

CARVE

ÅRSBERÄTTELSE 2019

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, Michael Falken och William Wilson.

FÖRVALTNINGSMÅL

Avkastningsmål: Absolut avkastning

Avkastningsnivå: 12–15 procents genomsnittlig årlig avkastning

Risk (standardavvikelse): 10–15 procents årlig standardavvikelse

Korrelation: Ej tillämpligt

AVGIFTER OCH TECKNING

Fast arvode:

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

Prestationsbaserat arvode:

- Carve Master: 0 procent (inget)
- Carve 1: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln¹⁾
- Carve 2: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln¹⁾

Inträdesavgift:

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

Inlösenavgift:

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

Teckning av andelar:

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

Inlösen av andelar:

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

Minimiinvestering vid första teckningstillfället:

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

TILLSYN

Tillståndsgivande myndighet: Finansinspektionen. AIF-förvaltaren har stått under Finansinspektionens tillsyn sedan den 19 oktober 2012 och oauktoriseras 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), Ola Paulsson och Peter Thelin

Chief Compliance Officer: Kristofer Wallstén, B & P Fund Services AB

Klagomålsansvarig: Fredrik Stjernström, B & P Fund Services AB

Oberoende riskkontrollansvarig: Alexander Argiriou, B & P Fund Services AB

1) Definieras som Riksbankens fixing av tremånaders statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar plus en procentenhet efter "high watermark". High watermark innebär att fonden endast erlägger prestationsbaserat arvode efter det att eventuell underavkastning från tidigare perioder har 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 årsberättelse med verksamhetsberättelser för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2. För information om respektive fond, se respektive fonds verksamhetsberättelse.

CARVES ÅRSBERÄTTELSE

1 JANUARI TILL 31 DECEMBER 2019

Styrelsen och verkställande direktören för Carve Capital AB avger härmed följande årsberättelse för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för perioden 1 januari till 31 december 2019.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	12
Carve Master.....	13
Verksamhetsberättelse.....	13
Räkenskaper.....	15
Carve 1.....	27
Verksamhetsberättelse.....	27
Räkenskaper.....	29
Carve 2.....	33
Verksamhetsberättelse.....	33
Räkenskaper.....	35
Revisionsberättelse.....	40
Förvaltningsorganisation.....	42
Brummer & Partners.....	43
Ordlista.....	44

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 © 2019 Hedge Fund Research, Inc. och MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Notera att de index som refereras till inte utgör referens för hur förvaltningen av respektive fond är utformad. För förvaltningsstrategi och målsättning med förvaltningen för respektive fond hänvisas till aktuell informationsbroschyr med tillhörande fondbestämmelser och fondfaktablad. Varken HFR, MSCI, eller någon annan part som är involverade i att samla in, bearbeta eller skapa jämförelseindex lämnar några uttryckliga eller underförstådda garantier eller utfästelser vad gäller sådan data (eller de resultat som uppnås genom användning därav), och alla sådana parter avsäger sig härmed uttryckligen allt ansvar för tillförlitlighet, riktighet, fullständighet eller lämplighet för ett visst ändamål med avseende på någon av sådana uppgifter.

Portföljförvaltarna har ordet

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

För Carve 1 gäller att insatt kapital är inlåst under tre år. För Carve 2 gäller att 25 procent av insatt kapital kan tas ut kvartalsvis. Konstruktionen med låst kapitalmassa gör att Carve kan arbeta med en lång placeringshorisont, i normalfallet ett till två år. Vår ambition är att arbeta med en koncentrerad portfölj och ta stora positioner. Carves målsättning är att över tiden leverera upp till 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 konjunkturnrisk och den korta sidan till bolag med strukturella problem. Företagskreditportföljens långa sida är inriktad på bolag med begränsad kreditrisk och relativt korta löptider. Den korta sidan konstrueras enligt de principer som gäller för aktieportföljen. Ränterisken hedgas bort. Portföljen som omfattar kapitalstrukturinvesteringar/arbitrage har begränsad marknadsriktningsrisk. Hela portföljen hedgas i svenska kronor.

PORTFÖLJRESULTAT

Fondandelsvärdet för fonderna (Carve 1 och Carve 2) ökade under året med 7,5 respektive 7,0 procent. Resultatet kan jämföras HFRI fond-i-fondindex (HFRI Fund of Funds Composite Index) som steg med 7,8 procent. Den riskjusterade avkastningen låg på en god nivå.

Utvecklingen var tillfredsställande för alla delar i portföljen, framför allt under senare delen av året. Dock belastade

aktieportföljens kärninnehav i Attendo fondens resultat påtagligt under året. Carve var ankarinvesterare vid den framgångsrika börsintroduktionen 2015 och har kvarstått som betydande investerare. Trots de problem som drabbat företaget under det senaste året har vi alltså en långsiktigt positiv syn på bolaget och ökade innehavet som andel av portföljen, under året.

Prisskillnaden mellan tillväxtaktier och rimligt eller lågt prisatta värdebaserade aktier som representerade en betydande andel av portföljen var fortsatt stor. I det aktiva portföljarbetet under året koncentrerade vi aktieportföljen till färre sektorer och minskade andelen mindre likvida innehav.

Aktiviteten inom kapitalstrukturinvesteringar ökade påtagligt och gav mycket goda resultat. En egenutvecklad screeningmodell för analys av tusentals bolag är ett av de kraftfulla investeringsstöd som används i beslutsprocessen. Många intressanta bolag identifierades och bland annat ökade investeringarna i tillväxtbolag. Carves minskande kreditportfölj gav ett gott resultatbidrag.

Standardavvikelsen på helårsbasis sedan start uppgick till 6,2 procent för Carve 1 och 6,3 procent för Carve 2, vilket ger en Sharpekvot på 0,6 respektive 0,5, att jämföra med 1,0 för HFRI fond-i-fondindex. Sedan start har Carve 1 stigit med 28,1 procent och Carve 2 med 23,2 procent, att jämföra med HFRI fond-i-fondindex på 27,4 procent.

RISKNIVÅ

Fondens risknivå ökades successivt under året men drogs ner under slutet av året. Parametriskt Value-at-Risk uppgick vid årsskiftet till 0,58 (0,86 procent). Vid samma tidpunkt var fondens totala exponering cirka 374 procent (250 procent). Nettoexponeringen i aktieportföljen var cirka 7 procent (20 procent). Siffror inom parentes avser föregående år.

MÅNADSAVKASTNINGAR 2019 CARVE 1 OCH CARVE 2

	Carve 1 (SEK)	Carve 2 (SEK)	HFRI Fund of Funds (USD) ¹⁾	Credit Corp Investment Grade US (USD)	Credit Corp Investment Grade EU (EUR)	MSCI World NDTR Index (lokal valuta) ²⁾	JP Morgan Global Gov'n't Bond Index (lokal valuta)	Tremånaders svensk statsskuld- växel (SEK)
AVKASTNING 2019, % ³⁾								
Januari	0,21	0,17	2,56	2,33	1,06	7,91	0,81	-0,04
Februari	-0,46	-0,51	1,06	0,36	0,68	3,34	-0,24	-0,04
Mars	-2,91	-2,95	0,91	2,48	1,37	1,61	1,85	-0,04
April	5,32	5,29	0,91	0,57	0,69	3,77	-0,33	-0,04
Maj	0,54	0,50	-0,96	1,05	-0,15	-5,70	1,77	-0,03
Juni	-0,41	-0,45	1,55	2,67	1,60	5,90	1,23	-0,03
Juli	2,98	2,94	0,27	0,68	1,39	1,18	0,66	-0,04
Augusti	-2,76	-2,80	-0,77	3,03	0,69	-1,95	2,88	-0,03
September	2,23	2,18	-0,45	-0,62	-0,75	2,34	-0,77	-0,03
Oktober	1,31	1,27	0,50	0,61	-0,18	1,88	-0,54	-0,04
November	-0,57	-0,61	0,70	0,21	-0,24	3,15	-0,52	-0,04
December	2,12	2,08	1,27	0,45	-0,06	2,18	-0,73	-0,04
JANUARI-DECEMBER	7,53	7,04	7,77	14,65	6,23	28,01	6,15	-0,43

1) HFR, www.hedgearch.com © 2019 Hedge Fund Research Inc. Alla rättigheter förbehålls.

2) MSCI, www.msci.com © 2019 MSCI Inc. Alla rättigheter förbehålls.

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

OMVÄRLDSUTVECKLING I KORTHET

Den svagare globala konjunkturutvecklingen var i hög grad kopplad till USA:s ändrade handelspolitik, inte bara gentemot Kina utan även mot andra delar av världen, däribland Europa. Centralbankerna fortsatte sin expansiva penningpolitik vilket fick risktillgångar att stiga oväntad mycket under året. Fortsatta geopolitiska spänningar.

USA

Den globala tillväxttakten mattades av under året. De främsta orsakerna kan finnas i det pågående handelskriget mellan USA och Kina, som hämmar den internationella handeln vilket främst drabbade tillväxtmarknader. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, som genom en framgångsrik penningpolitik kunnat höja styrräntorna tidigare, utnyttjade detta stimulansutrymme för att stegvis lätta på penningpolitiken under andra halvåret. Efter tre räntesänkningar pausade Federal Reserve sina lättnader efter att ekonomisk statistik förbättrades, inte minst vad gäller konsumtion, sysselsättning och löneutveckling. Politisk turbulens fortsatte inom inrikespolitiken, där det amerikanska representanthuset röstade för att ställa president Trump inför riks rätt.

Europa

Tillväxten i Europa var tudelad och den europeiska centralbanken, ECB, fortsatte att driva en expansiv penningpolitik samtidigt som inflationstakten alltjämt ligger under målet. Hushållens konsumtion höll upp tillväxten och tjänstesektorn hade en god utveckling. Europeisk exportindustri kände i viss mån av effekterna av det pågående handelskriget genom minskad efterfrågan från Asien. Även investeringstillväxten dämpades och drabbade inte minst den tyska bilindustrin. Efter en viss stabilisering ökade förtroendet något inom tillverkningsindustrin under årets senare del. Italien fortsatte att vara ett orosmoln, både vad gäller den ekonomiska politiken och den bräckliga banksektorn. Efter parlamentsvalet i Storbritannien har ett Brexitavtal godkänts även om många frågor kring relationerna EU-Storbritannien återstår att lösa. För Sveriges del är tillväxten mycket beroende av omvärlden. Svensk exportindustri gynnades av den svaga kronan, men en dämpning skedde i den inhemska efterfrågan, inte minst inom bostadssektorn. Trots vikande konjunktur höjde Riksbanken styrräntan till 0 procent i december med motiveringen att inflationen låg nära målet och att kapacitetsutnyttjandet alltjämt var högt. Nollräntan väntas bestå de närmaste åren.

Asien

I Asien har Kinas ekonomisk-politiska stimulanser för att motverka följderna av det pågående tullkriget fått viss effekt. Såväl BNP, investeringar som export visade tecken på stabilisering och industriproduktionen ökade något under första halvåret. BNP-tillväxten var den svagaste på många år med drygt 6 procent, men nådde därmed det officiella målet på 6–6,5 procent. Ytterligare stimulanser kan komma. Efter att USA och Kina i början av januari 2020 tecknat ett första "fas

RÄNTEUTVECKLING TIOÅRIGA

STATSOBLIGATIONER 2019

(%)	2019-12-30	2018-12-28	Förändring, punkter
<i>Nord- och Sydamerika</i>			
Kanada	-22,50	1,9510	-31,10
USA	-42,60	2,7182	-83,94
Mexiko	-44,30	8,6880	-181,90
Colombia	-58,50	6,7520	-48,30
Brasilien	-31,20	9,2350	-244,80
<i>Europa</i>			
Schweiz	-40,30	-0,2780	-22,50
Tyskland	-133,00	0,2380	-42,60
Nederländerna	-128,00	0,3830	-44,30
Frankrike	-292,80	0,7050	-58,50
Sverige	0,1450	0,4570	-31,20
Spanien	0,4630	1,4130	-95,00
Storbritannien	0,8630	1,2660	-40,30
Italien	1,4090	2,7390	-133,00
Portugal	0,4340	1,7140	-128,00
Grekland	1,4190	4,3470	-292,80
<i>Asien/Oceanien</i>			
Japan	-0,0200	-0,0050	-1,50
Sydkorea	1,6790	1,9560	-27,70
Australien	1,3070	2,3620	-99,15
Nya Zeeland	1,6450	2,3940	-74,00

Källa: Bloomberg.

1-avtal" finns förutsättningar för att handelskriget kan trappas ner, vilket kan komma att gynna hela den globala handeln. Oroligheterna i Hongkong pressade den kinesiska ledningen och protesterna är inte över.

VINST- OCH INDEXUTVECKLING

Ledande centralbanker världen över signalerade fortsatt låga räntor under lång tid på grund av sämre tillväxt och låg inflationstakt. Risktillgångar hade generellt en oväntad stark utveckling under 2019. Aktiemarknaderna responderade kraftfullt och börskurserna steg rejält. På kreditmarknaden reducerades spreadarna mellan investment grade och high-yield-segmentet i takt med att räntorna föll tillbaka vilket gjorde kreditpapper dyra.

Vid utgången av året låg förväntningarna på den framtida vinstutvecklingen (2020) på ca 10 procent i USA (S&P 500) och ca 8 procent i Europa (SXXP).

För Carves huvudmarknader, USA respektive Europa, steg S&P 500-index med 31,5 procent och Eurostoxx 600 med 27,8 procent. Den kinesiska börsen steg med 39,2 procent. Kreditindex Credit Corp. Investment Grade Index uppgick till 14,5 procent i USA och 6,3 procent i Europa.

FÖRÄNDRINGAR I PORTFÖLJARBETET

Övergripande inriktning

Ledstjärnan för Carves portföljarbete är att ha möjligheter att kunna göra det som är enkelt och agera uthålligt. Eftersom fondkapitalet är inlåst kan vi ha ett mer långsiktigt förvaltningsperspektiv och vi ägnar oss inte åt kortsiktig handel. Fondens långsiktiga placeringshorisont är en fördel, inte minst i tider av onormala marknadsförhållanden, och innebär att vi har förutsättningar att utnyttja fondens balansräkning och göra stora bruttoinvesteringar när intressanta investeringsmöjligheter uppstår. Vi kan dessutom kraftfullt förändra portföljen när ny information påverkar marknadsbilden. Huvudprincipen för fondens investeringar baseras på bolagsval, det vill säga vi arbetar "bottom up", och kombinerar denna investeringsfilosofi med kvalificerad fundamental makroanalys.

Ökat inslag av kapitalstrukturinvesteringar

Fondens mål har varit att kunna leverera en tvåsiffrig genomsnittlig årlig avkastning, fördelad så att aktieportföljen bidrar med cirka 50 procent av resultatet och att cirka 50 procent ska komma från krediter och kapitalstrukturinvesteringar. Inte minst har Carves kapitalstrukturinvesteringar varit betydelsefulla för fondens utveckling då dessa är okorrelerade med marknaden och fungerar som ett marknadsneutralt inslag i en diversifierad portfölj. Efter mer än sju års förvaltning kan vi konstatera att den riskjusterade avkastningen för kapitalstrukturinvesteringar har varit mycket god. Samtidigt finns anledning att reflektera över fondens utveckling och lyfta blicken mot framtida möjligheter för Carve.

Antalet kapitalstrukturinvesteringar varierade under de första fem åren i takt med att vi löpande förfinade och utvecklade strategin kring dessa. Detta arbete har accentuerats under de senaste 18 månaderna genom rekryteringen av William Wilson och från januari 2020 Ali Hamdi till förvaltningsteamet. William Wilson har 16 års erfarenhet inom området kapitalstrukturinvesteringar från Goldman Sachs. Ali Hamdi doktorerade inom Applied Computational Mathematics med fokus på matematisk statistik och har mångårig erfarenhet som kvantitativ analytiker.

Vi har också satsat stora resurser på att såväl förbättra existerande, som att utveckla nya, kvantitativa verktyg. Tidigare hade Carve kapacitet att följa drygt 500 olika tänkbara investeringssituationer. Med den nya organisationen och nya verktyg har vi skapat ett breddat sökfält och kan skanna av flera tusen investeringsmöjligheter. Vi har även utvecklat våra fundamentala analysmetoder som gör det möjligt att enklare beräkna, följa och uppgradera intressanta investeringsalternativ. Resultatet av detta utvecklingsarbete innebär att vi under 2019 avsevärt ökade antalet kapitalstrukturinvesteringar till 47. Tidigare hade vi som mest 12 investeringar under ett och samma år.

Vi kommer att fortsätta investera i utveckling av analysverktyg och metoder så att Carve även framdeles kan ligga i framkant av denna starkt nischade investeringsstrategi inom kapitalstrukturinvesteringar. Vi bedömer att Carves investe-

ringsfilosofi har en unik möjlighet att leverera en stabil och okorrelerad positiv avkastning också framöver. Det innebär att Carves portfölj kommer att ha en större andel kapitalstrukturinvesteringar. Den korta exponeringen i portföljen kommer att domineras av investeringar i ett och samma bolag med en lång position i en kredit och en kort position i en aktie. Portföljens långa exponering kommer vara en kombination av kapitalstrukturinvesteringar och långa aktieinvesteringar. Rena aktiearbitrage samt utdelningsterminer kommer även fortsatt vara en viktig lågvolatil del av portföljen. Över tid är målet som helhet för portföljen att vara marknadsneutral. Den utökade andelen kapitalstrukturinvesteringar motiveras även av att räntebaserade instrument sannolikt kommer att ge en historiskt låg avkastning framöver och att aktievolatilitet kommer att hämmas av centralbankernas stimulanstrategier.

PORTFÖLJENS UTVECKLING 2019

Aktier

Carves aktieportfölj byggs upp genom "stock-picking" där 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 40 positioner vid årets utgång. Tonvikten ligger alltså på konjunkturokänsliga bolag i kombination med en ökad andel tillväxtaktier. Samtidigt minskade vi antalet sektorer i portföljen liksom andelen mindre likvida aktier.

De tre största positiva resultatbidragen kom från fondens långa positioner i Hasbro, Ferroviaal och Alphabet (Google).

Hasbro är ett amerikanskt leksaks- och spelbolag vi investerade i under 2018. Investeringen skedde vid en tid när marknaden fokuserade på problemen inom handeln för fysiska leksaker via etablerade leksakskedjor, inte minst på grund av konkursen för Toys R Us. Den omvandling som skett av Hasbro ändrar dramatiskt de framtida vinstmöjligheterna. Bolaget bedöms vara en långsiktig vinnare inom såväl spel- som leksakskategorin. Framst handlar det om spelet "Magic: The Gathering Arena", men även "Dungeons & Dragons". Till detta kommer möjligheten av betydande synergier efter det nyligen annonserade förvärvet av Entertainment One. Våra vinstprognosberäkningar ligger klart högre än marknadens förväntningar och vi har alltså ett betydande innehav.

Ferroviaal är ett av världens ledande bolag inom infrastruktur och kommunal service som funnits i Carves portfölj under några år. Investeringen grundades på att vi ansåg att det fanns stora värden med tillväxtpotentialer i bolagets tillgångar inom infrastruktur som aktiemarknaden inte värderade i tillräcklig omfattning. Tillgångarna utgörs främst av vägar med tullavgifter i USA och Kanada samt vid flygplatsen Heathrow utanför London. Aktievärderingen påverkades negativt av bolagets problem inom den relativt begränsade bygg- och servicedivisionen, medan infrastrukturen utvecklades starkt. I takt med att bolaget värderades upp sålde vi hela innehavet under senare delen av 2019.

Alphabet är ett amerikanskt konglomerat, vars huvudsakliga tillgång är Google, som de flesta av oss använder varje dag. Att googla har till och med blivit ett verb, även för äldre generationer. Aktiemarknaden underskattar både den kvarvarande tillväxtkraft som finns i Google och de övriga bolagen inom Alphabet som idag går med förlust, men som representerar betydande värden. Här finns flera potentiella framtida guldägg. Youtube, Waymo (förarlösa bilar) och Google Maps är några exempel. Givet att dessa kan vända dagens förluster till vinster, vilket vi bedömer är möjligt, är aktien fortsatt försiktigt värderad.

De tre största negativa bidragen i aktieportföljen kom från vår långa position i Attendo samt de korta positionerna i Elisa och Inditex.

Attendo är en ledande leverantör av vård- och omsorgstjänster till äldre och funktionshindrade i Sverige. Den svaga utvecklingen för Attendo har varit kostsam för fonden under 2019. Företagsledningen har vidtagit kraftfulla åtgärder för att återställa Attendos långsiktigt goda marginaler och stabila tillväxtförmåga. Dessutom har omvärldsförutsättningarna i såväl Finland som Sverige förbättrats. I Sverige finns goda politiska förutsättningar för ett ökat inslag av privata äldreboenden. I Finland har regeringen fattat beslut om att på sikt öka personaltätheten med 40 procent. Till detta kan läggas att Attendos boenden drivs med fortsatt god kvalitet och är fullbelagda. Även rörelsemarginalerna ligger kvar på goda nivåer.

Elisa är en av Finlands tre stora mobil- och bredbandsoperatörer. Företaget har de senaste åren vuxit mycket snabbare än marknaden. Det har skett på ett effektivt sätt och med starkt kassaflöde. Vår tes om ökad konkurrens och marginalpress på marknaden infriades inte under året. Bolaget delade dessutom ut nära 100 procent av sitt kassaflöde vilket gav en god direktavkastning. Bolaget värderades därför upp med stöd av de allt lägre räntorna. Elisäs värdering är i dagsläget dubbelt så hög som för övriga telekomoperatörer. Det bedömer vi inte vara hållbart i längden och vi har därför byggt på den korta positionen.

Inditex är ett av världens största modeföretag med butiker i nästan 100 länder under sju olika varumärken. Vi bedömer att Inditex kommer att få svårt att öka sin vinst, framför allt på grund av en svagare försäljning. Under det gångna året har dock vinstförväntningarna endast sjunkit marginellt, medan värderingen stigit. Denna utveckling förklaras främst av att företaget har en hög kvalitetsstämpel och att det skett en generell uppvärdering av denna typ av "säkra" bolag på börsen. Vi ser dock att vinstförväntningar för 2020 kommer att behöva revideras ner och att aktievärderingen följaktligen borde påverkas negativt. Riskerna i aktien är betydande och vi har ökat den korta positionen.

Företagskrediter

Efter ett starkt år för krediter, där kreditspreadarna vid utgången av 2019 låg nära sina lägsta nivåer sedan finanskrisen, hade vi en fortsatt mycket försiktig syn på kreditmarknaden. Värderingarna på krediter bedömdes vara för

hög, även om den expansiva penningpolitiken gav fortsatt stöd till kreditmarknaden. Centralbankspolitiken innebar även att det var svårt att ha en kraftigt negativ positionering inom krediter och vi fortsatte att minska fondens företagskreditexponering under året. Kreditportföljen bestod av 12 positioner inom bil-, transport- och verkstadssektorerna, samt bank, läkemedelsdetaljister och halvledarpaketeringssektorn. De tre största positiva bidragsgivarna var långa positioner i Nordea, SEB och Navistar.

Nordea och *SEB* är starka nordiska banker med goda kapitalbuffertar av hög kvalitet. Vi har långa positioner i AT1-obligationer med kort löptid i båda dessa banker. AT1-obligationer var ett av få områden inom kreditmarknaden där avkastningen i relation till risken var fortsatt intressant.

Navistar är en lastbilstillverkare som i stort sett uteslutande är verksam på den nordamerikanska marknaden. Efter en strategisk felsatsning på egen motordesign under 2010 tog det flera år för bolaget att återta marknadsandelar och stärka balansräkningen. Efter att Volkswagen under 2016 gjorde en strategisk investering i bolaget, har det under en längre tid spekulerats om och när Volkswagen kommer att köpa de resterande utestående aktierna. Vi anser att Navistar på ett mycket bra sätt passar in i Volkswagens strategi. Volkswagen saknar i dagsläget lastbilsverksamhet i Nordamerika och har en finansiell styrka som inte är helt inprisad ur ett kreditvärderingsperspektiv. Vi har ett långt innehav i obligationer.

De tre största negativa bidragen inom företagskreditportföljen kom från korta kreditpositioner i Royal Caribbean Cruises, Amkor och de nordiska bankerna, Danske bank och Nordea, som var exponerade mot den estländska penningtvättshärvan.

Royal Caribbean Cruises är världens näst största kryssningsrederi. Rederiet har under en längre period haft en stark efterfrågan och god tillväxt tack vare en mycket gynnsam underliggande utveckling inom kryssningsbranschen. Det resulterade i att spreadarna på bolagets krediter låg på "all time low" när vi tog positionen. Till följd av den positiva utvecklingen inom kryssningsbranschen har alltfler bolag beställt ytterligare fartyg, vilket kommer att leda till ett markant ökat utbud och ökad konkurrens på marknaden de närmaste åren. Vi bedömer att det finns en uppenbar risk för ett överutbud på kryssningar framöver, vilket skulle kunna leda till prispress inom branschen. Från att förra året ha varit det bästa bidraget i kreditportföljen, var positionen portföljens sämsta innehav under 2019, framförallt på grund av en stark kreditmarknad. Vi har en kort kreditposition via CDS.

Amkor är ett amerikanskt bolag som är en liten del av halvledarsektorns försörjningskedja och är verksam inom paketering och test. Bolaget har mycket stora kunder primärt inom mobiltelefonstillverkning, datortillverkning, bielektronik och konsumentelektronik. Amkor har en historia av förhållandevis låga marginaler och relativt stora konjunktursvängningar. I samband med lanseringen av 5G-nätverk och försäljning av tillhörande mobiltelefoner finns nu positiva förväntningar på bolaget. Spreadarna på bolagets krediter är i nuläget på lägstanivåer och vi är skeptiska till att kredit-

riskerna är korrekt prissatta med tanke på bolagets historik. Vi har en kort position i krediten via CDS.

Nordea och *Danske Bank* har båda blivit anklagade för att ha deltagit i en stor penningtvättshärva på den estländska bankmarknaden, vilket skapade turbulens i olika finansinstrument. Vi såg en möjlighet att ta korta positioner i dessa bankers krediter via CDS när priserna låg på sina lägsta nivåer sett ur ett historiskt perspektiv. Positionerna togs i syfte att skydda portföljexponeringarna i bankkrediter om härvan skulle visa sig vara större än befarats och drabba fler aktörer. Under året konstruerade vi om positionerna till kapitalstrukturinvesteringar.

Kapitalstrukturinvesteringar

Finansiella marknader har under de senaste åren till stor del styrts av centralbankernas agerande och den geopolitiska utvecklingen. Såväl avkastningspotentialen för kreditinstrument som volatiliteten på aktiemarknaden har minskat. I takt med att förhållandena på finansmarknaden förändrats har vi inom Carve vidareutvecklat organisation och investeringsverktyg. Den ökade aktiviteten inom kapitalstrukturinvesteringar har beskrivits ovan.

I början av 2018 innehöll Carves portfölj för kapitalstrukturinvesteringar fem positioner. Under 2019 har totalt antalet investeringar ökat påtagligt och portföljen bestod av 23 positioner vid utgången av året. Dessa kapitalstrukturinvesteringar har en bred sektorspridning och är fördelade över exempelvis stålindustri, detaljhandel, fordonsindustri, energi, verkstadsindustri, läkemedel och banker. De tre största positiva bidragen kom från investeringar i Energizer, Swedbank och Tesco.

Energizer är en världsledande batteritillverkare som via förvärv har expanderat in i bilrelaterade konsumentprodukter. Batterier till konsumenter är en starkt konkurrensutsatt bransch där pris blivit en allt viktigare komponent. Energizers diversifieringsambitioner har via ett par mindre lyckade förvärv under senare tid pressat såväl bolagets tillväxt som marginaler men också försvagat balansräkningen. Vi hade en lång position i obligationer och kort position i aktien. Positionerna avvecklades då den nådde vår målnivå under året.

Swedbank driver huvudsakligen svensk bankverksamhet och har en stark marknadsposition med god lönsamhet. Banken har under en längre tid lyckats med att successivt minska sin kostnadsbas och klara de lägre räntenivåerna utan försämrad lönsamhet. Kapitalbufferten är god och av hög kvalitet. De problem som uppstod kring den penningtvättshistoria som uppdagades i Estland gjorde det möjligt att skapa en kapitalstrukturinvestering med en lång position i bankens AT1-obligationer och en kort position i aktien. Vi uppnådde våra mål och positionen avvecklades under året.

Tesco är Storbritanniens största matvarukedja. Dagligvaruhandeln i Storbritannien har under en längre tid varit utsatt för strukturella förändringar med en överetablering av stormarknader. Därtill har förändringar i konsument-

beteenden lett till lägre marginaler. Företagsledningens finansiella policy med fokus på att åter få ett kreditbetyg motsvarande investment grade lyckades under året, vilket gynnade obligationsägare relativt aktieägare. Vi har en lång position i obligationer, säkerställda genom fastigheter, och är korta i aktien.

De tre största negativa bidragen inom kapitalstrukturinvesteringar kom från *AK Steel*, *thyssenkrupp* och *Nordea*.

AK Steel är en amerikansk stålproducent som enligt vår bedömning är alltför skuldsatt för att på ett bra sätt klara av en kommande konjunkturnedgång för den amerikanska stålindustrin. Vi ansåg därför att prissättningen mellan säkerställda och icke säkerställda obligationer inte tog hänsyn till de långsiktiga utmaningarna industrin skulle stå inför. Mycket överraskande lade den amerikanska järnmalmproducenten *Cleveland Cliffs* ett bud på *AK Steel* i december. Vår investering som bestod av långa säkerställda obligationer och korta icke-säkerställda obligationer i form av CDS, resulterade då i en förlust.

thyssenkrupp är en tysk industrikoncern med spretig inriktning som haft flera år av svag lönsamhet på grund av ineffektivitet och få synergier mellan divisionerna. Efter en långdragen väntan på marknaden är nu bolagets guldkorn, hissverksamheten, ute till försäljning. Vi ser stora möjligheter för värdeskapande när hissverksamheten avyttras men också genom fortsatta avyttringar som ytterligare kan renodla koncernen. Renodlingen bör gynna aktiens värde markant. Vi har en lång position i aktien och är korta i krediten via CDS.

Nordea är en av Europas största banker. Verksamheten är främst inriktad mot de nordiska länderna som i mångt och mycket har oligopolistiska bankmarknader. Oron för penningtvättsskandaler i Estland och en fortsatt hög kostnadsbas har medfört en mycket svag aktieutveckling, men samtidigt bidragit till en hög potentiell aktieutdelningsmöjlighet. Vi ägde aktier och var korta i krediten via CDS. Positionen strukturerades om under året.

UTSIKTER

Den globala konjunkturavmattningen väntas fortsätta, även om det finns vissa förväntningar om att tillväxten kan komma att förbättras en bit in på år 2020, bland annat med stöd av finanspolitiska stimulanser. Marknaden förväntar sig att ledande centralbankers expansiva penningpolitik fortsätter och att räntorna förblir låga under en längre tid.

De geopolitiska riskerna är alltför betydande och domineras alltför av handelskonflikten mellan USA och Kina. I skrivande stund har länderna tecknat ett "fas 1-avtal". Det råder osäkerhet kring nästa steg i detta avtal, inte minst med tanke på det kommande presidentvalet i USA. I Europa är Italien alltför ett orosmoln där både offentliga finanser och banksystemet är osäkerhetsfaktorer. Oroligheterna i Mellersta Östern och Persiska viken fortsätter, inte minst i Iran och Irak.

Mot bakgrund av de dämpade tillväxtutsikterna och därmed företagets vinstutveckling har det skett en kraftig

PE-talsexpansion, inte minst för cykliska aktier. Fortsatt låga räntor och möjligheterna till ökad finanspolitisk stimulans ger visst stöd till denna utveckling, även om riskerna har ökat i aktiemarknaden efter de kraftiga börsuppgångarna under 2019. Den algoritmbaserade handeln bedöms fortsätta och bidrar till att göra marknaden svårbedömd, även om vi är övertygade om att fundamentala faktorer styr på lång sikt.

Carves förändrade inriktning med en ökad portföljandel i kapitalstrukturinvesteringar, i kombination med möjligheter till långa och korta positioner i utvalda segment på aktiemarknaden, bedömer vi öka förutsättningarna för goda affärsmöjligheter framöver. På den långa sidan letar vi aktivt icke-cykliska bolag och tillväxtbolag som har rimliga värderingar och goda vinstutsikter. På den korta sidan letar vi fortsatt bolag med strukturella problem.

VOLYM OCH NYINVESTERINGAR I CARVE

Förvaltningsvolymen per 31 december 2019 var 1328 miljoner kronor i Carve 1 respektive 2586 miljoner i Carve 2. Som ett led i att förbättra villkoren för investerare i Carve 2 ytterligare har förvaltaren under första kvartalet 2020 ansökt om en ändring av fondbestämmelserna för Carve 2. Enligt gällande fondbestämmelser ska en anmälan om inlösen vara förvaltaren tillhanda senast 90 dagar före inlösendagen. Förvaltaren har emellertid konstaterat att portföljen likviditetsmässigt klarar av en kortare anmälningstid än detta och har därför ansökt om en ändring av fondbestämmelserna för Carve 2. Ändringen innebär att anmälan om inlösen först behöver vara förvaltaren tillhanda 5 dagar före inlösendagen. Vad gäller inlösenvillkoren i övrigt kommer, i likhet med tidigare, inlösen som överstiger 25 procent av investerat antal andelar att delas upp genom att maximalt 25 procent löses in per kvartal. Ansökan om ändring av fondbestämmelser för Carve 2 är för närvarande under handläggning av Finansinspektionen. Förvaltarens förhoppning är att de nya fondbestämmelserna inom kort ska godkännas och att de nya villkoren ska kunna erbjudas investerarna från och med halvårsskiftet 2020.

HÅLLBARHETSINFORMATION

Ansvarsfulla investeringar och hållbarhet

Ansvarsfulla investeringar är ett förhållningssätt som syftar till att implementera miljö, socialt ansvar och affärsetiska frågor (ESG)⁴⁾ i investeringsbeslut för att bättre kunna hantera risk och generera en hållbar, långsiktig avkastning. Att analysera alla typer av risker och möjligheter, oavsett vad de kallas, är sunt förnuft och ingår i rollbeskrivningen för en portföljförvaltare. Det gäller även ESG-faktorer.

Carve Capital AB har varit medlemmar i FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (PRI) sedan år 2012. Carve Capital AB är även "signatories" till Standards Board for Alternative Investments (SBAI) som tar fram så kallade "best practice"-standarder för bland annat affärsetik, bolagsstyrning, informationsgivning och fondvärdering. Portföljförvaltarna för

Carve Master strävar efter att investera ansvarsfullt utifrån investeringsstrategins förutsättningar och i linje med PRI:s principer för ansvarsfulla investeringar. Carve Master har en placeringshorisont på minst 12 månader och kombinerar fundamental bolagsanalys med makroanalyser och har därför goda möjligheter att integrera ESG-analys i sina investeringsbeslut. Carve Masters relativt koncentrerade portfölj gör det också relevant för portföljförvaltarna att arbeta med aktiv påverkan där de upplever att de kan göra skillnad.

Carve Capital AB har antagit en policy för ansvarsfulla investeringar för att formalisera arbetet inom området. Policyn beskriver Carve Capital AB:s ställningstaganden, vilket bland annat omfattar vissa grundläggande regler för hur Carve Master hanterar bolag som är speciellt kontroversiella. Policyn beskriver specifikt hantering av bolag som är involverade i kränkningar av internationella normer, samt hur Carve Master undviker långa och korta positioner i bolag involverade i kontroversiella vapen. Policyns efterlevnad säkerställs genom en kvartalsvis granskning av Brummer & Partners hållbarhetsteam i samarbete med en extern leverantör. Eventuella identifierade innehav flaggas upp av Brummer & Partners hållbarhetsteam till den ansvarige förvaltaren. Efter samråd med övriga investeringsteamet beslutas huruvida Carve ska ta en dialog med bolaget eller inte. Styrelsen har möjlighet att ställa frågor om eventuellt flaggade innehav och pågående bolagsdialoger på styrelsemötena. Bolag som påstås kränka internationella normer 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. Hur lågt värderat bolaget än är spelar dock ingen roll ifall bolaget inte är medveten om problematiken och/eller inte ämnar åtgärda den. Om frågan inte tas på allvar så kommer Carve Master inte att investera.

Under året har Carve Master engagerat sig på olika sätt med flera bolag och med fokus på hållbarhet. Carve Masters ägande har möjliggjort påtaglig ägaraktivitet i två svenska bolag, där representanter för Carve Capital deltagit i valberedningar och röstat på bolagsstämmor. Därutöver har dialoger förts med flera bolag och i ett fall har informationen som framkommit lett till uteslutning av ett bolag. Dialogerna har under året specifikt berört företagets produktpåverkan på biodiversitet i naturen, energieffektivitet och koldioxidutsläpp i fastigheter samt arbetsmiljö inom säkerhetsbranschen.

Som en del av det kontinuerliga förbättringsarbetet på hållbarhetsområdet har portföljförvaltarna för Carve Master utvärderat hållbarhetsstrategin och specifika ESG-teman inför 2020 och framåt. Ett tydligare påverkansarbete och ett fördjupat fokus på ESG-integration kan skapa förutsättningar som både gagnar investerarna i fonden och de bolag i vilka Carve Master investerar. Portföljförvaltarna har delvis fokuserat på arbetsprocesser kring bolagsdialog och aktivt ägarskap men även identifierat frågeställningar som ska

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

integreras i förvaltningen framöver. Ett konkret område har bäring på Agenda 2030 (<https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>) och de globala hållbarhetsmålen, nämligen klimatfrågan och koldioxidutsläpp. Det pågår en stark global trend mot hårdare politiska och regulatoriska krav på bolags beroende av fossila bränslen och konsumenters förväntningar på att bolag tar sitt samhällsansvar gällande klimatet blir allt tydligare. Vissa branscher har kommit längre än andra i arbetet med att ställa om från användandet av fossila bränslen till förnyelsebara energikällor. Inom bilindustrin finns flera bolag som har påbörjat en snabb omställning, medan andra branscher helt eller delvis saknar liknande initiativ. Det är dock rimligtvis bara en tidsfråga innan bolagen frivilligt förändrar sig eller tvingas till förändring till följd av hårdare konsumenttryck och politiska beslut. Ett exempel på ett bolag som ligger i framkant på miljöområdet är Amazon som har uttalat ett mål om att nå noll CO2 utsläpp år 2040, och att redan 2030 enbart använda förnybar energi. För ett bolag innebär ett sådant uttalande ett starkare ställningstagande än Parisavtalet som specifikt berör länder, och gissningsvis kommer många fler bolag att ge frivilliga utfästelser om allt mer offensiva klimatmål under de kommande åren. I klimatuppropet "business ambition for 1,5C: Our Only Future", som formellt förs fram av bland annat väletablerade UN Global Compact, uppmanas bolag att förbinda sig till "net zero emissions" 2050, före klimatmötet COP26⁵⁾, som hålls mellan den 9 och 19 november 2020 i Glasgow, Skottland. Bolag som går med i uppropet kommer att finnas med på listan över bolag med visionära företagsledare, och vilka företagsledare kommer att våga att vara de som inte skrivit upp sina bolag?

Både aktie- och kreditmarknaden förväntas i allt större utsträckning uppmärksamma och ta hänsyn till bolags olika exponeringar gentemot klimatrisker. Bolag som inte värnar om miljöfrågor och strävar efter att minska sina koldioxidutsläpp riskerar allt högre finansieringskostnader. Kreditmarknaden har här tagit ledartröjan, vilket också är rimligt eftersom den inte tillhandahåller permanent kapital. Det är med stor sannolikhet så att ESG generellt, och klimatfrågan specifikt, kommer att bli en dominerande faktor för kreditmarknaden under kommande år, och redan nu finns en direkt mätbar effekt av den. Som exempel kan konstateras att gröna obligationer har en lägre ränta än andra obligationer. Framöver kan det därmed bli en utmaning för bolag att refinansiera sina skulder om de saknar långsiktigt hållbara klimatstrategier. Möjligheten till refinansiering kommer sannolikt också att påverkas av nya EU-regler som kan komma att gynna banker som finansierar klimatvänliga lösningar. Marknaden kommer förhoppningsvis också att få ett kraftigare styrmedel i form av högre pris på koldioxidutsläpp, inte bara i Europa utan även exempelvis i USA och Kina. Det finns ingen säker skattning på vad ett pris på ett ton utsläppt koldioxid borde vara men beräkningar tyder på minst 100 euro per ton. De bolag som inte förbereder sig inför en sådan framtid kan få problem som resulterar i betydande finansiell påverkan.

Portföljförvaltarna för Carve Master försöker därför skatta den implicita koldioxidkulden för våra investeringar för att på ett kvantifierbart sätt identifiera risker och möjligheter. Det gäller inte minst inom exempelvis stålbranschen där mängden koldioxid som används i tillverkningen kan bli en avgörande konkurrensfaktor framöver och där vi räknar med att hitta investeringsmöjligheter (båda långa och korta positioner) inom såväl aktier som krediter.

ORGANISATIONSFÖRÄNDRINGAR

Under 2020 kommer vissa förändringar avseende Carves investeringskommitté att genomföras. William Wilson är sedan årsskiftet ny medlem i investeringskommittén och Michael Falken tar från och med 1 april över som förvaltningsansvarig efter Per Josefsson. Per Josefsson fortsätter som styrelseordförande och medlem i investeringskommittén tillsammans med Bo Börtemark, William Wilson och Michael Falken. Ali Hamdi anställdes i januari 2020 som analytiker för att arbeta med utbyggnad av kapitalstrukturinvesteringarna.

Som tidigare kommunicerat trädde Peter Thelin ifrån sin roll som portföljförvaltare under 2019 men fortsätter som verkställande direktör och fondens strategiska rådgivare. Fredrik Juntti lämnade Carve under 2019.

REDOGÖRELSE AKTIEÄGARENGAGEMANG

Förvaltaren har upprättat principer för aktivt aktieägar-engagemang. Principerna utgör en översiktlig beskrivning av hur förvaltaren integrerar aktieägar-engagemang i sin förvaltning. Principerna hålls tillgängliga på förvaltarens webbplats.

Som utgångspunkt beslutar förvaltaren att nyttja rösträtter hänförliga till aktier som ingår i förvaltarens fonder ("portföljbolag"), endast om det är i investerarnas gemensamma intresse. Förvaltaren beaktar därutöver frågor om portföljbolagens strategi, finansiella och icke-finansiella resultat och risker, kapitalstruktur, sociala och miljömässiga påverkan och bolagsstyrning då den beslutar att nyttja rösträtter ("portföljbolagsspecifika faktorer").

Förvaltaren har under perioden, i linje med dess principer för aktivt aktieägar-engagemang, nyttjat rösträtter hänförliga till portföljbolag. En redogörelse för omröstningar som bedöms avsett ämnen av väsentlig betydelse följer nedan. Några röstningsrådgivare har inte nyttjats.

Hoist Finance AB

Förvaltaren har under året aktivt deltagit i nomineringskommitténs arbete. Förvaltaren röstade vid bolagsstämman den 16 maj 2019 igenom styrelsens förslag om bland annat aktiebonusplan och om bemyndigande avseende förvärv av egna aktier. Förvaltarens bedömning är att frågan var av väsentlig betydelse för portföljbolagets utveckling och valde därför, i linje med dess principer för aktivt aktieägar-engagemang, att nyttja dess rösträtter.

5) The 26th session of the Conference of the Parties (COP26) of the UN Framework Convention on Climate Change (UNFCCC). För mer information, se <https://unfccc.int/>

Attendo AB

Förvaltaren röstade vid bolagsstämman den 11 april 2019 igenom styrelsens förslag om bland annat incitamentsprogram riktat mot vissa nyckelmedarbetare och om bemyndigande avseende förvärv av egna aktier. Förvaltaren bedömning är att frågan var av väsentlig betydelse för portföljbolagets utveckling och valde därför, i linje med dess principer för aktivt aktieägarengagemang, att nyttja dess rösträtter. Därtill har förvaltaren under året haft kontakter med nomineringskommittén gällande förslag på framtida kandidater samt presenterat sin syn på lämplig utformning av nomineringskommitté.

NYINVESTERINGAR I CARVE

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

NYA REGELVERK

Under 2019 har AIF-förvaltares krav på rapportering till Finansinspektionen utökats. AIF-förvaltare ska för varje specialfond kvartalsvis rapportera en sammanställning över fondförmögenheten samt övriga tillgångar och skulder som ingår i fonden samt fondandelsvärdet. Den första utökade rapporteringen avsåg utgången av det fjärde kvartalet 2018.

Den 10 juni 2019 trädde nya regler i kraft med syfte att främja aktivt aktieägande. De innebär att Carve Capital AB och andra AIF-förvaltare, som i sin förvaltningsverksamhet direktinvesterar i noterade aktier, måste anta principer för aktieägarengagemang och kommunicera dessa på sin hemsida.

I principerna ska bland annat anges hur AIF-förvaltaren:

- Övervakar relevanta frågor rörande bolagen som investerats i (finansiella och icke finansiella resultat och risker, kapitalstruktur, miljöpåverkan och bolagsstyrning med mera)
- Kommunicerar med företrädare för bolagen
- Utövar rösträtt och andra rättigheter som är förknippade med aktieägandet
- Samarbetar med andra aktieägare

De nya reglerna innebär även att en AIF-förvaltare årsvis på sin hemsida ska redogöra för hur principerna har tillämpats. Denna redogörelse ska bland annat inkludera

- Allmän beskrivning av AIF-förvaltarens röstningsbeteende
- Förklaring avseende de viktigaste omröstningarna
- Uppgifter om eventuella röstningsrådgivare anlitats

Den 1 januari 2020 tillkommer nya krav på att AIF-förvaltare, vars förvaltning kan jämföras med ett relevant jämförelseindex, ska lämna information om aktivitetsgraden i fondförvaltningen i förhållande till jämförelseindexet. Informationen ska beskriva hur förvaltningen av fonden bedrivs och varför det jämförelseindex som används är relevant. Saknas relevant jämförelseindex ska detta motiveras.

Stockholm i januari 2020

Per Josefsson
Förvaltningsansvarig

Bo Börtemark
Portföljförvaltare

Michael Falken
Portföljförvaltare

William Wilson
Portföljförvaltare

Avkastning och risk

NYCKELTAL¹⁾ SEDAN RESPEKTIVE FONDS START

	Carve Master (SEK)	Carve 1 (SEK) ²⁾	Carve 2 (SEK) ²⁾	HFRF Fund of Funds Index (USD) ³⁾	Credit Corp. Investment Grade US (USD) ⁴⁾	Credit Corp. Investment Grade EU (EUR) ⁵⁾	MSCI World NDTR Index (lokal valuta) ³⁾	JP Morgan Global Government Bond Index (lokal valuta)
AVKASTNING, %								
2019	8,12	7,53	7,04	7,77	14,65	6,23	28,01	6,15
2018	-11,47	-11,91	-12,35	-3,48	-2,47	-1,13	-7,95	0,93
2017	7,13	6,59	5,98	7,77	6,47	2,41	18,48	1,32
2016	-5,40	-5,87	-6,34	0,51	6,10	4,76	8,25	3,06
2015	6,57	5,18	4,55	-0,27	-0,76	-0,44	2,22	1,17
2014	13,89	11,23	10,45	3,37	7,51	8,25	10,41	8,51
2013	18,41	14,66	14,06	8,96	-1,46	2,39	28,87	-0,48
2012 ⁶⁾	0,56	0,46	0,41	1,19	-0,24	1,09	4,95	-0,07
Total avkastning sedan start ²⁾	40,19	28,08	23,15	27,35	32,49	25,71	130,72	22,13
Genomsnittlig årsavkastning	4,85	3,53	2,96	3,44	4,02	3,26	12,42	2,84
Genomsnittlig årsavkastning de senaste två åren	-2,16	-2,67	-3,14	1,70	5,74	2,48	8,54	3,50
Genomsnittlig årsavkastning de senaste fem åren	0,67	-0,01	-0,53	2,25	4,62	2,33	9,09	2,51
AVKASTNINGSANALYS								
Bästa månad, %	5,38	5,32	5,29	2,56	3,03	1,66	7,91	2,88
Sämsta månad, %	-3,97	-3,92	-4,05	-2,92	-3,26	-1,90	-8,43	-1,88
Genomsnittlig månadsavkastning, %	0,40	0,29	0,24	0,28	0,33	0,27	0,98	0,23
Andel positiva månader, %	61,63	61,63	60,47	67,44	62,79	60,47	74,42	58,14
Största ackumulerade värdefall, %	-16,09	-16,46	-17,40	-7,58	-5,19	-3,08	-13,68	-4,51
Återhämtning av största ackumulerade värdefall, antal månader	Minst 10	Minst 10	Minst 10	17	10	6	4	26
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	Minst 32	Minst 32	Minst 32	26	14	16	18	32

RISKMÅTT OCH ÖVRIGA NYCKELTAL DE SENASTE TVÅ ÅREN

Standardavvikelse, %	7,44	7,42	7,43	4,32	4,23	2,21	13,35	3,47
Downside risk, %	5,06	5,16	5,25	3,19	2,13	0,73	9,39	1,25
Sharpekvot	-0,21	-0,28	-0,34	-0,07	0,88	1,41	0,69	1,19
Korrelation mellan Carve Master och angivet index	-	-	-	0,27	-0,11	0,09	0,40	-0,48

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 44.

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 © 2019 Hedge Fund Research Inc. och MSCI, www.msci.com © 2019 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 2019 redovisar Carve Master en avkastning på 8,12 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve Master en total avkastning på 40,19 procent jämfört med 27,35 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.¹⁾ Carve Masters genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 4,85 procent.

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

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2019 uppgick Carve Masters fondförmögenhet till 3 912 miljoner kronor, vilket är en minskning med 3 638 miljoner kronor sedan den 31 december 2018. Under året var andelsutgivningen 47 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 4 032 miljoner kronor. Härtill kommer årets resultat på 347 miljoner kronor.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden betalat 10,5 miljoner kronor i aktielånekostnader, 7,9 miljoner kronor i aktiecourtage, 3,6 miljoner kronor i brokerage för CFDs samt 1,8 miljoner kronor i kostnader för handel i optioner/terminer. Kostnader för extern analys uppgick till 13,8 miljoner kronor.

Fonden betalar inga fasta eller prestationsbaserade arvoden. Årlig avgift, baserad på kostnader för extern analys, uppgår till 0,24 procent av fondförmögenheten. För information om erlagda kostnader för köp av extern analys, se not 2 Övriga kostnader i resultaträkningen.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Fonden hade per 31 december 2019 en riskprofil som berodde på ett antal olika typer av risker såsom marknadsrisk, likviditetsrisk, motparts- och kreditrisk samt operativ risk. Exempel på dessa är:

Marknadsrisk:

- att hela marknaden för ett tillgångsslag kan stiga eller falla i pris,
- att belåning eller investeringar i olika derivatinstrument kan göra fonden mer känslig för marknadsförändringar genom hävstångseffekt,

- risker som har samband med koncentrationer av tillgångar eller marknader, där en fond som placerar i färre värdepapper och på ett mindre antal geografiska marknader har högre risk,
- förändringar i den relativa värdeutvecklingen mellan olika värdepapper.

Likviditetsrisk:

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

Motparts- och kreditrisk:

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

Operativa risk:

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

Outsourcingrisk:

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

HÄVSTÅNG

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

Om endast fondens derivatinnehav beaktas har fondens hävstång, mätt som bruttoexponering av derivatinnehaven, varierat mellan 165 och 309 procent under året med en genomsnittlig exponering på 235 procent. Per balansdagen utgjorde den 267 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under året varierat mellan 276 och 499 procent, med en genomsnittlig exponering om 372 procent. Per balansdagen var den 440 procent.

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2019 Hedge Fund Research Inc. Alla rättigheter förbehålls.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har varierat mellan 327 och 552 procent och i genomsnitt utgjort 422 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 484 procent.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden. Avseende organisatoriska förändringar, se vidare nedan.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Som tidigare kommunicerat trädde Peter Thelin ifrån sin roll som portföljförvaltare under 2019 men fortsätter som verkställande direktör och fondens strategiska rådgivare. Fredrik Juntti lämnade Carve under 2019.

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

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Förvaltaren har under 2019 betalat ut 12,3 miljoner kronor i sammanlagd ersättning till sina totalt nio anställda. Av dessa hänför sig 3,8 miljoner kronor till förvaltarens verkställande ledning och sådana anställda som väsentligen påverkar riskprofilen för fonden. Den sammanlagda ersättningen fördelar sig på 10,8 miljoner kronor i fast ersättning samt 1,5 miljoner kronor i rörlig ersättning.

Förvaltaren tillämpar fast och rörlig ersättning till sina anställda. Målet är att skapa incitament för en långsiktig absolut avkastning i linje med fondens riskprofil och att motverka för stort risktagande. Ersättningen baseras på fondens riskjusterade avkastning och individens bidrag till denna. Ersättningen fastställs i enlighet med bolagets vid var tid gällande ersättningspolicy och ersättningar som utbetalats under perioden har varit förenliga med förvaltarens ersättningspolicy. Inga väsentliga ändringar av ersättningspolicyn har gjorts under året.

ÖVRIGT

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

Fondens omsättningshastighet ska enligt föreskrifterna beräknas i två versioner om fonden handlat med derivat-instrument. Omsättningshastigheten, beräknat som summan av lägsta värdet av sålda/köpta värdepapper under 2019 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 3,45 gånger. Summan av köpta och sålda finansiella instrument under 2019, minskat med summan av tecknade och inlösta andelar i fonden, dividerat med fondens genomsnittliga fondförmögenhet under perioden var 6,79 gånger.

Per balansdagen uppgick Carve Masters säkerhetskrav till 4 551 miljoner kronor, vilket motsvarar 116,33 procent av fondförmögenheten.

Fondens mottagna säkerheter uppgick till 2 miljoner kronor per balansdagen uppgick, vilket motsvarar 0,06 procent av fondförmögenheten.

Under året var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,35 procent, som lägst 0,48 procent och i genomsnitt 0,77 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,58 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2019-01-01– 2019-12-31</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på överlåtbara värdepapper		684 773	–943 616
Värdeförändring på OTC-derivatinstrument		–59 146	–157 453
Värdeförändring på övriga derivatinstrument		–99 250	–79 118
Ränteintäkter		38 404	52 994
Utdelningar		55 270	127 062
Valutakursvinster och -förluster netto		–116 780	–56 013
Övriga intäkter		0	2
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		503 271	–1 056 142
<i>Kostnader</i>			
Räntekostnader		–45 844	–30 218
Övriga finansiella kostnader	1	–82 951	–76 241
Övriga kostnader	2	–27 090	–36 078
SUMMA KOSTNADER		–155 885	–142 537
ÅRETS RESULTAT		347 386	–1 198 679
NOT 1 ÖVRIGA FINANSIELLA KOSTNADER			
Aktielån		–10 452	–24 572
Utdelningar		–72 499	–51 669
Summa övriga finansiella kostnader		–82 951	–76 241
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER			
Externt förvärvade analyskostnader		–13 793	–19 247
Bankkostnader		–7	–7
Transaktionsavgifter		–13 290	–16 824
Summa övriga kostnader		–27 090	–36 078

BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2019-12-31</i>	<i>2018-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		5 851 713	9 243 517
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		171 618	121 466
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		22 160	29 063
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		6 045 491	9 394 046
Bankmedel och övriga likvida medel	3	1 238 499	3 664 833
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4	12 369	3 803
SUMMA TILLGÅNGAR		7 296 359	13 062 682
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		527 046	742 973
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde		7 786	34 822
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		2 662 606	3 240 097
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		3 197 438	4 017 892
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	5	5 954	6 700
Övriga skulder	6	180 916	1 487 949
SUMMA SKULDER		3 384 308	5 512 541
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		3 912 051	7 550 141
POSTER INOM LINJEN			
<i>Mottagna säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		2 451	33 783
Procent av fondförmögenhet		0,06	0,45
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		575 043	1 063 138
Procent av fondförmögenhet		14,70	14,08
<i>Övriga ställda säkerheter*</i>			
Bankmedel		1 044 435	2 601 660
Procent av fondförmögenhet		26,70	34,46
Finansiella instrument		2 931 449	5 822 552
Procent av fondförmögenhet		74,93	77,12

* Säkerheter ställda hos Prime Brokers avseende säkerhetskrav för samtliga instrumentslag

<i>Belopp i tkr</i>		<i>2019-12-31</i>	<i>2018-12-31</i>
NOT 3	BANKMEDEL OCH ÖVRIGA LIKVIDA MEDEL		
	Positiva saldon	1 692 478	3 664 833
	Negativa saldon	-453 979	0
	Summa bankmedel och övriga likvida medel	1 238 499	3 664 833
NOT 4	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER		
	Räntor	1 778	1 596
	Övrigt	10 591	2 207
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12 369	3 803
NOT 5	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Räntor	3 036	3 133
	Övrigt	2 918	3 567
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	5 954	6 700
NOT 6	ÖVRIGA SKULDER		
	Fondlikvidskulder	64	15
	Skuld matarfond	178 400	1 454 150
	Mottagna säkerheter	2 452	33 783
	Övrigt	0	1
	Summa övriga skulder	180 916	1 487 949

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2019
FINANSIELLA INSTRUMENT

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

Denna version är förkortad

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	0	4 389 995	-1 390	23 683	4 412 288
2013-12-31	4 412 288	1 766 100	-51 760	998 369	7 124 997
2014-12-31	7 124 997	1 230 300	-121 200	1 069 116	9 303 213
2015-12-31	9 303 213	1 925 001	-126 900	605 880	11 707 194
2016-12-31	11 707 194	-	-408 901	-628 593	10 669 700
2017-12-31	10 669 700	6 300	-785 100	760 219	10 651 119
2018-12-31	10 651 119	288 838	-2 191 137	-1 198 679	7 550 141
2019-12-31	7 550 141	46 750	-4 032 226	347 386	3 912 051

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
2012-12-31	4 412 288	4 387 824,07	1 005,58	0,56
2013-12-31	7 124 997	5 983 625,61	1 190,75	18,41
2014-12-31	9 303 213	6 860 291,70	1 356,10	13,89
2015-12-31	11 707 194	8 100 594,34	1 445,23	6,57
2016-12-31	10 669 700	7 804 042,11	1 367,20	-5,40
2017-12-31	10 651 119	7 272 148,18	1 464,65	7,13
2018-12-31	7 550 141	5 822 932,21	1 296,62	-11,47
2019-12-31	3 912 051	2 790 456,16	1 401,94	8,12

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

REDOVISNINGSPRINCIPER

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

Värdering av finansiella instrument

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

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 30 december 2019 till stängningskurser.

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

Fonden hade inget innehav av svärvärderade tillgångar per 30 december 2019.

Verksamhetsberättelse Carve 1

PERIODENS RESULTAT

För 2019 redovisar Carve 1 en avkastning på 7,53 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 1 en total avkastning på 28,08 procent jämfört med 27,35 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index¹⁾. Carve 1:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 3,53 procent.

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

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2019 uppgick Carve 1:s fondförmögenhet till 1 328 miljoner kronor. Detta är en minskning med 3 242 miljoner kronor sedan den 31 december 2018. Under året skedde ingen andelsutgivning, medan inlösen uppgick till 3 365 miljoner kronor. Periodens resultat uppgick till 123 miljoner kronor.

ANDELSÄGARENS KOSTNADER 2019

Exemplet nedan åskådliggör kostnadsbelastningen i Carve 1 under kalenderåret 2019. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 kronor per 31 december 2018, och som behållit dessa andelar under hela 2019.

	<i>Belopp i kronor</i>
Marknadsvärde per 2018-12-31	10 000
Värdet förändring före kostnader 2019	960
Kostnader	
Fast arvode*	-51
Prestationsbaserat arvode**	0
Övriga kostnader***	-156
Värdet förändring efter kostnader	753
Marknadsvärde per 2019-12-31	10 753

* 0,5 procent per år.

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

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

FONDENS KOSTNADER

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

Fasta arvoden till förvaltaren belastade fonden med 14,4 miljoner kronor. Fonden belastades inte med prestationsbaserade arvoden under perioden.

Årlig avgift för 2019 uppgår till 0,74 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet samt kostnader för extern analys hänförliga till Carve Master.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Carve 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 13.

HÄVSTÅNG

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

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden. Avseende organisatoriska förändringar, se vidare nedan.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Som tidigare kommunicerat trädde Peter Thelin ifrån sin roll som portföljförvaltare under 2019 men fortsätter som verkställande direktör och fondens strategiska rådgivare. Fredrik Juntti lämnade Carve under 2019.

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

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Carve Master. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 14.

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2019 Hedge Fund Research Inc. Alla rättigheter förbehålls.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

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

ÖVRIGT

Omsättningshastigheten, beräknat som summan av köpta finansiella instrument dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 0,02 gånger.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,35 procent, som lägst 0,48 procent och i genomsnitt 0,76 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,58 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2019-01-01– 2019-12-31</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på fondandelar		137 031	-776 675
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		137 031	-776 675
<i>Kostnader</i>			
Förvaltningskostnader	1	-14 417	-31 963
Räntekostnader		-57	-2
Övriga kostnader	2	-4	-2
SUMMA KOSTNADER		-14 478	-31 967
ÅRETS RESULTAT		122 553	-808 642
NOT 1	FÖRVALTNINGSKOSTNADER		
	Fasta arvoden	-14 417	-31 963
	Prestationsbaserat arvode	-	-
	Summa förvaltningskostnader	-14 417	-31 963
NOT 2	ÖVRIGA KOSTNADER		
	Bankkostnader	-4	-2
	Summa övriga kostnader	-4	-2

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2019-12-31	2018-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		1 328 349	4 554 593
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		1 328 349	4 554 593
Bankmedel och övriga likvida medel		33	88
Övriga tillgångar	3	40 200	1 236 000
SUMMA TILLGÅNGAR		1 368 582	5 790 681
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	570	2 455
Övriga skulder	5	39 549	1 217 651
SUMMA SKULDER		40 119	1 220 106
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		1 328 463	4 570 575
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		40 200	1 236 000
Summa övriga tillgångar		40 200	1 236 000
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Skuld till fondbolag*		570	2 455
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		570	2 455
* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2019-12-31			
NOT 5 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		39 549	1 217 651
Summa övriga skulder		39 549	1 217 651

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2019
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land ¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					99,99
Carve Master	7	SE	947 508	1 328 349	99,99
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				1 328 349	99,99
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				114	0,01
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				1 328 463	100,00

<i>Kategorier</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
7. Övriga finansiella instrument	1 328 349	99,99

1) Avser det land där bolaget är noterat. Förkortningar för landskoder enligt ISO 3166 har använts.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenheten

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	0	3 226 000	–	14 718	3 240 718
2013-12-31	3 240 718	845 000	–	556 015	4 641 733
2014-12-31	4 641 733	–	–	523 277	5 165 010
2015-12-31	5 165 010	2 038 219	–482 720	270 000	6 990 509
2016-12-31	6 990 509	–	–59 629	–409 673	6 521 207
2017-12-31	6 521 207	–	–65 916	430 414	6 885 705
2018-12-31	6 885 705	–	–1 506 488	–808 642	4 570 575
2019-12-31	4 570 575	–	–3 364 665	122 553	1 328 463

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
2012-12-31	3 240 718	3 225 899,56	1 004,59	0,46
2013-12-31	4 641 733	4 019 626,94	1 154,77	14,66
2014-12-31	5 165 010	4 019 626,94	1 284,95	11,23
2015-12-31	6 990 509	5 187 166,24	1 347,65	5,18
2016-12-31	6 521 207	5 140 727,14	1 268,54	–5,87
2017-12-31	6 885 705	5 092 350,20	1 352,17	6,59
2018-12-31	4 570 575	3 837 348,96	1 191,08	–11,91
2019-12-31	1 328 463	1 037 218,27	1 280,79	7,53

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

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

Värdering av finansiella instrument

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

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 30 december 2019 till stängningskurser.

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

Verksamhetsberättelse Carve 2

PERIODENS RESULTAT

För 2019 redovisar Carve 2 en avkastning på 7,04 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 2 en total avkastning på 23,15 procent jämfört med 27,35 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index¹⁾. Carve 2:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 2,96 procent.

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

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2019 uppgick Carve 2:s fondförmögenhet till 2 586 miljoner kronor. Detta är en minskning med 413 miljoner kronor sedan den 31 december 2018. Under året var andelsutgivningen 1 miljon kronor, medan inlösen uppgick till 595 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på 181 miljoner kronor.

ANDELSÄGARENS KOSTNADER 2019

Exemplet nedan åskådliggör kostnadsbelastningen i Carve 2 under kalenderåret 2019. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 kronor per 31 december 2018, och som behållit dessa andelar under hela 2019.

	Belopp i kronor
Investering per 2018-12-31	10 000
Värdeförändring före kostnader 2019	963
Kostnader	
Fast arvode*	-103
Prestationsbaserat arvode**	0
Övriga kostnader***	-156
Värdeförändring efter kostnader	704
Marknadsvärde per 2019-12-31	10 704

* 1 procent per år.

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

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

FONDENS KOSTNADER

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

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 28,3 miljoner kronor respektive 0,1 miljoner kronor.

Årlig avgift för 2019 uppgår till 1,24 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet samt kostnader för extern analys hänförliga till Carve Master.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Carve 2 är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Carve Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Carve Master. Läs om riskhanteringen i Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 13.

HÄVSTÅNG

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

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden. Avseende organisatoriska förändringar, se vidare nedan.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Som tidigare kommunicerat trädde Peter Thelin ifrån sin roll som portföljförvaltare under 2019 men fortsätter som verkställande direktör och fondens strategiska rådgivare. Fredrik Juntti lämnade Carve under 2019.

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

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Carve Master. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Carve Masters verksamhetsberättelse, sidan 14.

1) HFR, www.hedgefundresearch.com © 2019 Hedge Fund Research Inc. Alla rättigheter förbehålls.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

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

ÖVRIGT

Omsättningshastigheten, beräknat som summan av köpta finansiella instrument under 2019 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året, var 0,00 gånger.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,35 procent, som lägst 0,48 procent och i genomsnitt 0,76 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,59 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2019-01-01– 2019-12-31</i>	<i>2018-01-01– 2018-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>			
Värdeförändring på fondandelar		210 354	-422 004
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		210 354	-422 004
<i>Kostnader</i>			
Förvaltningskostnader	1	-28 441	-33 548
Räntekostnader		-15	-32
Övriga kostnader	2	-12	-7
SUMMA KOSTNADER		-28 468	-33 587
ÅRETS RESULTAT		181 886	-455 591
NOT 1	FÖRVALTNINGSKOSTNADER		
	Fasta arvoden	-28 292	-33 548
	Prestationsbaserade arvoden	-149	-
	Summa förvaltningskostnader	-28 441	-33 548
NOT 2	ÖVRIGA KOSTNADER		
	Bankkostnader	-12	-7
	Summa övriga kostnader	-12	-7

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2019-12-31	2018-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		2 583 702	2 995 548
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		2 583 702	2 995 548
Bankmedel och övriga likvida medel		87	11 621
Övriga tillgångar	3	138 200	218 150
SUMMA TILLGÅNGAR		2 721 989	3 225 319
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	2 331	2 595
Övriga skulder	5	133 989	224 303
SUMMA SKULDER		136 320	226 898
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		2 585 669	2 998 421
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		138 200	218 150
Summa övriga tillgångar		138 200	218 150
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Skuld till fondbolag*		2 331	2 595
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		2 331	2 595
* Varav upplupet prestationsbaserat arvode per 2019-12-31, 62 420,60			
NOT 5 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		133 989	224 303
Summa övriga skulder		133 989	224 303

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2019
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land ¹⁾</i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					99,92
Carve Master	7	SE	1 842 948	2 583 702	99,92
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				2 583 702	99,92
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				1 967	0,08
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				2 585 669	100,00

<i>Kategorier</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten	–	–
7. Övriga finansiella instrument	2 583 702	99,92

1) Avser det land där bolaget är noterat. Förkortningar för landskoder enligt ISO 3166 har använts.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2012-12-31	0	1 167 575	–	4 236	1 171 811
2013-12-31	1 171 811	960 837	–	236 620	2 369 268
2014-12-31	2 369 268	1 258 462	–28 525	312 212	3 911 417
2015-12-31	3 911 417	893 834	–247 666	175 766	4 733 351
2016-12-31	4 733 351	–	–285 462	–297 040	4 150 849
2017-12-31	4 150 849	386	–634 405	250 234	3 767 064
2018-12-31	3 767 064	358 338	–671 390	–455 591	2 998 421
2019-12-31	2 998 421	564	–595 202	181 886	2 585 669

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
2012-12-31	1 171 811	1 167 065,94	1 004,07	0,41
2013-12-31	2 369 268	2 068 755,59	1 145,26	14,06
2014-12-31	3 911 417	3 092 076,95	1 264,98	10,45
2015-12-31	4 733 351	3 579 105,86	1 322,50	4,55
2016-12-31	4 150 849	3 351 051,41	1 238,67	–6,34
2017-12-31	3 767 064	2 885 454,90	1 305,54	5,98
2018-12-31	2 998 421	2 620 408,57	1 144,26	–12,35
2019-12-31	2 585 669	2 151 926,22	1 201,56	7,04

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

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

Värdering av finansiella instrument

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

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 30 december 2019 till stängningskurser.

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

Stockholm den 18 februari 2020
Carve Capital AB

Per Josefsson
Ordförande

Svante Elfving

Ola Paulsson

Peter Thelin
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

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

RAPPORT OM ÅRSBERÄTTELSE

Uttalanden

Vi har i egenskap av revisorer i Carve Capital AB, organisationsnummer 556887-9331, utfört en revision av årsberättelserna för Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för år 2019 med undantag för hållbarhetsinformationen på sidan 9 ("hållbarhetsinformationen"). De alternativa investeringsfondernas årsberättelser ingår på sidorna 13-41 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Carve Master, Carve 1 och Carve 2:s finansiella ställningar per den 31 december 2019 och av deras finansiella resultat för året enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Våra uttalanden omfattar inte hållbarhetsinformationen på sidan 9.

Grund för uttalanden

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

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

Annan information än årsberättelserna

Det är fondbolaget som har ansvaret för den andra informationen. Den andra informationen består av sidorna 1-12 och 42-46 men innefattar inte årsberättelsen och vår revisionsberättelse avseende denna.

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

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

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

Fondbolagets ansvar

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

Revisorernas ansvar

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

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

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

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

Revisorns yttrande avseende den lagstadgade hållbarhetsinformationen

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

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

Hållbarhetsinformation har lämnats i årsberättelsen.

Stockholm den 18 februari 2020

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 institutionsmäkleri 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.

William Wilson – Efter examen vid University of Nottingham, anställdes William Wilson som analytiker hos Goldman Sachs vid Credit Risk Management & Advisory 2000, där han 2004 blev partner för Fundamental Strategies Group. 2007 utsågs Wilson till chef för Fundamental Strategies Group. 2018 lämnade han Goldman Sachs för att börja hos Carve Capital AB.

Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med 105 miljarder kronor¹⁾ under förvaltning på uppdrag av institutioner, privatpersoner och företag. Genom att vi samlar investeringsstrategier som inte förväntas samvariera över tiden och som alla eftersträvar konkurrenskraftig riskjusterad avkastning, kan vi erbjuda en väldiversifierad förvaltning vars avkastning över tid förväntas vara oberoende av utvecklingen på kapitalmarknaden.

VÅR AFFÄRSMODELL

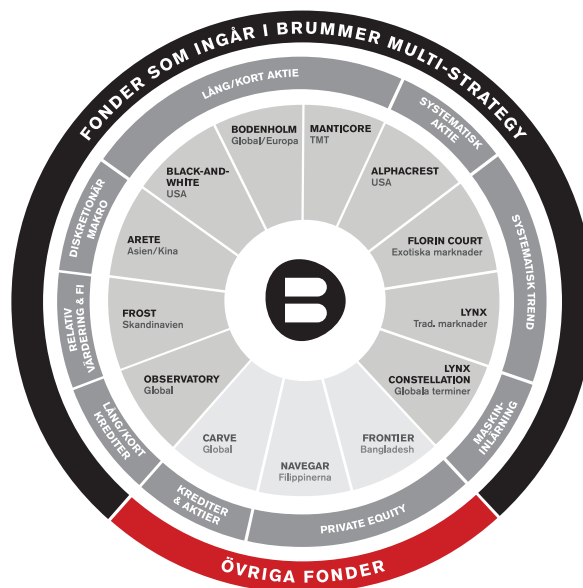
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamerna kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion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

VÅR FÖRVALTNING

Våra hedgefonder, som alla följer olika investeringsstrategier, bildar tillsammans en diversifierad portfölj: Brummer Multi-Strategy (BMS) och Brummer Multi-Strategy 2xL (BMS 2xL). BMS-fonderna utgör kärnan i vår förvaltning. Förutom BMS-fonderna förvaltar gruppen för närvarande elva hedgefonder och två private equity-fonder.

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

Eftersom vi är delägare i förvaltningsbolagen och BMS är en viktig investerare i alla våra fonder, samtidigt som både Brummer & Partners AB och portföljförvaltarna själva investerar i fonderna, skapas intressegemenskap mellan oss, portföljförvaltarna och våra investerare. Vår avgiftsstruktur baseras på att vi tar betalt efter prestation och fondernas mål är inte att slå sina jämförelseindex utan att leverera konkurrenskraftig avkastning oavsett hur det går för indexen. Våra portföljförvaltare måste alltid ta igen eventuella förluster innan prestationsbaserat arvode kan tas ut.



BRUMMER LIFE

Brummer & Partners har erbjudit livförsäkringar sedan 2005. Arbetsgivare, privatpersoner och försäkringsförmedlare har sedan dess tillgång till gruppens hedgefonder och ett brett utbud av utvalda index- och räntefonder genom tjänstepensioner och andra sparformer inom försäkring. Därtill har vi utmanat branschen genom fokus på kostnadstransparens och erbjudande om helt fri flytträtt. I november 2019 signerade Brummer & Partners ett samarbetsavtal med SPP som kommer innebära att Brummer Life Försäkringsaktiebolag överläter hela försäkringsbeståndet till SPP som blir ny försäkringsgivare. Själva erbjudandet för försäkrings-sparande är detsamma och Brummer & Partners fortsätter att sköta rådgivningen. Skillnaden för försäkringskunderna blir sänkt avgift och inga åtgärder behöver vidtagas. Överlåtelsen förväntas ske våren 2020 och förutsätter Finansinspektionens tillstånd.

SBAI-STANDARD

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

FN:S PRINCIPER FÖR ANSVARSFULLA INVESTERINGAR

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

1) 31 december 2019.

Ordlista

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

KORT POSITION Blankade värdepapper (se Position och Blankning).

LÅNG POSITION Innehav av värdepapper (se Position).

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

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

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

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

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

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

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

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

STANDARDVARIATION Ett statistiskt mått som anger spridningen i en datamängd.

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

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

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

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

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

