

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	0	3 226 000	–	14 718	3 240 718
2013-12-31	3 240 718	845 000	–	556 015	4 641 733
2014-12-31	4 641 733	–	–	523 277	5 165 010
2015-12-31	5 165 010	2 038 219	–482 720	270 000	6 990 509
2016-12-31	6 990 509	–	–59 629	–409 673	6 521 207
2017-12-31	6 521 207	–	–65 916	430 414	6 885 705
2018-12-31	6 885 705	–	–1 506 488	–808 642	4 570 575

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
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
2015-12-31	6 990 509	5 187 166,24	1 347,65	5,18
2016-12-31	6 521 207	5 140 727,14	1 268,54	–5,87
2017-12-31	6 885 705	5 092 350,20	1 352,17	6,59
2018-12-31	4 570 575	3 837 348,96	1 191,08	–11,91

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

Årsberättelsen 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 fondandelar används av förvaltaren senast redovisade andelsvärde. 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 28 december 2018 till stängningskurser.

Förvaltaren har gett B & P Fund Services AB (BFS) i uppdrag att sköta fondens löpande värdering. Förvaltaren har även utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited (Citco) till fondens externa värderare. Citco ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco gör en oberoende värdering av fondens samtliga tillgångar och skulder. Inom ramen för värderingsprocessen hämtar Citco in priser från bland annat BFS, som en av flera priskällor. Dessutom genomför Citco beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

Verksamhetsberättelse Carve 2

PERIODENS RESULTAT

För 2018 redovisar Carve 2 en avkastning på -12,35 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 2 en total avkastning på 15,06 procent jämfört med 18,84 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index¹⁾. Carve 2:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 2,31 procent.

Närmare redogörelse för faktorer som påverkat periodens resultat återfinns i inledande text till årsberättelsen under rubriken "Porföljförvaltarna har ordet".

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2018 uppgick Carve 2:s fondförmögenhet till 2 998 miljoner kronor. Detta är en minskning med 769 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under året var andelsutgivningen 358 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 671 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på -456 miljoner kronor.

ANDELSÄGARENS KOSTNADER 2018

Exemplet nedan åskådliggör kostnadsbelastningen i Carve 2 under kalenderåret 2018. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 kronor per 31 december 2017, och som behållit dessa andelar under hela 2018.

	Belopp i kronor
Investering per 2017-12-31	10 000
Värdeförändring före kostnader 2018	-1 415
Kostnader	
Fast arvode*	-93
Prestationsbaserat arvode**	0
Övriga kostnader***	-87
Värdeförändring efter kostnader	-1 235
Marknadsvärde per 2018-12-31	8 765

* 1 procent per år.

** 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastnings-tröskeln. Fonden tillämpar den så kallade high watermark-principen vid beräkning av prestationsbaserat arvode.

*** I denna post ingår: courtage, analys- och aktielånekostnader samt bank- och räntekostnader hänförliga till både Carve Master och Carve 2.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden inte haft några kostnader för aktielån, aktiecourtage eller optionscourtage. Fonden har enbart varit investerad i Carve Master.

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 33,5 miljoner kronor respektive 0 miljoner kronor.

Årlig avgift för 2018 uppgår till 1,20 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet samt kostnader för extern analys hänförliga till Carve Master.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

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 12.

HÄVSTÅNG

Fonden har rätt att uppta lån, vilket kan påverka fondens hävstång. Tillfälliga lån kan vid enstaka tillfällen under perioden ha använts för att hantera fondens likviditet. Fondens totala hävstång mätt med såväl brutto- som åtagandemetoden har under året dock aldrig avvikit signifikant från 100 procent av fondförmögenheten.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång. Avseende organisatoriska förändringar, se vidare nedan.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Under 2018 genomfördes ett flertal organisatoriska förändringar. Bland annat anställdes Mathias Santos Silva, Albin Nylén och Will Wilson för att arbeta med analys. Henrik Christiansson och Carl-David Bonnier avslutade sina anställningar hos Carve Capital AB.

I april 2019 börjar Fredrik Juntti arbeta som portföljförvaltare. Han ersätter Peter Thelin som fortsätter som verkställande direktör och strategisk rådgivare till fonden.

Närmare redogörelse för organisatoriska förändringar återfinns i texten "Porföljförvaltarna har ordet" under rubriken "Organisation".

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Carve Master. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 13.

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2018 Hedge Fund Research, Inc. Alla rättigheter förbehålls.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning, risk och andra nyckeltal. På webbplatsen publiceras också kvartalsrapporter med mer ingående information om fondens utveckling. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och även distribueras kostnadsfritt via e-post vid förfrågan.

ÖVRIGT

Omsättningshastigheten, beräknat som summan av köpta finansiella instrument under 2018 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 0,09 gånger.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,13 procent, som lägst 0,43 procent och i genomsnitt 0,67 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,72 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>	<i>2017-01-01– 2017-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på fondandelar		-422 004	295 090
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		-422 004	295 090
<i>Kostnader</i>			
Förvaltningskostnader	1	-33 548	-44 823
Räntekostnader		-32	-23
Övriga kostnader	2	-7	-10
SUMMA KOSTNADER		-33 587	-44 856
ÅRETS RESULTAT		-455 591	250 234
NOT 1 FÖRVALTNINGSKOSTNADER			
Fasta arvoden		-33 548	-41 689
Prestationsbaserade arvoden		-	-3 134
Summa förvaltningskostnader		-33 548	-44 823
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER			
Bankkostnader		-7	-10
Summa övriga kostnader		-7	-10

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2018-12-31	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		2 995 548	3 765 664
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		2 995 548	3 765 664
Bankmedel och övriga likvida medel		11 621	403
Övriga tillgångar	3	218 150	160 000
SUMMA TILLGÅNGAR		3 225 319	3 926 067
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	2 595	3 271
Övriga skulder	5	224 303	155 732
SUMMA SKULDER		226 898	159 003
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		2 998 421	3 767 064
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		218 150	160 000
Summa övriga tillgångar		218 150	160 000
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Räntor		–	0
Skuld till fondbolag*		2 595	3 271
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		2 595	3 271
* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2018-12-31			
NOT 5 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		224 303	155 732
Summa övriga skulder		224 303	155 732

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land ¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					
Carve Master	7	SE	2 310 271	2 995 548	99,90
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				2 995 548	99,90
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				2 873	0,10
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				2 998 421	100,00

<i>Kategorier</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
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	2 995 548	99,90

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

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	0	1 167 575	–	4 236	1 171 811
2013-12-31	1 171 811	960 837	–	236 620	2 369 268
2014-12-31	2 369 268	1 258 462	–28 525	312 212	3 911 417
2015-12-31	3 911 417	893 834	–247 666	175 766	4 733 351
2016-12-31	4 733 351	–	–285 462	–297 040	4 150 849
2017-12-31	4 150 849	386	–634 405	250 234	3 767 064
2018-12-31	3 767 064	358 338	–671 390	–455 591	2 998 421

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
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
2015-12-31	4 733 351	3 579 105,86	1 322,50	4,55
2016-12-31	4 150 849	3 351 051,41	1 238,67	–6,34
2017-12-31	3 767 064	2 885 454,90	1 305,54	5,98
2018-12-31	2 998 421	2 620 408,57	1 144,26	–12,35

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

Årsberättelsen 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 fondandelar används av förvaltaren senast redovisade andelsvärde. 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 28 december 2018 till stängningskurser.

Förvaltaren har gett B & P Fund Services AB (BFS) i uppdrag att sköta fondens löpande värdering. Förvaltaren har även utsett Citco Fund Services (Ireland) Limited (Citco) till fondens externa värderare. Citco ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco gör en oberoende värdering av fondens samtliga tillgångar och skulder. Inom ramen för värderingsprocessen hämtar Citco in priser från bland annat BFS, som en av flera priskällor. Dessutom genomför Citco beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

Stockholm den 19 februari 2019
Carve Capital AB

Per Josefsson
Ordförande

Svante Elfving

Ola Paulsson

Peter Thelin
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

Till andelsägarna i Carve Master org.nr 515602-5883, Carve 1 org.nr 515602-5891 och Carve 2 org.nr 515602-5909.

RAPPORT OM ÅRSBERÄTTELSE

Uttalanden

Vi har i egenskap av revisorer i Carve Capital AB, organisationsnummer 556887-9331, utfört en revision av årsberättelserna för Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för år 2018 med undantag för hållbarhetsinformationen på sidan 9 ("hållbarhetsinformationen"). De alternativa investeringsfondernas årsberättelser ingår på sidorna 12-39 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Carve Master, Carve 1 och Carve 2:s finansiella ställningar per den 31 december 2018 och av deras finansiella resultat för året enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Våra uttalanden omfattar inte hållbarhetsinformationen på sidan 9.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet *Revisorernas ansvar*. Vi är oberoende i förhållande till fondbolaget enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Annan information än årsberättelserna

Det är fondbolaget som har ansvaret för den andra informationen. Den andra informationen består av sidorna 1-11 och 40-42 men innefattar inte årsberättelsen och vår revisionsberättelse avseende denna.

Vårt uttalande avseende årsberättelsen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsberättelsen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsberättelsen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Fondbolagets ansvar

Det är fondbolaget som har ansvaret för att årsberättelsen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Fondbolaget ansvarar även för den interna kontroll som det bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Revisorernas ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsberättelsen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsberättelsen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondbolagets interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i fondbolagets uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- Utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsberättelsen, däribland upplysningarna, och om årsberättelsen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera fondbolaget om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Revisorns yttrande avseende den lagstadgade hållbarhetsinformationen

Det är fondbolaget som har ansvaret för hållbarhetsinformationen på sidan 9 och för att den är upprättad i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Vår granskning av hållbarhetsinformationen för fonden har skett med vägledning i tillämpliga fall av FARs rekommendation RevR 12 Revisorns yttrande om den lagstadgade hållbarhetsrapporten. Detta innebär att vår granskning av hållbarhetsinformationen har en annan inriktning och en väsentligt mindre omfattning jämfört med den inriktning och omfattning som en revision enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige har. Vi anser att denna granskning ger oss tillräcklig grund för vårt uttalande.

Hållbarhetsinformation har lämnats i årsberättelsen.

Stockholm den 19 februari 2019

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 institutionsmäklariat 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. 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. Peter Thelin har sedan 2012 varit verksam i Carve Capital AB. Han är styrelseledamot i Brummer Life Försäkringsaktiebolag AB och därtill ägare och styrelseledamot i Brummer & Partners AB.

Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med cirka 112 miljarder kronor¹⁾ under förvaltning på uppdrag av institutioner, privatpersoner och företag. 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 över tid förväntas vara oberoende av utvecklingen på kapitalmarknaden.

VÅR AFFÄRSMODELL

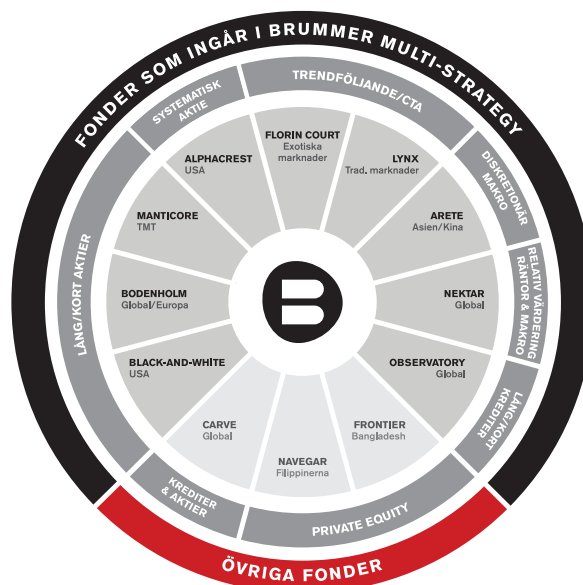
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamerna kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion driven av förvaltningsbolagen samtidigt som vi kan erbjuda en väl diversifierad förvaltning. Vår modell har visat sig vara attraktiv för skickliga förvaltarteam 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 (BMS) och Brummer Multi-Strategy 2xL (BMS 2xL). BMS-fonderna utgör kärnan i vår förvaltning. Förutom BMS-fonderna förvaltar gruppen för närvarande tio hedgefonder och två private equity-fonder.

När vi adderar nya förvaltarteam till gruppen och BMS fokuserar vi inte på hur snabbt de nya fonderna kan attrahera kapital från investerare. Vårt fokus ligger inte på att vårt förvaltade kapital ska växa. I stället fokuserar vi på att vår samlade förvaltning, genom BMS, ska generera konkurrenskraftig avkastning. Det som är viktigt för oss är därför att identifiera nya förvaltarteam som vi tror kommer att göra BMS mer effektiv över tid, antingen genom att höja BMS förväntade avkastning och/eller sänka dess risk. Vårt mål är att hitta kvalitativa förvaltarteam som vi tror kommer att leverera konkurrenskraftig riskjusterad avkastning.

Eftersom vi är delägare i förvaltningsbolagen och BMS 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 investerare. 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 i Sverige, genom vårt försäkringsbolag Brummer Life, index- och räntefonder till låga eller inga förvaltningsavgifter. När vi startade Brummer Life 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.

SBAI-STANDARD

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

FN:S PRINCIPER FÖR ANSVARSFULLA INVESTERINGAR

Brummer & Partners undertecknade FN:s initiativ för ansvarsfulla investeringar (UN PRI) i juli 2016 eftersom det är en viktig fråga både för Brummer & Partners och för våra fonders investerare.

1) 31 december 2018.

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.

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).

DOWNSIDE RISK Ett spridningsmått för en tillgångs negativa avkastning. Beräkningen av downside risk för en tidsserie x_1, \dots, x_n liknar beräkningen av standardavvikelsen med två förändringar. Dels är den genomsnittliga avkastningen i formeln för standardavvikelsen utbytt mot den riskfria räntan, r_f , dels beaktas endast de negativa avvikelserna. Se formel nedan.

$$\sqrt{\frac{12}{n-1} \sum_{i=1}^n \min\{x_i - r_f, 0\}^2}$$

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.

STANDARDVARIATION 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 Masters 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.

CARVE CAPITAL AB

Box 7030, 103 86 Stockholm BESÖK: NORRMALMSTORG 14
Tel +46 8 506 214 80, Fax +46 8 506 214 85

info@brummer.se, www.brummer.se

