

CARVE

HALVÅRSRAPPORT 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 (för närvarande stängd)

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: Martin Järvengren, 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 kompensrats. Vid insättningar överstigande 1 miljard kronor i Carve 1 höjs avkastningströskeln med 1 procentenhet för hela innehavet.

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

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

CARVES HALVÅRSRAPPORT 1 JANUARI TILL 30 JUNI 2018

Styrelsen och verkställande direktören för Carve Capital AB avger härmed följande halvårsrapport för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för perioden 1 januari till 30 juni 2018.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	11
Carve Master.....	12
Verksamhetsberättelse.....	12
Räkenskaper.....	14
Carve 1.....	23
Verksamhetsberättelse.....	23
Räkenskaper.....	24
Carve 2.....	27
Verksamhetsberättelse.....	27
Räkenskaper.....	28
Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport.....	32
Förvaltningsorganisation.....	33
Brummer & Partners.....	34
Ordlista.....	35

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 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 med kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage har begränsad marknadsriktningsrisk. Hela portföljen hedgas i svenska kronor.

PORTFÖLJRESULTAT

Under första halvåret föll fondandelsvärdet för fonderna (Carve 1 och Carve 2) med 7,47 respektive 7,71 procent. Resultatet kan jämföras med HFRI Fund Composite Index (HFRI Index) som steg med 1,15 procent under första halvåret. Resultatet är otillfredsställande och ligger inte i nivå med fondens långsiktiga avkastningsmål. Periodens svaga resultat förklaras främst av en negativ utveckling för flera av aktieportföljens större positioner som drabbades osedvanligt hårt av den under perioden rådande trenden med stigande kurser för redan högt prissatta tillväxtaktier, inte minst inom tech, och fallande kurser med påföljande PE-kontraktion för rimligt eller lågt prissatta värdebaserade aktier. Resultatbidragen från krediter och kapitalstrukturinvesteringar var begränsade under första halvåret.

Standardavvikelsen på helårsbasis sedan start uppgick till 5,79 procent för Carve 1 och 5,97 procent för Carve 2, vilket ger en Sharpekvot på 0,71 respektive 0,59, att jämföra med 1.21 för HFRI index. Sedan start har Carve 1 stigit med 25,11 procent och Carve 2 med 21,16 procent.

RISKNIVÅ

Riskenivån var i stort oförändrad vid periodens utgång jämfört med föregående år. Value-at-Risk uppgick vid halvårsskiftet till 0,54 procent (0,51 procent). Vid samma tidpunkt var fondens totala exponering cirka 240 procent (270 procent). Nettoexponeringen i aktieportföljen var cirka 40 procent (20 procent). Siffror inom parentes avser föregående år.

OMVÄRLDSUTVECKLING I KORTHET USA

Den globala tillväxten var stabil under första halvåret 2018, inte minst USA:s ekonomi visade på accelererande tillväxt vilket även kom till uttryck i starka bolagsrapporter. Trump-administrationens skattesänkningar bidrar till den goda utvecklingen och underlättar dessutom för den amerikanska centralbanken att fortsätta normaliseringen av penningpolitiken genom räntehöjningar.

Europa

Även Europa inledde första halvåret starkt, trots vissa tecken på avtagande tillväxttakt sett i relation till marknadens förväntningar. Det europeiska samarbetet har fortsatt att utsättas för påfrestningar där alltför många länder styrs av svaga och/eller populistiskt inriktade regeringar. Till och med det normalt sett stabila Tyskland drabbades av regeringskris. Splittring råder i flera frågor inom EU, inte minst kring migrationspolitiken, en fråga som fick förnyad sprängkraft i samband med att en ny regering tog makten i Italien. Därtill finns alltför många stora problemen inom banksystemet, inte minst de italienska bankerna, Brexit-förhandlingar och framför allt det uppblussade handelskriget med USA. Penningpolitiken var fortsatt expansiv och Europeiska centralbanken hade snarast en något mjukare framtoning

MÅNADSAVKASTNINGAR 2018 CARVE 1 OCH CARVE 2

	Carve 1 (SEK)	Carve 2 (SEK)	HFRI Fund of Funds (USD) ¹⁾	MSCI World Index (lokal valuta) ²⁾	JP Morgan Global Govn't Bond Index (lokal valuta)	Credit Corp Investment Grade US (USD)	Credit Corp Investment Grade EU (EUR)	Tremånaders svensk statsskuld- växel (SEK)
AVKASTNING 2018, % ³⁾								
Januari	-1,59	-1,63	2,33	3,77	-0,88	-0,91	-0,25	-0,07
Februari	-2,02	-2,06	-1,53	-3,53	-0,14	-1,50	-0,01	-0,06
Mars	-3,34	-3,38	-0,49	-2,37	1,13	0,20	-0,09	-0,06
April	1,69	1,65	0,23	2,01	-0,57	-0,84	0,05	-0,06
Maj	-1,80	-1,84	0,86	1,27	0,18	0,45	-0,24	-0,06
Juni	-0,58	-0,62	-0,21	0,33	0,21	-0,55	-0,03	-0,06
JANUARI-JUNI	-7,47	-7,71	1,15	1,29	-0,08	-3,12	-0,56	-0,36

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.

i sin senaste kommunikation vilket kan tyda på att räntehöjningarna skjuts fram ytterligare i tiden.

Asien

I den asiatiska regionen uppvisar Kina alltjämt goda tillväxtsiffror och omställningen mot ökad konsumtion och minskat beroende av industrisektorn fortsätter. Det pågående skuldsaneringsarbetet inom bygg- och fastighetssektorn syftar till att minska stressen i det finansiella systemet men kan hämma tillväxttakten. Den pågående handelskonflikten med USA utgör det största orosmolnet inte bara för Kina utan även för Europa och USA:s grannländer.

VINST- OCH INDEXUTVECKLING

Den globala tillväxten, främst driven av amerikansk ekonomi, har gynnat företagens vinstutveckling och företagens kvartalsrapporter har visat styrka i såväl Europa, USA som Asien. Vid halvårsskiftet låg förväntningarna på den framtida vinstutvecklingen på 23,5 procent i USA och 9,0 procent i Europa.

För Carves huvudmarknader, USA respektive Europa, steg S&P 500 med 5,3 procent och Eurostoxx 600 sjönk med 0,4 procent. Den kinesiska börsen sjönk med 13,0 procent (SSE Composite). Kreditindex Credit Corp. Investment Grade Index sjönk 2,2 procent i USA och 0,2 procent i Europa.

PORTFÖLJARBETET

Ledstjärnan för Carves portföljarbete är att ha möjligheter att kunna göra det som är enkelt och att agera uthålligt. Tack vare att merparten av fondkapitalet är inlåst under flera år kan vi ha ett långsiktigt perspektiv. Fondens långsiktiga placeringshorisont är en fördel inte minst i tider av de onormala marknadsförhållanden som alltjämt råder. Det 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 marknadsbildningen. Huvudprincipen för fondens investeringar baseras på bolagsval, det vill säga vi arbetar "bottom up" och kombinerar denna investeringsfilosofi med kvalificerad fundamental

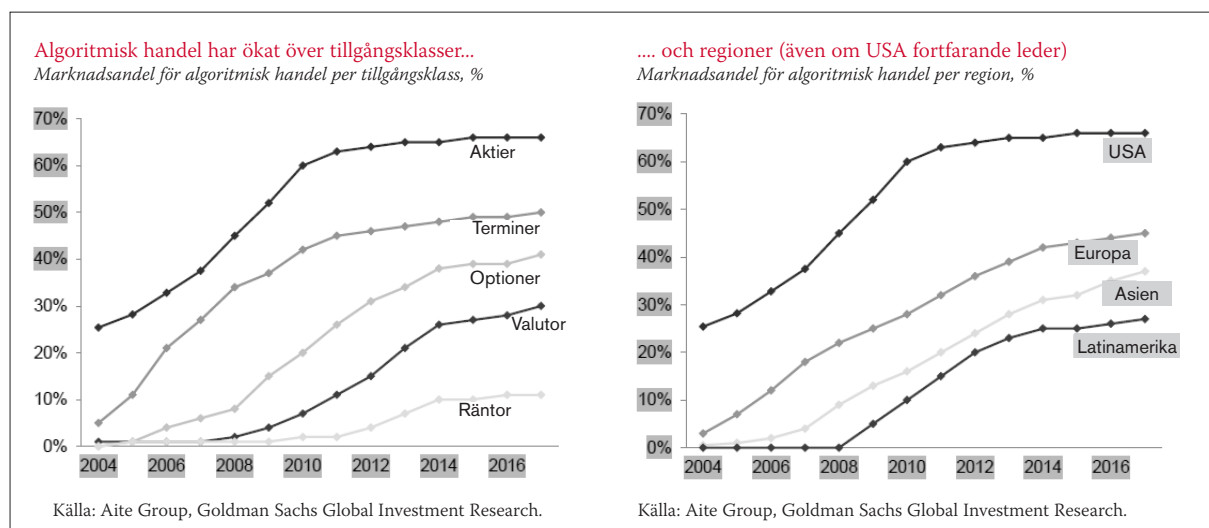
RÄNTEUTVECKLING TIOÅRIGA STATSOBLIGATIONER ÖVER TOLV MÅNADER

(%)	2018-06-30	2017-06-30	Förändring, punkter
<i>Nord- och Sydamerika</i>			
Kanada	2,1660	1,7600	40,60
USA	2,8601	2,3037	55,64
Mexiko	7,6000	6,7820	81,80
Colombia	6,5780	6,4210	15,70
Brasilien	11,6750	10,5360	113,90
<i>Europa</i>			
Schweiz	-0,1050	-0,0490	-5,60
Tyskland	0,3000	0,4660	-16,60
Nederländerna	0,4560	0,6510	-19,50
Frankrike	0,6620	0,8130	-15,10
Sverige	0,4860	0,6470	-16,10
Spanien	1,3180	1,5220	-20,40
Storbritannien	1,2770	1,2560	2,10
Italien	2,6740	2,1580	51,60
Portugal	1,7760	3,0130	-123,70
Grekland	3,9300	5,3600	-143,00
<i>Asien/Oceanien</i>			
Japan	0,0290	0,0790	-5,00
Sydkorea	2,5550	2,2160	33,90
Australien	2,6310	2,5980	3,30
Nya Zeeland	2,8460	2,9790	-13,30

Källa: Bloomberg.

makroanalys. Fondens mål är att aktieportföljen ska stå för cirka 50 procent av resultatet och cirka 50 procent ska komma från krediter och kapitalstrukturinvesteringar.

Fonden har under det senaste halvåret inte kunnat leverera önskat resultat. Aktiehandeln har till stor del dominerats av passiva förvaltare och kvantitativ handel (se grafer nedan) på en marknad där högt värderade tillväxtaktier, inte minst inom teknologisektorn, stigit ytterligare i värde, medan lågt värderade värdeaktier tappat i värde med en påtaglig PE-talskontraktion som följd. Exempelvis handlades MSCI Growth med 55 procentens premium över MSCI Value i skrivande stund.



Dessa handels- och värderingstrender har utan tvekan varit problematiska för den förvaltningsstil Carve representerar där fundamental värdering och långsiktighet utgör grundbultar. Vi bedömer dock att dessa trender på sikt inte är hållbara och står fast i vår övertygelse att Carves förvaltningsstil kommer att betala sig och att fondens förvaltningsmål ska kunna uppnås. Därmed inte sagt att vi inte gjort en del misstag vad gäller beslut kring bolagsval och riskexponering i fondportföljerna. Vi betonar uthållighet och ser i dagsläget ingen anledning till att göra några avgörande omDispositioner i vår stock-pickingportfölj. Vid halvårsskiftet hade Carve i nominella termer en lång exponering i aktier på 35 procent och kort exponering på 35 procent i krediter. Se grafer intill som beskriver den betydande multipelexpansion som skett under senare år inom tillväxtaktier.

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.

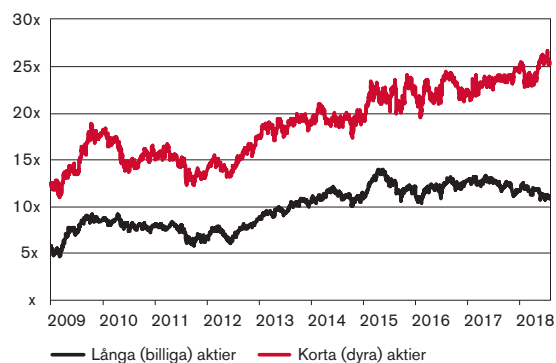
Aktieportföljen bestod av cirka 40 positioner vid periodens utgång. De tre största positiva resultatbidragen under första halvåret kom från långa positioner i Autoliv, Delivery Hero och SAP.

Autoliv är världsledande inom bilsäkerhet, främst krockkuddar. Som en effekt av att huvudkonkurrenten Takata gick i konkurs ökade Autolivs marknadsandel markant. Detta har medfört att företaget investerat kraftfullt, vilket kortsiktigt har pressat lönsamheten. Vid en framtidsbedömning står Autoliv inför flera år av lönsam tillväxt. Till detta ska läggas Autolivs besked om att dela ut den division som säljer produkter till framtidens bilar inom aktiv säkerhet, vilket skedde under namnet Veoneer. Även här identifierade vi en betydande omvärderingspotential. I samband med att de båda delarna har omvärderats har positionen avyttrats.

Delivery Hero är idag det största noterade bolaget som erbjuder hemleverans av restaurangmat online. Delivery Hero finns i cirka 40 länder och är därmed det mest geografiskt diversifierade bolaget inom sektorn. Idag görs i genomsnitt 85 procent av matbeställningarna på de marknader bolaget verkar via telefon, vilket gör att potentialen för onlinetjänster är betydande. Det finns även goda tillväxtmöjligheter genom att ytterligare restauranger börjar erbjuda hemleverans online. Delivery Hero växer för närvarande med 30 – 40 procent och bolaget räknar med fortsatt stark tillväxt de närmaste åren framöver. Betydande belopp investeras för att möta denna framtida tillväxt, vilket pressar bolagets resultat kortsiktigt och gör aktien svårvärderad. På kort sikt har aktien utvecklats mycket starkt och vi har därför realiserat vinster och minskat positionen.

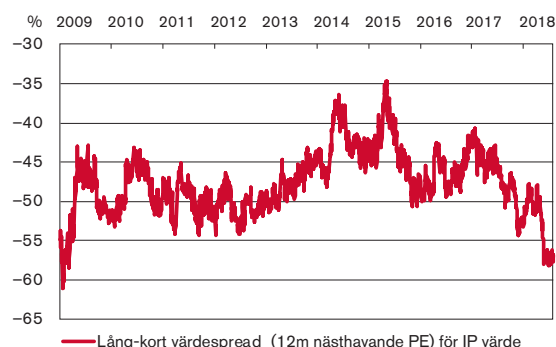
Följande grafer beskriver den betydande multipelexpansion som skett under senare år inom tillväxtaktier, delvis på bekostnad av värdeaktier.

Värdeaktiernas svaga utveckling



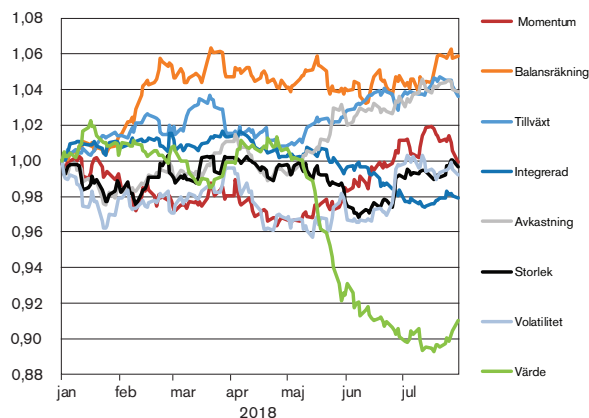
Källa: Goldman Sachs International

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



Källa: Goldman Sachs International

Utveckling sedan årets början – tillväxtaktier har överträffat värdeaktier



Källa: Goldman Sachs International

SAP har funnits i portföljen ett par år. Bolaget är inne i en omställningsfas från försäljning av mjukvara på licensbasis till att sälja ett prenumerationsformat. Dessutom har SAP en egenutvecklad databasmjukvara vid namn Hana. Totalt sett har omställningen inneburit stora kostnader som sänkt bolagets vinstmarginal. SAP står inför en skördeperiod som vi räknar med kommer att kunna inledas under 2019 och pågå i många år framöver. Detta anser vi i skrivande stund inte vara inprisat i börskursen.

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

Attendo är ett av Sveriges och Finlands ledande omsorgsföretag som historiskt kännetecknats av stabil tillväxt. Bolaget erbjuder äldreboenden med högre kvalitet till en lägre kostnad än andra alternativ. Attendo har vid flera tillfällen varit en vinnare för fonden men under 2018 har aktien fallit tillbaka. Det beror sannolikt på en kombination av VD-byte, politisk osäkerhet, försäljning av en verksamhet i Finland som inte tillhörde kärnverksamheten och att bolaget flaggat för att det tar något längre tid att fylla äldreboenden än tidigare beräknat. Vi är övertygande om att den politiska risken kommer minska efter höstens riksdagsval och att behovet av Attendos tjänster kommer att öka under många år framöver. Bolagets tillförordnade vd, tillika stora ägare, Pertti Karjalainen kommer tillsammans med den nye verkställande direktören Martin Tivéus som börjar den 1 september att bilda ett nytt starkt radarpar. Vidare räknar vi med att Attendo kommer att använda de pengar som erhöles vid försäljningen av sjukvårdsverksamheten i Finland till intressanta förvärv, vilket då kan öka vinsten per aktie. Fundamentalt sett står bolaget starkt och aktien är mycket attraktivt värderad. Vi har därför ökat innehavet under perioden.

Coty tillhörde fondens stora vinnare under andra halvåret 2017, men under första halvåret 2018 kom bolaget med en rapport för det första kvartalet som innebar en hel del frågetecken. Coty är världens tredje största bolag inom skönhetsprodukter, ledande inom parfym och tvåa inom professionell hårvård. Bolaget börsnoterades under 2013 till en introduktionskurs på USD 17,50. Dessförinnan hade bolaget en lång uppköphistorik, ledd av huvudägaren JAB, som varit mycket framgångsrik investerare inom konsumentvaror. Under 2016 slutfördes ett stort förvärv från Procter & Gamble, vilket under det första kvartalet visade svaghets-tecken. Vi minskade innehavet under perioden.

Hoist har haft en svag utveckling under första halvåret. Alla noterade kredithanteringsföretag har utvecklats svagt och marknaden gör ingen skillnad mellan vilken typ av verksamhet bolagen har. Till detta kommer att Hoists nye vd flaggade för ökade investeringar, vilket kortsiktigt har en negativ resultatpåverkan. En ytterligare orsak till den svaga utvecklingen är bolagets exponering mot Italien. Vi ser i Hoist ett bolag som nu med ett toppteam på plats på alla ledande positioner står inför en skördeperiod. Aktien är dessutom mycket lågt värderad.

Företagskrediter

Företagskreditportföljen bestod under perioden av 18 positioner, främst inom finanssektorn, men vi har även positioner inom bil-, transport- och verkstadssektorerna. De största bidragsgivarna var en kort position i Royal Caribbean samt långa positioner i Norwegian Airlines och Hoist AT1 obligationer.

Royal Caribbean är världens näst största kryssningsrederi och arrangerar kryssningar i hela världen. 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 spreadarna på bolagets krediter varit nere på ett "all time low". Till följd av den positiva branschutvecklingen har alltfler bolag beställt ytterligare fartyg vilket kommer att leda till ett markant ökat utbud på marknaden och ökad konkurrens 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. Även kostnaderna för bränsle och personal ökar, vilket sannolikt också bidrar till att marginalerna försämras. 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 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 perioden.

Hoist har som affärsidé att köpa förfallna konsumentkrediter av banker och är ledande inom sitt segment i Europa. Bolaget har en konservativ investeringshistorik och en plattform för att kunna hantera större kreditvolym än idag. Den nya ledningen har ett högt anseende och vi bedömer att den har goda förutsättningar att ytterligare öka bolagets tillväxt. Vi äger AT1-obligationer i Hoist.

De största negativa bidragen under perioden kom framför allt från en hedge i form av en kort position i CDX HY, ett amerikanskt high yield index, samt från mindre förluster i SEB:s och Nordeas AT1-obligationer som vi har ägt under en längre tid.

Kredithedgen bestod till delar av ett CDS-index baserat på high yield-emittenter i USA. High yieldmarknaden står enligt vår uppfattning inför en mer turbulent period då värderingen av dessa instrument har nått mycket oattraktiva nivåer. Då uppköpen av kreditpapper från världens centralbanker närmar sig en slutpunkt kommer prisstödet till kreditmarknaden från de kvantitativa lättnaderna att försvinna, samtidigt som vi kommer allt närmare nästa fas i den ekonomiska konjunkturcykeln.

SEB driver svensk bankverksamhet och har en stark position framför allt på företagssidan med god lönsamhet. Banken har successivt förbättrat lönsamheten genom god kostnadskontroll och fokus på intäkter med lägre kapitalkrav. Bankens kapitalbuffertar är goda och av hög kvalitet. Vi har

en lång position i en av bankens AT1-obligationer som ger en attraktiv kupongränta i relation till kreditrisken.

Nordea är en av Europas största banker med huvudsaklig verksamhet i de nordiska länderna, som i mångt och mycket kännetecknas av oligopolistiska bankmarknader. Banken har en fortsatt stabil utveckling med god lönsamhet och 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.

Kapitalstrukturinvesteringar

Kapitalstrukturinvesteringar bestod vid slutet av perioden av 5 positioner fördelade över olika sektorer, bland annat stålindustri, detaljhandel, och telekom. De största positiva bidragen kom från investeringar i Fiat Chrysler, AK Steel och Avis.

Fiat Chrysler har genomgått en längre period av omstrukturering och renodling. Därigenom har bolaget lyckats vända verksamhetens tidigare svaga kassaflöde. Vi såg en potentiellt positiv utveckling av kreditprofilen baserat på de fortsatt ambitiösa mål som bolagets målmedvetna företagsledning satte upp. Vi hade en lång kreditposition via CDS samt en kort aktieposition via derivat och uppnådde våra mål varför positionen har avvecklats.

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

Avis är ett ledande amerikanskt biluthyrningsbolag. Den amerikanska biluthyrningsbranschen har genomgått två tuffa år, där alltför stora biluthyrningsflottor har pressat uthyrningspriserna samtidigt som låga priser på begagnade bilar gjort det kostsamt att snabbt anpassa branschens bilparker. Uthyrningsbranschen står dessutom långsiktigt inför många potentiella hot av strukturell karaktär, exempelvis bilpooler och automatiska bilar. Avis balansräkning har dock varit förhållandevis konservativ och har bidragit till stabilitet i bolagets kreditprofil. Vi hade en lång kreditposition via CDS i kombination med en kort aktieposition via derivat. Vi nådde våra mållinjer och positionen är nu avvecklad.

De tre största negativa resultatbidragen kom från två positioner inom amerikansk dagligvaruhandel, *L Brands* och *Gap*, samt en position i *Hellenic Telecom*.

L Brands är en amerikansk detaljhandelsgrupp där den större delen av vinsten genereras av underklädeskedjan *Victoria's Secret*. Bolaget har haft en svag utveckling drivet av förändringar i amerikansk detaljhandel med ökad konkurrens från näthandel och en förändrad underklädestrend med

inriktning mot större komfort. Det har resulterat i prispress och sämre marginaler. Även om vi förväntar oss en fortsatt hård konkurrensbild ser vi en felprissättning av krediten ställd i relation till börskursen. Vi ser möjligheter till förbättringar i den underliggande vinsttillväxten, bland annat tack vare bolagets starka varumärke. Vi har 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 välpositionerat i det mer prismedvetna segmentet. Varumärket *Gap*, som representerar mindre än 10 procent av vinsten, har dock fortsatta lönsamhetsproblem. En ny och välrenommerad ledning arbetar målmedvetet för att vända trenden. 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 vinstförbättringar framöver. 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. Bolaget har också en mycket stark position inom den alltjämt lågt penetrerade grekiska marknaden för betal-TV. *Deutsche Telekom* äger 45 procent av bolaget och har bidragit både med tekniskt stöd och ledarskapskonsultation. Under de tuffa krisåren i Grekland har bolaget rensat sin balansräkning och det starka kassaflödet har möjliggjort att bolaget även börjat ge utdelning till aktieägarna. Då *Hellenic Telecoms* kreditspreadar under långa perioder haft en hög korrelation med spreadarna för den grekiska staten, 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

Vi bedömer att den globala tillväxten har goda förutsättningar att kunna fortsätta även under andra halvåret. Samtidigt är vi alltjämt bekymrade över uthålligheten och den långsiktiga bilden då stora delar av världens ekonomier är fortsatt "dopade" genom den extremt lätta penningpolitiken samtidigt som stora underskott byggts upp. Därtill är avsaknaden av nödvändiga reformer i stora delar av Europa oroväckande. Börsen blickar alltid framåt och vi befinner oss i ett sent skede av den ekonomiska cykeln där toppen i konjunkturen sannolikt passerats. Den framtida börsutvecklingen är svårbedömd, men vi ser i skrivande stund inga tecken på omedelbara eller dramatiska nedgångar i marknaderna generellt sett, inte minst som de globala tillväxtutsikterna är gynnsamma, vinstutvecklingen god och räntorna låga. Vi anser inte heller att aktiemarknaden är påtagligt övervärderad vare sig i Europa eller USA, bortsett från de sektorer som skenat iväg såsom ett flertal teknologi- och tillväxtaktier. Däremot anser vi priset på vissa krediter vara alltför högt och inte återspegla risknivån. Bilden kompliceras dock av den handelskonflikt som seglat upp till följd av president Trumps protektionistiska politik,

en konflikt som eskalerat och som bidrar till ökad politisk risk och som kan bli tillväxthämmande.

I USA fortsätter en gradvis normalisering av penningpolitiken och ytterligare räntehöjningar väntas under andra halvåret. De åtstramande effekter som bantningen av centralbankens balansräkning medför har till stora delar motverkats av de genomförda skattesänkningarna som dock bygger på det amerikanska budgetunderskottet. Den europeiska centralbanken anslag en mjukare ton och räntehöjningarna förefaller mer avlägsna än tidigare. I Sverige fortsätter riksbanken den ultralätta penningpolitiken trots stigande kritik, alltmedan tillväxten och bolagsvinsterna ligger på en god nivå. Andra halvåret kommer dessutom att domineras av riksdagsvalet som sannolikt utmynnar i en komplicerad parlamentarisk situation också i Sverige.

Sammantaget kvarstår bedömningen att börser och kreditmarknad inte kommer att vara lika starka som föregående år. Vårt intresse för att öka exponeringen av risktillgångar är därför fortfarande begränsat. Trots det senaste halvårets motgångar är vi övertygade om att vår långsiktiga och fundamentalt underbyggda förvaltningsstil kommer att betala sig framöver.

CARVE ÖPPNAS FÖR NYINVESTERINGAR

I samband med kommande årsskifte kommer Carve åter att öppnas för nyteckning. Carves portföljförvaltare har en uttalad stark tro på fonden och kommer att investera ytterligare privata medel i fonden.

ORGANISATION

Under första halvåret har Carve anställt tre nya medarbetare. Albin Nylén kommer närmast från en Private Equity-verksamhet inom fastighetssektorn och arbetade dessförinnan i den av Brummer & Partner tidigare ingående fonden Futuris fokuserad på delar av konsumentvaror, skog och kemi. Vidare har Will Wilson anställts vid Carve i Stockholm. Han kommer närmast från Goldman & Sachs i London där han i 18 år arbetat med kapitalstrukturinvesteringar som en av de mest erfarna analytikerna i branschen. Dessutom har vi anställt Mathias Santos Silva som närmast kommer från Comgest i Paris, dessförinnan som techanalytiker på Morgan Stanley i London. Mathias har främst varit inriktad på tech, industri och konsumentvaror. Under perioden har David Bonnier och Henrik Christiansson lämnat sina anställningar. Vi tackar dem för deras insatser och önskar dem fortsatta framgångar i sina fortsatta karriärer utanför Carve.

ANSVARSFULLA INVESTERINGAR

Rapportering till Standards Board for Alternative Investments

Brummer & Partners var en av initiativtagarna till och grundarna av Standards Board for Alternative Investments (SBAI, tidigare HFSB). SBAI utvecklar så kallade best-practice standarder gällande exempelvis governance (affärsetik, bolagsstyrning), integritet, transparens, intressekonflikter och

fondvärdering för hedgefondbranschen. Det är en så kallad comply or explain-regim och Carve Capital AB rapporterar årligen till SBAI gällande hur förvaltningsbolaget efterlever de olika standarderna.

Rapportering till United Nations Principles for Responsible Investments

Carve Capital AB har undertecknat UN PRI:s (United Nations Principles for Responsible Investment, PRI) sex principer för ansvarsfulla investeringar och rapporterar årligen till UN PRI om hur arbetet med ansvarsfulla investeringar fortskrider.

Carve Capital AB har antagit en policy för ansvarsfulla investeringar. Carve Master är inte en etisk fond i den bemärkelsen att fonden avstår avkastning till förmån för etisk eller moralisk hänsyn men portföljförvaltarna strävar efter att investera ansvarsfullt utifrån investeringsstrategins förutsättningar. Carve Capital skriver under på UN PRI:s definition på ansvarsfulla investeringar som lyder:

Ansvarsfulla investeringar är ett förhållningssätt som syftar till att implementera miljö, socialt ansvar och affäretiska frågor (ESG, environmental, social och governance) i investeringsbeslut för att bättre kunna hantera risk och generera en hållbar, långsiktig avkastning.

Carves förhållningssätt avseende analys, screening, investeringsbeslut och påverkan

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 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 bryter mot internationella initiativ och riktlinjer som exempelvis OECD:s riktlinjer för multinationella företag, FN:s Global Compact, ILO:s 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. 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.

Carve har valt att exkludera 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. Carve exkluderar också bolag som återfinns på AP-fondernas etikråds rekommenderade exkluderingslista.

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.

Även **PRIIPS** trädde ikraft den 1 januari 2018. Syftet med PRIIPS-initiativet är att tillhandahålla jämförbar förhandsdokumentation för konsumenter i form av ett faktablad. Fonder är dock undantagna till och med den 31 december 2019.

Reglerna för värdepappersbolag, **MiFID II** och **MiFIR**, började tillämpas den 3 januari 2018 och är resultatet av ett

fortsatt EU-arbete att reformera värdepappersmarknaderna i syfte att uppnå ett säkrare, mer genomlyst och ansvarstagande finansiellt system. De syftar också till att uppnå ett ökat kundskydd och förtroende för de finansiella marknaderna och att begränsa hittills oreglerade områden. Reglerna påverkar flertalet finansiella aktörer med till exempel utökade krav på transparens och tredjepartsersättningar.

GDPR, en ny dataskyddsförordning, trädde ikraft den 25 maj 2018. Regelverket är avsett att stärka och standardisera dataskydd för enskilda personer inom EU. Förordningen gäller för alla företag inom alla branscher.

Inom hedgefondbranschen i Europa fortsätter utvecklingen inom ramen för Standards Board for Alternative Investments (**SBAI**), tidigare HFSB. Läs gärna mer om hur Brummer & Partners aktivt deltar i arbetet inom SBAI på www.brummer.se.

Stockholm i juli 2018

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 (USD) ³⁾	Credit Corp. Investment Grade US (USD) ⁴⁾	Credit Corp. Investment Grade EU (EUR) ⁵⁾	MSCI World Index (lokal valuta) ³⁾	JP Morgan Global Government Bond Index (lokal valuta)
AVKASTNING, %								
2018 (januari-juni)	-7,24	-7,47	-7,71	1,15	-3,12	-0,56	1,29	-0,08
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⁾	35,86	25,11	21,16	24,53	14,79	19,01	98,32	13,91
Genomsnittlig årsavkastning	5,59	4,06	3,46	3,97	2,48	3,14	12,92	2,34
Genomsnittlig årsavkastning de senaste två åren	-1,42	-1,91	-2,44	6,06	0,80	1,21	14,81	-1,16
Genomsnittlig årsavkastning de senaste fem åren	4,62	3,23	2,63	3,55	3,59	3,29	11,08	2,88
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	-2,66	-3,26	-1,90	-6,65	-1,88
Genomsnittlig månadsavkastning, %	0,45	0,33	0,28	0,32	0,20	0,26	1,02	0,19
Andel positiva månader, %	64,71	64,71	63,24	69,12	58,82	61,76	73,53	60,29
Största ackumulerade värdefall, %	-9,33	-9,39	-10,07	-7,58	-5,19	-3,08	-11,39	-4,51
Återhämtning av största ackumulerade värdefall, antal månader	Minst 1	Minst 1	Minst 1	17	10	6	9	Minst 18
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	17	17	17	26	14	13	18	Minst 24

RISKMÅTT OCH ÖVRIGA NYCKELTAL¹⁾ DE SENASTE TVÅ ÅREN

Standardavvikelse, %	6,49	6,17	6,28	2,61	3,29	2,23	6,08	2,53
Downside risk, %	4,66	4,59	4,75	1,28	2,64	1,07	3,19	2,25
Sharpekvot	-0,11	-0,19	-0,27	1,99	-0,02	0,90	2,29	-0,80
Korrelation mellan Carve Master och angivet index	-	-	-	0,26	0,49	0,42	0,34	0,15

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 35.

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 första halvåret 2018 redovisar Carve Master en avkastning på -7,24 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve Master en total avkastning på 35,86 procent jämfört med 24,53 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.¹⁾ Carve Masters genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 5,59 procent.

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2018 uppgick Carve Masters fondförmögenhet till 9 541 miljoner kronor, vilket är en minskning sedan den 31 december 2017 med 1 110 miljoner kronor. Under perioden skedde ingen andelsutgivning medan inlösen uppgick till 340 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på -770 miljoner kronor.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Fonden hade per 30 juni 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 kreditrisker:

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

Operativa risker:

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

Outsourcingrisker:

- 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 nettotillgångsvärde. Om endast fondens derivatinnehav beaktas har fondens hävstång, mätt som bruttoexponering av derivatinnehaven, varierat mellan 141 och 216 procent under perioden med en genomsnittlig exponering på 165 procent. Per balansdagen utgjorde den 159 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under perioden varierat mellan 263 och 324 procent, med en genomsnittlig exponering om 289 procent. Per balansdagen var den 278 procent.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har varierat mellan 292 och 366 procent och i genomsnitt utgjort 321 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 312 procent.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

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

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

I maj 2018 anställdes Mathias Santos Silva och Albin Nylén för att arbeta med analys och under sommaren anställdes även Will Wilson som analytiker. Henrik Christiansson och Carl-David Bonnier avslutade sina anställningar hos Carve Capital AB.

ÖVRIGT

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

Per 30 juni 2018 uppgick Carve Masters ställda säkerheter till 11 266 miljoner kronor, vilket motsvarar 118,07 procent av fondförmögenheten. Metodiken för beräkning av ställda säkerheter har justerats, från att tidigare utgå från totala marknadsvärdet på ställda säkerheter, beaktas nu även om marknadsvärdet på tillgångarna är positivt eller negativt.

Fonden hade inga mottagna säkerheter per den 30 juni 2018.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,97 procent, som lägst 0,43 procent och i genomsnitt 0,66 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,54 procent.

Räkenskaper

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2018-06-30	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		10 245 657	10 961 938
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		39 240	360 070
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		1 253	9 615
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		10 286 150	11 331 623
Bankmedel och övriga likvida medel	1	4 864 084	5 499 369
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	2	12 663	5 834
Övriga tillgångar	3	164 194	–
SUMMA TILLGÅNGAR		15 327 091	16 836 826
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		1 186 097	847 506
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde		–	15 435
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		4 308 806	5 137 112
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		5 494 903	6 000 053
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	3 943	3 291
Övriga skulder	5	287 038	182 363
SUMMA SKULDER		5 785 884	6 185 707
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		9 541 207	10 651 119
POSTER INOM LINJEN			
<i>Mottagna säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		–	19 190
Procent av fondförmögenhet		–	0,18
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		1 188 741	757 595
Procent av fondförmögenhet		12,46	7,11
<i>Övriga ställda säkerheter*</i>			
Bankmedel		3 675 336	1 046 928
Procent av fondförmögenhet		38,52	9,83
Finansiella instrument		6 401 647	8 141 460
Procent av fondförmögenhet		67,09	76,44

* Säkerheter ställda hos Prime Brokers avseende säkerhetskrav för samtliga instrumentslag.

Metodik för beräkning av ställda säkerheter har justerats, från att tidigare utgå från totala marknadsvärdet på ställda säkerheter, beaktas nu även om marknadsvärdet på tillgångarna är positivt eller negativt.

<i>Belopp i tkr</i>		<i>2018-06-30</i>	<i>2017-12-31</i>
NOT 1	BANKMEDEL OCH ÖVRIGA LIKVIDA MEDEL		
	Positiva saldon	4 864 084	5 499 369
	Negativa saldon	0	0
	Summa bankmedel och övriga likvida medel	4 864 084	5 499 369
NOT 2	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER		
	Räntor	1 859	1 866
	Övrigt	10 804	3 968
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12 663	5 834
NOT 3	ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
	Fondlikvidfordringar	164 194	-
	Summa övriga tillgångar	164 194	-
NOT 4	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Räntor	1 317	1 433
	Övrigt	2 626	1 858
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	3 943	3 291
NOT 5	ÖVRIGA SKULDER		
	Fondlikvidskulder	104 938	166
	Skuld matarfond	182 100	163 000
	Mottagna säkerheter	-	19 190
	Övrigt	0	7
	Summa övriga skulder	287 038	182 363

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Noterade aktier och aktierelaterade finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögen- heten (%)</i>
<i>Dagligvaror</i>					-2,53
Anheuser-Busch InBev	1	BE	-110 000	-99 482	-1,04
Carlsberg B	1	DK	-100 000	-105 487	-1,10
Coty A	1	US		210 037	2,20
Coty A Call Option	2	US		1 253	0,01
Danone (*)	7	FR	-160 000	3 413	0,04
Energizer Holdings	1	US	-278 907	-157 146	-1,65
Kimberly-Clark	1	US	-100 000	-94 270	-0,99
<i>Fastigheter</i>					3,06
Fastighets AB Balder B	1	SE		292 250	3,06
<i>Finans</i>					5,42
Hoist Finance	1	SE		517 188	5,42
<i>Hälsovård</i>					7,14
Attendo	1	SE		681 326	7,14
<i>Industrivaror</i>					6,75
C.H. Robinson Worldwide	1	US	-150 000	-112 302	-1,18
Ferrovial	1	ES		462 566	4,85
G4S (*)	7	UK		-6 570	-0,07
Munters Group	1	SE		250 336	2,62
Securitas B	1	SE		265 690	2,79
Snap-On	1	US	-150 000	-215 745	-2,26
<i>Informationsteknik</i>					21,81
Alibaba Group ADR	1	CN	-754 252	-1 252 305	-13,13
Alphabet A	1	US		505 262	5,30
Altaba	1	US		1 561 342	16,36
Delivery Hero	1	DE		286 842	3,01
Microsoft	1	US		291 215	3,05
Qorvo	1	US		157 839	1,65
Rightmove (*)	7	UK	-400 000	-6 713	-0,07
SAP	1	DE		537 964	5,64
<i>Sällanköpsvaror</i>					-5,22
Autoliv	1	SE		29 680	0,31
Autozone	1	US	-17 000	-102 072	-1,07
Bayerische Motoren Werke	1	DE	-30 000	-24 349	-0,26
Cheesecake Factory	1	US	-200 000	-98 547	-1,03
Cracker Barrel Old Country Store	1	US	-69 000	-96 458	-1,01
Dorman Products	1	US	-175 000	-106 980	-1,12
Gap	1	US		85 799	0,90
GVC Holdings (*)	7	UK	-1 000 000	-5 437	-0,06
L Brands	1	US		71 289	0,75
Merlin Entertainments (*)	7	UK		4 147	0,04
Prada	1	IT	-3 000 000	-124 208	-1,30
Shop Apotheke Europe	1	NL		208 896	2,19
Shutterfly	1	US	-185 000	-149 052	-1,56
Tesla Motors	1	US	-66 400	-203 788	-2,14
TripAdvisor	1	US	-450 000	-224 349	-2,35

<i>Noterade aktier och aktierelaterade finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknadsvärde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögenheten (%)</i>
<i>Sällanköpsvaror, forts.</i>					
Zalando	1	DE		237 734	2,49
<i>Telekomoperatörer</i>					
Deutsche Telekom	1	DE		516 394	5,41
Hellenic Telecommunications Organization	1	GR		129 419	1,36
	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Nominellt belopp (tkr)</i>	<i>Marknadsvärde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögenheten (%)</i>
<i>Övriga skuldförbindelser</i>					
AK Steel	1	US		130 938	1,37
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	1	ES		235 614	2,47
Banco Santander	1	ES		117 395	1,23
Banco Santander	1	ES		69 468	0,73
Bankinter	1	ES		117 185	1,23
Danske Bank	1	SE		388 713	4,07
Engencap Payment Trust Agreement	1	MX		289 986	3,04
Hoist Finance	1	SE		97 069	1,02
Lloyds Banking Group	1	UK		285 076	2,99
Nordea Bank	1	SE		85 796	0,90
Nordea Bank	1	SE		350 883	3,68
SGBI 3109	1	SE	-900 000	-1 142 267	-11,97
Shop Apotheke Europe	1	NL		53 140	0,56
Skandinaviska Enskilda Banken	1	SE		418 197	4,38
Swedbank	1	SE		307 130	3,22
SUMMA NOTERADE FINANSIELLA INSTRUMENT				5 926 945	62,12
<i>Kreditderivat OTC</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>		<i>Marknadsvärde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögenheten (%)</i>
<i>-5,77</i>					
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US		-1 973	-0,02
Credit Default Swap AK Steel (*)	7	US		-789	-0,01
Credit Default Swap Ally Financial (*)	7	US		-14 251	-0,15
Credit Default Swap Ally Financial (*)	7	US		-7 125	-0,08
Credit Default Swap Ally Financial (*)	7	US		-21 376	-0,22
Credit Default Swap Capital One Financial (*)	7	US		-1 713	-0,02
Credit Default Swap Caterpillar Financial (*)	7	US		-897	-0,01
Credit Default Swap Caterpillar Financial (*)	7	US		-2 692	-0,03
Credit Default Swap Ford Motor Credit Company (*)	7	US		-15 854	-0,17
Credit Default Swap Ford Motor Credit Company (*)	7	US		-31 708	-0,33
Credit Default Swap Gap (*)	7	US		1 967	0,02
Credit Default Swap Gap (*)	7	US		984	0,01
Credit Default Swap Gap (*)	7	US		492	0,01
Credit Default Swap Gap (*)	7	US		492	0,01
Credit Default Swap Hellenic Telecommunications Organization (*)	7	GR		-6 793	-0,07
Credit Default Swap Hellenic Telecommunications Organization (*)	7	GR		-13 587	-0,14
Credit Default Swap Hellenic Telecommunications Organization (*)	7	GR		-14 436	-0,15
Credit Default Swap Hellenic Telecommunications Organization (*)	7	GR		-13 587	-0,14
Credit Default Swap Index CDX North American High Yield (*)	7	US		-13 118	-0,14
Credit Default Swap Index CDX North American High Yield (*)	7	US		-52 473	-0,55

Fortsättning på nästa sida.

<i>Kreditderivat OTC, forts.</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land¹⁾</i>	<i>Marknads- värde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögen- heten (%)</i>
Credit Default Swap Index Itraxx (*)	7	EU	-21 197	-0,22
Credit Default Swap Index Itraxx (*)	7	EU	-42 395	-0,44
Credit Default Swap Index Itraxx (*)	7	EU	-42 395	-0,44
Credit Default Swap Index Itraxx (*)	7	EU	-84 790	-0,89
Credit Default Swap Index Itraxx (*)	7	EU	-42 395	-0,44
Credit Default Swap Index Itraxx (*)	7	EU	-42 395	-0,44
Credit Default Swap L Brands (*)	7	US	3 256	0,03
Credit Default Swap L Brands (*)	7	US	6 512	0,07
Credit Default Swap L Brands (*)	7	US	6 512	0,07
Credit Default Swap L Brands (*)	7	US	9 769	0,10
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-8 090	-0,09
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-8 090	-0,08
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-8 090	-0,08
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-8 090	-0,08
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-9 282	-0,10
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-18 564	-0,19
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-18 564	-0,19
Credit Default Swap Royal Caribbean Cruises (*)	7	US	-9 282	-0,10
Credit Default Swap United States Steel (*)	7	US	-7 321	-0,08
<i>Ränterelaterade OTC-derivat</i>	<i>Kategori</i>		<i>Marknads- värde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögen- heten (%)</i>
				-5,62
Cross Currency Swap Pay EUR (*)	7		-11 377	-0,12
Cross Currency Swap Pay EUR (*)	7		-81 493	-0,86
Cross Currency Swap Pay EUR (*)	7		-27 809	-0,29
Cross Currency Swap Pay EUR (*)	7		-55 918	-0,59
Cross Currency Swap Pay EUR (*)	7		-32 987	-0,35
Cross Currency Swap Pay USD (*)	7		-30 937	-0,33
Cross Currency Swap Pay USD (*)	7		-97 887	-1,03
Cross Currency Swap Pay USD (*)	7		-90 314	-0,95
Cross Currency Swap Pay USD (*)	7		-41 871	-0,44
Cross Currency Swap Pay USD (*)	7		-63 193	-0,66
<i>Valutarelaterade instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Valuta</i>	<i>Marknads- värde (tkr)²⁾</i>	<i>Andel av fondförmögen- heten (%)</i>
<i>FX swap</i>				-0,51
DKK/SEK	7	DKK	1 570	0,02
EUR/SEK	7	EUR	-27 660	-0,29
USD/SEK	7	USD	-22 423	-0,24
<i>FX Forward</i>				0,00
DKK/SEK	7	DKK	37	0,00
EUR/SEK	7	EUR	-169	0,00
GBP/SEK	7	GBP	50	0,00
HKD/SEK	7	HKD	-27	0,00
USD/SEK	7	USD	39	0,00
SUMMA ONOTERADE FINANSIELLA INSTRUMENT			-1 135 698	-11,90
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT			4 791 247	50,22
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO			4 749 960	49,78
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET			9 541 207	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr) ²⁾	Andel av fondförmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	5 936 852	62,23
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	1 253	0,01
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	–1 146 858	–12,02

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortningar har använts: BE Belgien, CN Kina, DE Tyskland, DK Danmark, ES Spanien, EU Europa, FR Frankrike, GR Grekland, IT Italien, MX Mexiko, NL Nederländerna, SE Sverige, UK Storbritannien och US USA.

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

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

Sammanställning av finansiella instrument per emittent¹⁾

	Andel av fond- förmögenhet (%)	Exponering (%)
Hoist Finance	6,44	6,44
Nordea Bank	4,58	4,58
Shop Apotheke Europe	2,75	2,75
Coty	2,21	2,37
Banco Santander	1,96	1,96
AK Steel	1,34	0,03
Caterpillar Financial	–0,04	–1,92
Hellenic Telecommunications Organization	0,86	–2,27
L Brands	1,02	–2,72
Gap	0,95	–2,81
Ally Financial	–0,44	–3,26
Ford Motor Credit Company	–0,50	–3,31
Royal Caribbean Cruises	–0,90	–5,60

1) I tabellen anges totala marknadsvärden i procent av fondförmögenheten samt total exponering mot företag/företagsgrupper i de fall fonden innehar mer än ett instrument utgivet av samma emittent.

REDOVISNINGSPRINCIPER

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

Värdering av finansiella instrument

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

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC)

instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 29 juni 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 svårvärderade tillgångar per 29 juni 2018.

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
2018-06-30	10 651 119	-	-339 950	-769 962	9 541 207

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
2018-06-30	9 541 207	7 022 986,13	1 358,57	-7,24

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

Uppgifter om värdepappersfinansiering, 30 juni 2018

<i>Tillgångar per typ av transaktion</i>	<i>Marknadsvärde (tkr)</i>	<i>Andel av fond-förmögenheten (%)</i>
Inlånade värdepapper	4 259 889	44,65
Portföljswappar	-11 160	-0,12

<i>Uppgifter om koncentration</i>	<i>Land</i>	<i>Marknadsvärde (tkr)</i>
<i>10 främsta motparterna</i>		
1. Goldman Sachs International	UK	2 174 710
2. Barclays Bank	UK	1 142 267
3. Citigroup	UK	942 912
4. Morgan Stanley	UK	-11 160

<i>Typ, kvalitet och valuta på ställda säkerheter</i>	<i>Valuta</i>	<i>Marknadsvärde (tkr)</i>
<i>Marknadsnoterade papper</i>		
Ferrovial	EUR	273 788
Securitas B	SEK	265 690
Coty A	USD	173 968
Fastighets AB Balder B	SEK	160 361
Munters Group	SEK	39 875
Altaba	USD	33 329
Shop Apotheke Europe	EUR	2 525
<i>Likvida medel</i>		
Goldman Sachs International		2 174 710
Barclays Bank		787 023
Citigroup		423 094
Morgan Stanley		366 985
<i>Löptidsprofil ställda säkerheter</i>		
		<i>Marknadsvärde (tkr)</i>
Mindre än 1 dag		-
1 - 7 dagar		-
1 vecka - 1 månad		-
1 - 3 månader		-
3 månader - 1 år		-
Mer än 1 år		-
Obestämd löptid		4 701 349
<i>Löptidsprofil</i>		
		<i>Marknadsvärde (tkr)</i>
Mindre än 1 dag		-
1 - 7 dagar		-
1 vecka - 1 månad		-
1 - 3 månader		-
3 månader - 1 år		-
Mer än 1 år		1 142 267
Obestämd löptid		3 106 462

Fortsättning på nästa sida.

<i>Information om säkerheter gällande SFTR</i>				(%)
Andel erhållna säkerheter som återanvänds				-
Avkastning på återinvesterade kontanta medel ställda som säkerhet för fonden				-
<i>Förvaring av ställda säkerheter</i>				(%)
Separerade konton				-
Omnibuskonton				-
Andra konton				100
<i>Avkastning och kostnad</i>	<i>Kostnad</i>	<i>Avkastning</i>	<i>Kostnad/Avkastning (%)</i>	
Inlånade värdepapper	14 903	-632 258	-2,36	
Portföljswappar	4 044	-55 904	-7,23	

Fondens förvaringsinstitut är Citigroup, SE.

Varken bolaget eller tredje part erhåller något direkt resultat av fondens finansieringstransaktioner. Aveckling och clearing sker bilateralt.

Verksamhetsberättelse Carve 1

PERIODENS RESULTAT

För första halvåret 2018 redovisar Carve 1 en avkastning på -7,47 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 1 en total avkastning på 25,11 procent jämfört med 24,53 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index¹⁾. Carve 1:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 4,06 procent.

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2018 uppgick fondförmögenheten i Carve 1 till 6 371 miljoner kronor. Detta är en minskning med 515 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under perioden skedde ingen andelsutgivning eller inlösen. Periodens resultat uppgick till -515 miljoner kronor.

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 perioden 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.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

I maj 2018 anställdes Mathias Santos Silva och Albin Nylén för att arbeta med analys och under sommaren anställdes även Will Wilson som analytiker. Henrik Christiansson och Carl-David Bonnier avslutade sina anställningar hos Carve Capital AB.

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

Carve 1 investerar enbart i andelar i Carve Master.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,97 procent, som lägst 0,43 procent och i genomsnitt 0,65 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,53 procent.

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

Räkenskaper

BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2018-06-30</i>	<i>2017-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		6 370 979	6 885 455
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		6 370 979	6 885 455
Bankmedel och övriga likvida medel		140	120
Övriga tillgångar	1	2 600	3 000
SUMMA TILLGÅNGAR		6 373 719	6 888 575
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	2 656	2 870
SUMMA SKULDER		2 656	2 870
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		6 371 063	6 885 705
NOT 1	ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
	Fordran mottagarfond	2 600	3 000
	Summa övriga tillgångar	2 600	3 000
NOT 2	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Skuld till fondbolag*	2 656	2 870
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2 656	2 870

* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2018-06-30

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
Andelar i fonder					100,00
Carve Master	7	SE	4 689 480	6 370 979	100,00
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				6 370 979	100,00
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				84	0,00
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				6 371 063	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
7. Övriga finansiella instrument	6 370 979	100,10

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

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

Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på 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 29 juni 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.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenheten

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Ingående fondförmögenhet</i>	<i>Andelsutgivning</i>	<i>Andelsinlösen</i>	<i>Årets resultat</i>	<i>Total fondförmögenhet</i>
2012-12-31	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
2018-06-30	6 885 705	–	–	–514 642	6 371 063

Andelsvärde

	<i>Fondförmögenhet (tkr)</i>	<i>Antal utelöpande andelar</i>	<i>Andelsvärde (kr)</i>	<i>Avkastning (%)¹⁾</i>
2012-12-31	3 240 718	3 225 899,56	1 004,59	0,46
2013-12-31	4 641 733	4 019 626,94	1 154,77	14,66
2014-12-31	5 165 010	4 019 626,94	1 284,95	11,23
2015-12-31	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
2018-06-30	6 371 063	5 092 350,20	1 251,10	–7,47

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

Verksamhetsberättelse Carve 2

PERIODENS RESULTAT

För första halvåret 2018 redovisar Carve 2 en avkastning på -7,71 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 2 en total avkastning på 21,16 procent jämfört med 24,53 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index¹⁾. Carve 2:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 3,46 procent.

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2018 uppgick fondförmögenheten i Carve 2 till 3 170 miljoner kronor. Detta är en minskning med 597 miljoner kronor sedan den 31 december 2017. Under perioden skedde ingen andelsutgivning medan inlösen uppgick till 308 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på -289 miljoner kronor.

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 bruttosom åtagandemetoden har under perioden 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.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

I maj 2018 anställdes Mathias Santos Silva och Albin Nylén för att arbeta med analys och under sommaren anställdes även Will Wilson som analytiker. Henrik Christiansson och Carl-David Bonnier avslutade sina anställningar hos Carve Capital AB.

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

Carve 2 investerar enbart i andelar i Carve Master.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,97 procent, som lägst 0,43 procent och i genomsnitt 0,66 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,56 procent.

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

Räkenskaper

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2018-06-30	2017-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		3 170 228	3 765 664
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		3 170 228	3 765 664
Bankmedel och övriga likvida medel		164	403
Övriga tillgångar	1	179 500	160 000
SUMMA TILLGÅNGAR		3 349 892	3 926 067
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	2 792	3 271
Övriga skulder	3	176 732	155 732
SUMMA SKULDER		179 524	159 003
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		3 170 368	3 767 064
NOT 1 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		179 500	160 000
Summa övriga tillgångar		179 500	160 000
NOT 2 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Räntor		0	0
Skuld till fondbolag*		2 792	3 271
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		2 792	3 271
* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2017-12-31			
NOT 3 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		176 732	155 732
Summa övriga skulder		176 732	155 732

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2018
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
Andelar i fonder					100,00
Carve Master	7	SE	2 333 507	3 170 228	100,00
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				3 170 228	100,00
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				140	0,00
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				3 170 368	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
7. Övriga finansiella instrument	3 170 228	100,00

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

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

Värdering av finansiella instrument

Enligt fondbestämmelserna (§ 8) stadgas "Finansiella instrument som ingår i fonden värderas till marknadsvärde. Vid marknadsvärderingen används olika värderingsmetoder beroende på vilket finansiellt instrument som avses och på vilken marknad instrumentet handlas. För att bestämma värdet på 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 29 juni 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.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Ingående fondförmögenhet</i>	<i>Andelsutgivning</i>	<i>Andelsinlösen</i>	<i>Årets resultat</i>	<i>Total fondförmögenhet</i>
2012-12-31	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
2018-06-30	3 767 064	–	–307 547	–289 149	3 170 368

Andelsvärde

	<i>Fondförmögenhet (tkr)</i>	<i>Antal utelöpande andelar</i>	<i>Andelsvärde (kr)</i>	<i>Avkastning (%)¹⁾</i>
2012-12-31	1 171 811	1 167 065,94	1 004,07	0,41
2013-12-31	2 369 268	2 068 755,59	1 145,26	14,06
2014-12-31	3 911 417	3 092 076,95	1 264,98	10,45
2015-12-31	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
2018-06-30	3 170 368	2 631 133,37	1 204,94	–7,71

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

Stockholm den 28 augusti 2018
Carve Capital AB

Per Josefsson
Ordförande

Svante Elfving

Ola Paulsson

Peter Thelin
Verkställande direktör

Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport

Till andelsägarna i Carve Master, Carve 1 och Carve 2

INLEDNING

I egenskap av revisorer i Carve Capital AB, organisationsnummer 556887-9331, har vi utfört en översiktlig granskning av bifogad halvårsrapport för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 per den 30 juni 2018. Det är förvaltarens styrelse och verkställande direktör som har ansvaret för att upprätta och presentera denna halvårsrapport i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Vårt ansvar är att uttala en slutsats om denna halvårsrapport grundad på vår översiktliga granskning.

DEN ÖVERSIKTLIGA GRANSKNINGENS INRIKTNING OCH OMFATTNING

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

att utföra analytisk granskning och vidta andra översiktliga granskningsåtgärder.

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

SLUTSATS

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

Stockholm den 28 augusti 2018

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 institutionsmäklariet 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 117 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

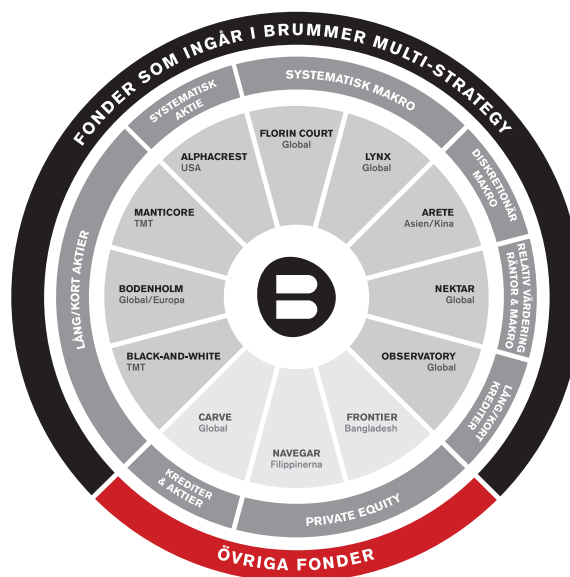
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamen kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion driven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

Vi startade Brummer Life med 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. Till skillnad från vår aktiva förvaltning där vi tar betalt efter prestation erbjuder vi i Sverige, genom vårt försäkringsbolag Brummer Life, också index- och räntefonder till låga eller inga förvaltningsavgifter. 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 Boards for Alternative Investments, tidigare Hedge Fund Standards Board (HFSB), 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) 29 juni 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 not 1, sidan 2 för beskrivning av tröskelräntan) sedan denna betalning, eller av andelsägarens anskaffningskostnad uppräknad med tröskelräntan om detta belopp är större. Prestationsbaserat arvode erläggs månadsvis i efterskott.

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

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

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.

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.

