

CARVE

---

HALVÅRSRAPPORT 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 Fredrik Juntti

## FÖRVALTNINGSMÅL

Avkastningsmål: Absolut avkastning

Avkastningsnivå: 12–15 procents genomsnittlig årlig avkastning

Risk (standardavvikelse): 10–15 procents årlig standardavvikelse

Korrelation: Ej tillämpligt

## AVGIFTER OCH TECKNING

### Fast arvode:

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

### Prestationsbaserat arvode:

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

### Inträdesavgift:

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

### Inlösenavgift:

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

### Teckning av andelar:

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

### Inlösen av andelar:

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

### Minimiinvestering vid första teckningstillfället:

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

## TILLSYN

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

Förvaringsinstitut: Citibank Europe plc, Sverigefilial

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

## AIF-FÖRVALTARE

Carve Capital AB

Organisationsnummer: 556887-9331

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

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

Aktiekapital: 1 500 000 kronor

Adress: Norrmalmstorg 14, Box 7030, 103 86 Stockholm

Telefon: +46 8 566 214 80

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

Kontakt: Client Desk, B & P Fund Services AB

Verkställande direktör: Peter Thelin

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

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

Klagomålsansvarig: Fredrik Stjernström, B & P Fund Services AB

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

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

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

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

## CARVES HALVÅRSRAPPORT 1 JANUARI TILL 30 JUNI 2019

Styrelsen och verkställande direktören för Carve Capital AB avger härmed följande halvårsrapport för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 för perioden 1 januari till 30 juni 2019.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	10
Carve Master.....	11
Verksamhetsberättelse.....	11
Räkenskaper.....	13
Carve 1.....	24
Verksamhetsberättelse.....	24
Räkenskaper.....	25
Carve 2.....	28
Verksamhetsberättelse.....	28
Räkenskaper.....	29
Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport.....	33
Förvaltningsorganisation.....	34
Brummer & Partners.....	35
Ordlista.....	36

### 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](http://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](http://www.hedgefundresearch.com) © 2019 Hedge Fund Research, Inc. och MSCI, [www.msci.com](http://www.msci.com) © 2019 MSCI Inc. Varken HFR, MSCI, eller någon annan part som är involverade i att samla in, bearbeta eller skapa jämförelseindex lämnar några uttryckliga eller underförstådda garantier eller utfästelser vad gäller sådan data (eller de resultat som uppnås genom användning därav), och alla sådana parter avsäger sig härmed uttryckligen allt ansvar för tillförlitlighet, riktighet, fullständighet eller lämplighet för ett visst ändamål med avseende på någon av sådana uppgifter.

# Portföljförvaltarna har ordet

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

För Carve 1 gäller att insatt kapital är inlåst under tre år. För Carve 2 gäller att 25 procent av insatt kapital kan tas ut kvartalsvis. Konstruktionen med låst kapitalmassa gör att Carve kan arbeta med en lång placeringshorisont, i normalfallet två till tre år. Vår ambition är att arbeta med en koncentrerad portfölj och ta stora positioner. Carves målsättning är att över tiden leverera tvåsiffrig avkastning till kontrollerad risk i alla typer av marknadsklimat. Aktieportföljen kan vara netto lång eller netto kort beroende på vår uppfattning om marknad och bolag, där den långa sidan i normalfallet är koncentrerad till stabila innehav med begränsad 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 första halvåret med 2,12 respektive 1,89 procent. Resultatet kan jämföras med HFRI fond-i-fondindex (HFRI Fund of Funds Composite Index) som steg med 6,38 procent.

Resultatet för första halvåret är i huvudsak tillfredsställande undantaget en betydande värdeminskning för ett av portföljens kärninnehav i Attendo. Vår syn på Attendo beskrivs i ett särskilt avsnitt nedan.

Alltjämt är prisskillnaden stor mellan tillväxtaktier och rimligt eller lågt prissatta värdebaserade aktier som representerade en stor del av Carves portfölj. Flera nya positioner har tillkommit i takt med att de förändringar förvaltningsor-

ganisationen genomförde förra året har börjat få genomslag. Inte minst har aktiviteten inom kapitalstrukturinvesteringar ökat påtagligt. En egenutvecklad screeningmodell för analys av tusentals bolag är ett av de kraftfulla investeringsstöd som används. Många intressanta bolag har därigenom identifierats och bland annat har investeringarna i tillväxtbolag ökat. Såväl krediter som kapitalstrukturinvesteringar gav positiva resultatbidrag.

Standardavvikelsen på helårsbasis sedan start uppgick till 6,09 procent för Carve 1 och 6,24 procent för Carve 2, vilket ger en sharpekvot på 0,52 respektive 0,41, att jämföra med 1,00 för HFRI fond-i-fondindex. Sedan start har Carve 1 stigit med 21,64 procent och Carve 2 med 17,23 procent.

## Attendo – en besvikelse med långsiktigt goda förutsättningar

Carve var ankarinvestorare i Attendo under den framgångsrika börsintroduktionen i slutet av 2015. Utvecklingen de första åren, då företaget levererade enligt sina prognoser, var mycket positiv. Under de första åren kunde Carve, i takt med stigande börskurs, också realisera goda vinster. Trots de senaste årets motgångar har vi valt att, i linje med Carves långsiktiga förvaltningsperspektiv, behålla en betydande ägarandel i Attendo. Vi har dessutom ökat fondens innehav sedan årsskiftet då vi tror på en god tillväxt i aktien de kommande åren.

De främsta orsakerna till de mycket stora avvikelserna från lagda vinstprognoser kan kopplas till ett par beslut som bolaget tog under 2017. I första hand handlar det om förvärvet av Mikeva i Finland, för cirka 1,5 miljarder SEK, som visade sig vara misslyckat. Bolaget redovisar i dagsläget en vinstnivå omkring noll. Attendo fattade även beslut om att dramatiskt öka expansionstakten i Finland, vilket var kostsamt, inte minst som nya regler om personaltäthet infördes i Finland. Dessa regler kunde inte infrias omedelbart, varför situationen för bolaget förvärrades.

Det som talar för Attendo, efter de senaste årens problem, är en långsiktig historia av goda marginaler och stabil tillväxt som åter bör kunna nås efter de åtgärder företagsledningen vidtagit. Dessutom bedöms omvärldsförutsättningarna i

## MÅNADSAVKASTNINGAR 2019 CARVE 1 OCH CARVE 2

	Carve 1 (SEK)	Carve 2 (SEK)	HFRI Fund of Funds (USD) <sup>1)</sup>	MSCI World Index (lokal valuta) <sup>2)</sup>	JP Morgan Global Govn't Bond Index (lokal valuta)	Credit Corp Investment Grade US (USD)	Credit Corp Investment Grade EU (EUR)	Tremånaders svensk statsskuld- växel (SEK)
AVKASTNING 2019, % <sup>3)</sup>								
Januari	0,21	0,17	2,56	7,91	0,81	2,33	1,06	-0,04
Februari	-0,46	-0,51	1,08	3,34	-0,24	0,36	0,68	-0,04
Mars	-2,91	-2,95	0,93	1,61	1,85	2,48	1,37	-0,04
April	5,32	5,29	0,91	3,77	-0,33	0,57	0,69	-0,04
Maj	0,54	0,50	-0,63	-5,70	1,77	1,05	-0,15	-0,03
Juni	-0,41	-0,45	1,74	5,90	1,23	2,67	1,60	-0,03
JANUARI-JUNI	2,12	1,89	6,38	17,41	5,17	9,81	5,35	-0,22

1) HFR, www.hedgefundresearch.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.

såväl Finland som Sverige vara bättre än tidigare på ett par års sikt. I Sverige finns goda politiska förutsättningar för ett ökat inslag av privata äldreboenden och i Finland har den nya regeringen fattat beslut om att på sikt öka personaltätheten med 40 procent. Till detta kan läggas att boenden som Attendo driver har fortsatt god kvalitet och är fullbelagda. Dessutom är marginalerna stabila. De nya boendena i Finland bedöms komma att fyllas framöver och lönsamheten därmed kunna återställas.

#### RISKNIVÅ

Fondens risknivå ökades successivt under första halvåret och var högre än vid motsvarande tidpunkt föregående år. Parametriskt Value-at-Risk uppgick vid halvårsskiftet till 0,83 (0,54 procent). Vid samma tidpunkt var fondens totala exponering cirka 250 procent (240 procent). Nettoexponeringen i aktieportföljen var cirka 60 procent (40 procent). Siffrorna inom parentes avser motsvarande period föregående år.

#### OMVÄRLDSUTVECKLING I KORTHET

##### USA

Den globala tillväxttakten mattades av under första halvåret och de internationella handelsvolymerna minskade, vilket främst drabbade tillväxtmarknader. En bidragande orsak är den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina. Den amerikanska centralbanken svängde i början av året i sin räntesyn och skapade förväntningar på marknaden om att kommande räntejusteringar skulle innebära sänkningar. Under andra kvartalet fortsatte ekonomisk statistik från USA att visa på god utveckling, inte minst vad gäller privat konsumtion och arbetsmarknaden. Även den europeiska centralbanken, liksom andra centralbanker, kom med mjukare besked kring ränteutsikterna.

##### Europa

Tillväxten i Europa hölls framför allt uppe av hushållens konsumtion samtidigt som europeisk exportindustri i viss mån kände av effekterna av det pågående handelskriget genom minskad efterfrågan från den asiatiska regionen. Även investeringstillväxten har dämpats. Inom euroområdet är Italien det stora orosmolnet, både vad gäller landets ekonomiska politik och den bräckliga banksektorn. För Sveriges del är tillväxten mycket beroende av omvärlden. Exportindustrin har gynnats av den svaga kronan, men en dämpning har skett i den inhemska efterfrågan, inte minst inom bostadssektorn.

##### Asien

I Asien har Kinas ekonomisk-politiska stimulanser, för att motverka följderna av det pågående tullkriget, fått viss effekt. Såväl bruttonationalprodukt (BNP), investeringar som export visade tecken på stabilisering och industriproduktionen ökade något. BNP-tillväxten har försvagats, men väntas ligga kring det officiella målet på 6 till 6,5 procent. Det är inte heller osannolikt att ytterligare stimulanser kan komma, vilket kan få en positiv inverkan på hela den globala ekonomins tillväxt senare i år.

#### RÄNTEUTVECKLING TIOÅRIGA STATSOBLIGATIONER ÖVER TOLV MÅNADER

(%)	2019-06-30	2018-06-30	Förändring, punkter
<i>Nord- och Sydamerika</i>			
Kanada	1,4640	2,1660	-70,20
USA	2,0051	2,8601	-85,50
Mexiko	7,5900	7,6000	-3,10
Colombia	6,0690	6,5780	-50,90
Brasilien	7,3000	11,6750	-437,50
<i>Europa</i>			
Schweiz	-0,5400	-0,1050	-43,50
Tyskland	-0,3290	0,3000	-62,90
Nederländerna	-0,1560	0,4560	-61,20
Frankrike	-0,0070	0,6620	-66,90
Sverige	0,0021	0,4860	-48,39
Spanien	0,3950	1,3180	-92,60
Storbritannien	0,8330	1,2770	-44,50
Italien	2,0650	2,6740	-60,90
Portugal	0,4700	1,7760	-130,60
Grekland	2,4130	3,9300	-151,70
<i>Asien/Oceanien</i>			
Japan	-0,1580	0,0290	-19,40
Sydkorea	1,5870	2,5550	-96,80
Australien	1,3220	2,6310	-130,90
Nya Zeeland	1,5760	2,8460	-127,00

Källa: Bloomberg.

Fortsatt svagt inflationstryck och sämre tillväxtutsikter medförde att centralbankerna signalerade fortsatt låga räntor under lång tid. Aktiemarknaderna responderade kraftfullt på detta och visade god styrka under första halvåret. Sett över en tolv månadersperiod är dock uppgången på aktiemarknaden mera modest. På kreditmarknaden ökade spreadarna något mellan investment grade och high-yield-segmentet. Sammantaget kan vi konstatera att de senaste årens märkliga omvärldssituation med negativa realräntor trots en hygglig, om än vikande, tillväxttakt i världsekonomin har fortsatt.

#### VINST- OCH INDEXUTVECKLING

Vid utgången av första halvåret låg förväntningarna på den framtida vinstutvecklingen på 6,2 procent i USA (S&P 500) och 5,2 procent i Europa (SXXP).

För Carves huvudmarknader, USA respektive Europa, steg S&P 500-index med 18,5 procent och Eurostoxx 600 med 17,2 procent. Den kinesiska börsen steg med 30,3 procent. Kreditindex Credit Corp. Investment Grade Index uppgick till 9,6 i USA och 2,1 i Europa.

#### PORTFÖLJARBETET

Ledstjärnan för Carves portföljarbete är att ha möjligheter att kunna göra det som är enkelt och att agera uthålligt. Eftersom merparten av fondkapitalet är inlåst under flera år kan vi ha ett mer långsiktigt 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 marknadsbild. Huvudprincipen för fondens investeringar baseras på bolagsval, det vill säga vi arbetar "bottom up", och kombinerar denna investeringsfilosofi med kvalificerad fundamental makroanalys. Fondens mål är att kunna leverera en tvåsiffrig genomsnittlig årlig avkastning, som är fördelad så att aktieportföljen bidrar med cirka 50 procent av resultatet och att cirka 50 procent ska komma från krediter och kapitalstrukturinvesteringar.

#### 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 periodens utgång. Tonvikten ligger alltså på konjunktorkänsliga bolag i kombination med en ökad andel tillväxtaktier. De tre största positiva resultatbidragen under första halvåret kom från fondens långa positioner i Hasbro, Ferrovial och Microsoft.

*Hasbro* är ett amerikanskt leksaks- och spelbolag som 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. Bolaget har genomgått en påtaglig omvandling som dramatiskt förändrar det framtida vinstmöjligheterna. Vi ser Hasbro som en digital vinnare i takt med att bolaget utvecklat fysiska spel till digitala. Främst handlar det om spelet "Magic: The Gathering Arena", men även "Dungeons & Dragons". Våra vinstprognoser ligger klart högre än marknadens förväntningar och vi har alltså ett betydande innehav.

*Ferrovial* är ett av världens ledande bolag inom infrastruktur och kommunal service som funnits i Carves portfölj sedan slutet av 2016. 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 har lidit av bolagets problem inom bygg- och servicedivisionen som i skrivande stund är på väg att säljas. Bygg- och servicedivisionen har endast marginell inverkan på aktiens värde medan infrastrukturdelen utvecklas starkt. Vi har minskat innehavet i takt med stigande värdering.

*Microsoft* har under sin "nya" vd, Satya Nadella, gått från klarhet till klarhet. Vår investering grundades initialt till stor del på att vi bedömde att Microsofts satsning på datacenter underskattades av marknaden. Behoven av dessa tjänster ökar i takt med digitaliseringen. Microsoft har en ledande position

inom flera viktiga områden, allt från infrastrukturservice, till PaaS (Platform as a Service, machine learning, analys) och olika applikationer. Flera marknadsundersökningar visar att Microsoft vinner marknadsandelar inom dessa områden. Aktiekursen har börjat ta höjd för detta och vi har därför realiserat vinster och minskat innehavet.

De tre största negativa bidragen i aktieportföljen kom från vår långa position i Attendo (se även sidan 4) samt de korta positionerna i Danone och Kimberly-Clark.

*Attendo* är en ledande leverantör av vård och omsorgstjänster till äldre och funktionshindrade i Sverige. Investeringen i Attendo har varit kostsam för fonden under första halvåret. Företagsledningen har vidtagit kraftfulla åtgärder för att återställa Attendos långsiktiga historia av goda marginaler och stabil tillväxt. 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 den nya regeringen fattat beslut om att på sikt öka personaltäten med 40 procent. Till detta kan läggas att Attendos boenden drivs med fortsatt god kvalitet och är fullbelagda. Rörelsemarginalerna är stabila och fonden har sedan årsskiftet successivt ökat sitt innehav.

*Danone* har varit en kort position i fonden under ett par år. I takt med att bolaget presenterat svaga rapporter och nedreviderade vinstprognoser har också aktiens utveckling varit svag. I syfte att förbättra vinstutvecklingen gjorde bolaget ett stort och dyrt förvärv av Whitewave under 2017. Förvärvet gjorde dock att Danones problem initialt förvärrades. Trots att bolaget kunde finansiera sig till oerhört låg ränta, lyckades det inte uppnå någon vinstökning per aktie. Efter en svag utveckling under 2018, har aktien haft en stark kursuppgång under första halvåret 2019. En förklaring till den starka utvecklingen är att Danone genom förvärvet av Whitewave blivit ett av de ledande livsmedelsbolagen i världen för olika växtbaserade alternativ. Vi minskade vår korta position under perioden.

*Kimberly Clark* är verksamt inom blöjor och hygienprodukter och vi tog en kort position under 2018. Bolaget har en mycket lönsam affär i USA, men konkurrensen hårdnar bland annat från produkter som detaljhandeln säljer under eget varumärke, så kallade private labels, som har en relativt låg penetration på marknaden. Kimberly Clarke tappar marknadsandelar både mot Procter & Gamble och private labels. På kort sikt har bolaget gynnats av lägre massapriser, något som historiskt sett brukar ge en kortsiktig vinsteffekt men som förr eller senare, av konkurrensskäl, kommer slutkonsumenten tillgodo. Vi behåller i dagsläget en kort position och räknar med att aktiemarknaden åter kommer att fokusera på att bolagets kärnaffär är svag.

#### Företagskrediter

Vi hade en fortsatt försiktig syn på kreditmarknaden under första halvåret då vi ansåg att värderingarna på krediter generellt sett var för höga, men att ytterligare expansiva åtgär-

der från centralbankerna gav visst understöd. Företagskreditportföljen bestod av 15 positioner inom bil-, transport- och verkstadssektorerna, samt bank, läkemedelsdetaljister, halvledarpaketeringssektorn och dagligvaruhandel. De tre största positiva bidragsgivarna under perioden 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. Vi anser att AT1-obligationer är ett av få områden inom kreditmarknaden där avkastningen i relation till risken är fortsatt intressant.

*Navistar* är en lastbilstillverkare som nästan uteslutande driver sin verksamhet på den nordamerikanska marknaden. Efter en strategisk felsatsning på egen motordesign 2010 tog det många år för bolaget att återta marknadsandelar och stärka balansräkningen. Efter att Volkswagen gjorde en strategisk investering i bolaget 2016, har det under en längre tid spekulerats kring frågan när Volkswagen kommer att köpa resterande utestående aktier. Vi anser att Navistar passar mycket väl in i Volkswagens strategi. Volkswagen har i dagsläget ingen lastbilsverksamhet i Nordamerika och kan bidra med en finansiell styrka som inte är helt inprisad ur ett kreditperspektiv. Vi har ett långt innehav i obligationer.

De tre största negativa bidragen under perioden kom från korta kreditpositioner i Royal Caribbean Cruise Lines, Danske Bank och Nordea.

*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 har resulterat i att spreadarna på bolagets krediter varit nere på ett "all time low". Till följd av den positiva branschutvecklingen har alltför många bolag beställt ytterligare fartyg, vilket kommer att leda till ett markant ökat utbud och ökad konkurrens på marknaden de närmaste åren. Vi bedömer att det finns en uppenbar risk för ett överutbud på kryssningar framöver, vilket skulle kunna leda till prispress inom branschen. Från att förra året ha varit det bästa bidraget i kreditportföljen, var positionen den sämsta under första halvåret 2019, framförallt som en effekt av en stark kreditmarknad. Vi har alltså ett kort kreditposition via CDS.

*Nordea* och *Danske Bank* har båda blivit anklagade för att ha deltagit i en stor penningtvättshärva på den estländska bankmarknaden, vilket har skapat 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 i 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. Vi har sedermera konstruerat om positionerna så att dessa nu ingår i fondens kapitalstrukturinvesteringar.

### Kapitalstrukturinvesteringar

Finansiella marknader har under de senaste åren till stor del styrts av centralbankernas agerande. Det har medfört dels att avkastningspotentialen för kreditinstrument har minskat, dels att volatiliteten på aktiemarknaden dämpats. Som ett led i anpassningen till de förändrade förhållandena i finansmarknaden har vi på Carve gjort en stor satsning på att vidareutveckla våra investeringsverktyg. Härigenom har vi markant kunnat öka aktiviteten inom kapitalstrukturinvesteringar.

I början av 2018 innehöll Carves portfölj för kapitalstrukturinvesteringar fem positioner. Under första halvåret 2019 har totalt 33 investeringar gjorts och portföljen bestod av 21 positioner vid utgången av första halvåret. Investeringarna är fördelade över flera sektorer och har en spridning inom stålindustri, detaljhandel, dagligvaruhandel, bil- och lastbilstillverkning, konsumtionsvaror, telekom, verkstad, fångvårdsanstalter, läkemedel, resebranschen och bank. De tre största positiva bidragen kom från investeringar i Tesla, Energizer och Tesco.

*Tesla* är ett amerikanskt bilbolag med mycket stora ambitioner inom tillverkning av elbilar och batterier. Bolagets färgstarke vd Elon Musk har drivit en väldokumenterad PR-kampanj som resulterat i en, enligt vår uppfattning, ohållbart hög värdering för ett bolag som formligen slukar kapital. Kreditmarknaden är skeptisk till bolagets långsiktiga framgångsmöjligheter såsom de kommer till uttryck i den höga aktievärderingen. Vi ser en mycket god värderingsrelation mellan krediten och aktien och anser att värdeskillnaden mellan de två tillgångsslagen kommer att gynna obligationsägarna. Vi har en lång position i obligationer och en kort position via aktier och säljoptioner.

*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 och 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 perioden.

*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 konsumentbeteenden lett till lägre marginaler. Företagsledningens finansiella policy har fokus på att åter få ett kreditbetyg motsvarande investment grade, vilket gynnar obligationsägare relativt aktieägare. Enligt vår analys är dessutom prispremien mellan säkerställda fastighetsobligationer och icke-säkerhetsställda obligationer för liten. Tesco uppgraderades till investment grade av Moody's under perioden. Vi har en lång position i långa fastighetssäkrade obligationer och är korta i aktien.

De negativa bidragen kom uteslutande från Nordea, Teva och GEO Group, där förlusterna i de två sistnämnda positionerna var marginella.

Nordea är en av Europas största banker. Verksamheten är huvudsakligen inriktad mot de nordiska länderna som i mångt och mycket har oligopolistiska bankmarknader. Oron för penningtvättskandaler i Estland och en hög kostnadsbas har medfört att aktien haft en mycket svag utveckling, men samtidigt bidragit till att aktien har en hög potentiell direktavkastning. Banken har enligt vår bedömning alltså en stark balansräkning. Detta i kombination med det strikta regelverk som ställts upp för den finansiella sektorn innebär att vi bedömer att utdelningen bör kunna ligga kvar på nuvarande nivå. Vi äger aktier och är korta krediten via CDS.

Teva är världens största läkemedelsbolag för tillverkning av generika och är baserat i Israel. I samband med att Teva förvärvade Actavis under 2016 till en hög värdering, ökade belåningen markant. Efter förvärvet har nya regelverk och ökad konkurrens pressat priserna inom generikaindustrin. Efter en tids svag utveckling har en ny företagsledning ändrat strategi och lagt stort fokus på att stärka balansräkningen. Bolagets fria kassaflöde tillsammans med kapital från eventuella strukturaffärer ska oavkortat användas för att minska belåningen och stärka soliditeten. Vi har en lång position i krediten via CDS och är korta i aktien.

GEO Group driver 134 privatägda fångvårdsanstalter i USA. Privatägda fångvårdsanstalter i USA är en hårt utsatt bransch i media då de delvis har använts för att ta hand om illegalt invandrade flyktingbarn. Ett ökat politiskt tryck har gjort att ett antal amerikanska banker har beslutat sig för att inte längre finansiera privata fångvårdsanstalter. Turbulensen har främst kommit till uttryck i kreditspreadarna snarare än i aktievärderingen. Vi ser därför en god avkastningsmöjlighet och är långa i obligationer och korta i aktien.

## UTSIKTER

Osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen är fortsatt stor. Den gradvisa försämringen av ekonomisk statistik pekar mot en fortsatt avmattning i tillväxttakten, även om det finns vissa förväntningar om att tillväxten kan komma att öka senare i år. Precis som tidigare gäller det att noga följa centralbankernas agerande. Den amerikanska centralbanken Federal Reserves omsvängning till en mjukare hållning fick riskfyllda tillgångar att kraftigt stiga under första halvåret. Marknaden förväntar sig nu att ledande centralbanker, med Federal Reserve i täten, kommer att fortsätta den expansiva penningpolitiken för att ge stöd åt konjunkturen. Räntorna kommer därför att ligga kvar på mycket låga nivåer under en längre tid.

De geopolitiska riskerna är alltså betydande och domineras av handelskonflikten mellan USA och Kina. Efter de senaste månadernas "vapenvila" finns förhoppningar att kommande förhandlingar leder till någon form av avtal som kan gynna den globala ekonomin. I Europa är Italien den stora oroshärden, där inte minst banksystemet är en osäkerhetsfaktor som kan bidra till marknadsoro. Osäkerheten är fortsatt stor kring Storbritanniens utträde ur EU (Brexit),

men även det fortsatta politiska styret är ett frågetecken efter att Theresa May aviserade sin avgång. Till riskbilden bör även händelseutvecklingen i Iran och området kring Persiska viken läggas.

Efter första halvårets kraftiga börsuppgångar har riskerna i aktiemarknaden ökat. Vi tror inte på en lika stark utveckling under andra halvåret, även om fortsatt låga räntor ger visst stöd. Det finns alltså möjligheter till kursuppgångar i vissa segment och goda affärsmöjligheter på både kort- och långsidan. Vi fortsätter på den långa sidan att aktivt leta både icke-cykliska bolag och tillväxtbolag som har rimliga värderingar och goda vinstutsikter, liksom vi letar bolag med strukturella problem på kortsidan. Sammantaget bedömer vi att utvecklingen för risktillgångar fortsätter att gynna Carves förvaltningsstil och därmed förvaltningsresultaten.

## VOLYM OCH NYINVESTERINGAR I CARVE

Förvaltningsvolymen per 30 juni 2019 var 4 880 miljoner kronor. Carve 2 kommer att öppnas för nyteckning den 30 september 2019.

## HÅLLBARHETSINFORMATION

### Ansvarsfulla investeringar

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

Carve Capital AB har antagit en policy för ansvarsfulla investeringar och har skrivit under FN:s sex principer för ansvarsfulla investeringar (PRI). Carve Capital AB är även så kallade "signatories" till Standards Board for Alternative Investments (SBAI) som tar fram så kallade "best practice"-standarder för bland annat affärsetik, bolagsstyrning, informationsgivning och fondvärdering. Portföljförvaltarna för Carve Master strävar efter att investera ansvarsfullt utifrån investeringsstrategins förutsättningar och i linje med PRI:s sex principer för ansvarsfulla investeringar. Carve Master har en placeringshorisont på minst 12 månader och kombinerar fundamental bolagsanalys med makroanalyser och har därför goda möjligheter att integrera ESG-analys i sina investeringsbeslut. Carve Masters relativt koncentrerade portfölj gör det också relevant för portföljförvaltarna att arbeta med aktiv påverkan där de upplever att de kan göra skillnad. Carve Masters portfölj screenas mot ISS-Ethix databas en gång i kvartalet. Fonden exkluderar kontroversiella vapen samt långa innehav i kol. Med kontroversiella vapen menas bolag som är direkt involverade i att utveckla, producera, underhålla eller sälja olagliga vapen, det vill säga vapen vars produktion och användning är förbjuden enligt internationell lag, eller vapen som bedöms vara särskilt kontroversiella. Exempel på kontroversiella vapen är klusterbomber, personminor, bio-

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



logiska och kemiska vapen, utarmat uran och kärnvapen. Kol definieras som bolag där mer än 5 procent av omsättningen kommer från produktion av förbränningskol eller där mer än 30 procent av omsättningen kommer från elproduktion som genererats med hjälp av kol. Fonden har dock möjlighet att gå kort i kolbolag. Utöver kontroversiella vapen och långa innehav i kol så exkluderar fonden också bolag som återfinns på AP-fondernas etikråds rekommenderade exkluderingslista. Fonden screenas även för att identifiera eventuella innehav i bolag som bryter mot globala normer gällande miljö, mänskliga rättigheter, arbetsrätt och antikorrup­tion. Normerna stipuleras i internationella initiativ och riktlinjer som exempelvis Organisationen för ekonomiskt samarbete och utvecklings (OECD) riktlinjer för multinationella företag, FN:s Global Compact, International Labour Organizations (ILO) trepartsdeklaration om principer för multilaterala företag och socialpolitik samt FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter. Eventuella rödflaggade innehav följs upp av Brummer & Partners hållbarhetsteam och diskuteras på efterkommande styrelsemöte där förvaltningsansvarige får bekräfta huruvida relevanta ESG-faktorer har beaktats i analysen och investeringsbeslutet samt om det finns förutsättningar för en direkt dialog med bolaget. Rödflaggade bolag utesluts inte per automatik eftersom det kan finnas goda investeringsmässiga anledningar att inneha ett bolag, exempelvis om ledningen är medveten om problematiken och ämnar åtgärda den, och portföljförvaltaren tror att det arbetet kommer att återspeglas i bolagets värdering.

Under våren 2019 har portföljförvaltarna för Carve Master haft en dialog med ISS-Ethix gällande ett bolag som via ett uppköp av ett dotterbolag kom att bli involverade i kontroversiella vapen. Där beslöt vi att sälja av innehavet eftersom vi inte tror att dotterbolaget kommer att upphöra med den delen av sin verksamhet.

#### ORGANISATION

I april 2019 började Fredrik Juntti hos oss som portföljförvaltare. Han ersatte Peter Thelin som fortsätter som verkställande direktör och strategisk rådgivare till fonden.

Fredrik har över 20 års erfarenhet från finansmarknaderna och har under de senaste 15 åren arbetat på de välrenommerade hedgefonderna Citadel, Montrica och Abberton i London. Fredrik har ett mycket bra track-record från sina tidigare anställningar och vi ser fram emot att utveckla Carve vidare med honom ombord.

#### NYA REGELVERK

Den 10 juni 2019 trädde nya regler i kraft med syfte att främja aktivt aktieäggande. 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

AIF-förvaltares krav på rapportering till Finansinspektionen har därtill utökats. AIF-förvaltare ska för varje specialfond kvartalsvis rapportera en sammanställning över fondförmögenheten, övriga tillgångar och skulder som ingår i fonden samt fondandelsvärdet. Den första utökade rapporteringen avsåg Q4 2018.

Stockholm i juli 2019

Per Josefsson  
*Förvaltningsansvarig*

Bo Börtemark  
*Portföljförvaltare*

Michael Falken  
*Portföljförvaltare*

Fredrik Juntti  
*Portföljförvaltare*

# Avkastning och risk

## NYCKELTAL<sup>1)</sup> SEDAN RESPEKTIVE FONDS START

	Carve Master (SEK)	Carve 1 (SEK) <sup>2)</sup>	Carve 2 (SEK) <sup>2)</sup>	HFRF Fund of Funds Index (USD) <sup>3)</sup>	Credit Corp. Investment Grade US (USD) <sup>4)</sup>	Credit Corp. Investment Grade EU (EUR) <sup>5)</sup>	MSCI World NDTR Index (lokal valuta) <sup>3)</sup>	JP Morgan Global Government Bond Index (lokal valuta)
AVKASTNING, %								
2019 (januari-juni)	2,40	2,12	1,89	6,38	9,81	5,35	17,41	5,17
2018	-11,47	-11,91	-12,35	-4,02	-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 <sup>6)</sup>	0,56	0,46	0,41	1,19	-0,24	1,09	4,95	-0,07
Total avkastning sedan start <sup>2)</sup>	32,77	21,64	17,23	25,72	26,89	24,66	111,62	21,00
Genomsnittlig årsavkastning	4,37	3,00	2,43	3,51	3,66	3,38	11,97	2,92
Genomsnittlig årsavkastning de senaste två åren	-5,30	-5,68	-6,25	3,27	4,78	2,95	8,79	3,44
Genomsnittlig årsavkastning de senaste fem åren	0,92	0,06	-0,50	2,23	4,03	2,81	8,21	3,19
AVKASTNINGSANALYS								
Bästa månad, %	5,38	5,32	5,29	2,56	2,74	1,66	7,91	2,44
Sämsta månad, %	-3,97	-3,92	-4,05	-2,92	-3,26	-1,90	-8,43	-1,88
Genomsnittlig månadsavkastning, %	0,36	0,25	0,20	0,29	0,30	0,28	0,95	0,24
Andel positiva månader, %	61,25	61,25	60,00	67,50	61,25	62,50	73,75	60,00
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 4	Minst 4	Minst 4	17	10	6	4	26
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	Minst 26	Minst 26	Minst 26	26	14	16	18	32

## RISKMÅTT OCH ÖVRIGA NYCKELTAL DE SENASTE TVÅ ÅREN

Standardavvikelse, %	6,68	6,55	6,62	4,34	3,79	2,04	13,12	2,75
Downside risk, %	5,11	5,08	5,25	3,06	2,05	0,54	9,28	1,04
Sharpekvot	-0,69	-0,76	-0,84	0,34	0,79	1,78	0,72	1,50
Korrelation mellan Carve Master och angivet index	-	-	-	0,29	0,07	0,24	0,36	-0,36

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 36.

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](http://www.hedgefundresearch.com) © 2019 Hedge Fund Research, Inc. och MSCI, [www.msci.com](http://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 första halvåret 2019 redovisar Carve Master en avkastning på 2,40 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve Master en total avkastning på 32,77 procent jämfört med 25,72 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index.<sup>1)</sup> Carve Masters genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 4,37 procent.

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

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2019 uppgick Carve Masters fondförmögenhet till 4 880 miljoner kronor, vilket är en minskning sedan den 31 december 2018 med 2 670 miljoner kronor. Under perioden var andelsutgivningen 23 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 2 799 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på 106 miljoner kronor.

## UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

## FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

## VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Fonden hade per 30 juni 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.

### Likviditetsrisker:

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

### Motparts- och kreditrisker:

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

### Operativa risker:

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

### Outsourcingrisker:

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

## HÄVSTÅNG

Fonden kan använda lån och derivatinstrument för att optimera positionstagande och för att säkra andra exponeringar, vilket kan skapa hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens nettotillgångsvärde. Om endast fondens derivatinnehav beaktas har fondens hävstång, mätt som bruttoexponering av derivatinnehaven, varierat mellan 165 och 259 procent under perioden med en genomsnittlig exponering på 200 procent. Per balansdagen utgjorde den 259 procent.

Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången under perioden varierat mellan 276 och 411 procent, med en genomsnittlig exponering om 315 procent. Per balansdagen var den 411 procent.

Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har varierat mellan 327 och 447 procent och i genomsnitt utgjort 364 procent av fondförmögenheten. Per balansdagen utgjorde den 447 procent.

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

#### VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

#### VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

#### ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

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

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

#### ÖVRIGT

Carve Master har under perioden haft innehav i så kallade värdepapperiseringar i och med en obligationsposition i Engen. Riskerna förknippade med denna position hanteras inom ramen för fondens ordinarie riskhantering.

Per 30 juni 2019 uppgick Carve Masters ställda säkerheter till 6 426 miljoner kronor, vilket motsvarar 131,67 procent av fondförmögenheten. Metodiken för beräkning av ställda säkerheter har justerats, från att tidigare utgå från totala marknadsvärdet på ställda säkerheter, beaktas nu även om marknadsvärdet på tillgångarna är positivt eller negativt.

Per 30 juni 2019 uppgick Carve Masters mottagna säkerheter till 34 miljoner kronor, vilket motsvarar 0,69 procent av fondförmögenheten.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,96 procent, som lägst 0,56 procent och i genomsnitt 0,72 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,83 procent.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2019-06-30</i>	<i>2018-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>			
Överlåtbara värdepapper		6 825 159	9 243 517
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		212 527	121 466
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde		80 630	29 063
<b>Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde</b>		<b>7 118 316</b>	<b>9 394 046</b>
Bankmedel och övriga likvida medel	1	2 361 242	3 664 833
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	2	4 211	3 803
Övriga tillgångar	3	215 528	-
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>9 699 297</b>	<b>13 062 682</b>
<i>Skulder</i>			
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		764 763	742 973
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde		12 113	34 822
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		2 375 507	3 240 097
<b>Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde</b>		<b>3 152 383</b>	<b>4 017 892</b>
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	8 257	6 700
Övriga skulder	5	1 658 174	1 487 949
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>4 818 814</b>	<b>5 512 541</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>4 880 483</b>	<b>7 550 141</b>
<b>POSTER INOM LINJEN</b>			
<i>Mottagna säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		33 849	33 783
Procent av fondförmögenhet		0,69	0,45
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>			
Bankmedel		804 674	1 063 138
Procent av fondförmögenhet		16,49	14,08
<i>Övriga ställda säkerheter*</i>			
Bankmedel		1 549 856	2 601 660
Procent av fondförmögenhet		31,76	34,46
Finansiella instrument		4 071 796	5 822 552
Procent av fondförmögenhet		83,42	77,12

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

<i>Belopp i tkr</i>		<i>2019-06-30</i>	<i>2018-12-31</i>
NOT 1	BANKMEDEL OCH ÖVRIGA LIKVIDA MEDEL		
	Positiva saldon	2 361 242	3 664 833
	Negativa saldon	0	0
	Summa bankmedel och övriga likvida medel	2 361 242	3 664 833
NOT 2	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER		
	Räntor	1 936	1 596
	Övrigt	2 275	2 207
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4 211	3 803
NOT 3	ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
	Fondlikvidfordringar	215 528	-
	Summa övriga tillgångar	215 528	-
NOT 4	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Räntor	2 400	3 133
	Övrigt	5 857	3 567
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	8 257	6 700
NOT 5	ÖVRIGA SKULDER		
	Fondlikvidskulder	195 820	15
	Skuld matarfond	1 444 000	1 454 150
	Mottagna säkerheter	18 349	33 783
	Övrigt	5	1
	Summa övriga skulder	1 658 174	1 487 949

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2019  
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Noterade aktier och aktierelaterade finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land<sup>1)</sup></i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)<sup>2)</sup></i>	<i>Andel av fondförmögen- 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
2019-06-30	7 550 141	23 300	-2 798 900	105 942	4 880 483

## Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
2012-12-31	4 412 288	4 387 824,07	1 005,58	0,56
2013-12-31	7 124 997	5 983 625,61	1 190,75	18,41
2014-12-31	9 303 213	6 860 291,70	1 356,10	13,89
2015-12-31	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
2019-06-30	4 880 483	3 675 787,42	1 327,74	2,40

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

## REDOVISNINGSPRINCIPER

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

## Värdering av finansiella instrument

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

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

instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 28 juni 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 svårvärderade tillgångar per 28 juni 2019.



# Verksamhetsberättelse Carve 1

## PERIODENS RESULTAT

För första halvåret 2019 redovisar Carve 1 en avkastning på 2,12 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 1 en total avkastning på 21,64 procent jämfört med 25,72 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index<sup>1)</sup>. Carve 1:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 3,00 procent.

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

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2019 uppgick fondförmögenheten i Carve 1 till 2188 miljoner kronor. Detta är en minskning med 2383 miljoner kronor sedan den 31 december 2018. Under perioden skedde ingen andelsutgivning. Inlösen för perioden uppgick till 2 415 miljoner kronor. Periodens resultat uppgick till 33 miljoner kronor.

## 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 11.

## HÄVSTÅNG

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

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

## ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

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

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

## KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

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

## ÖVRIGT

Carve 1 investerar enbart i andelar i Carve Master.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,96 procent, som lägst 0,56 procent och i genomsnitt 0,71 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,63 procent.

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

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2019-06-30	2018-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		2 177 484	4 554 593
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		2 177 484	4 554 593
Bankmedel och övriga likvida medel		99	88
Övriga tillgångar	1	1 248 000	1 236 000
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>3 425 583</b>	<b>5 790 681</b>
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	1 427	2 455
Övriga skulder	3	1 236 175	1 217 651
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>1 237 602</b>	<b>1 220 106</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>2 187 981</b>	<b>4 570 575</b>
NOT 1 ÖVRIGA TILLGÅNGAR			
Fordran mottagarfond		1 248 000	1 236 000
Summa övriga tillgångar		1 248 000	1 236 000
NOT 2 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER			
Räntor		0	-
Skuld till fondbolag*		1 427	2 455
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		1 427	2 455
* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2019-06-30			
NOT 3 ÖVRIGA SKULDER			
Skuld avseende inlösen		1 236 175	1 217 651
Summa övriga skulder		1 236 175	1 217 651

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2019  
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land <sup>1)</sup></i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					99,52
Carve Master	7	SE	1 639 995	2 177 484	99,52
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				2 177 484	99,52
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				10 497	0,48
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				2 187 981	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	2 177 484	99,52

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
2019-06-30	4 570 575	–	–2 415 359	32 765	2 187 981

### Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
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
2019-06-30	2 187 981	1 798 763,63	1 216,38	2,12

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

### REDOVISNINGSPRINCIPER

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

#### Värdering av finansiella instrument

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

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 28 juni 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 första halvåret 2019 redovisar Carve 2 en avkastning på 1,89 procent.

Sedan fondens start den 12 november 2012 redovisar Carve 2 en total avkastning på 17,23 procent jämfört med 25,72 procent för HFRI Fund of Funds Composite Index<sup>1)</sup>. Carve 2:s genomsnittliga årsavkastning sedan starten är 2,43 procent.

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

## FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 30 juni 2019 uppgick fondförmögenheten i Carve 2 till 2 707 miljoner kronor. Detta är en minskning med 291 miljoner kronor sedan den 31 december 2018. Under perioden var andelsutgivningen 1 miljon kronor medan inlösen uppgick till 340 miljoner kronor. Härtill kommer periodens resultat på 48 miljoner kronor.

## UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

## FONDBESTÄMMELSER

Inga förändringar av fondens fondbestämmelser har skett under perioden.

## VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

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

## HÄVSTÅNG

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

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

Inga väsentliga händelser har inträffat under perioden.

## VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS

### UTGÅNG

Inga väsentliga händelser har inträffat efter periodens utgång.

## ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

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

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

## KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

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

## ÖVRIGT

Carve 2 investerar enbart i andelar i Carve Master.

Under perioden var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,92 procent, som lägst 0,56 procent och i genomsnitt 0,71 procent. Vid periodens utgång uppgick Value-at-Risk till 0,64 procent.

1) HFR, [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com) © 2019 Hedge Fund Research, Inc. Alla rättigheter förbehålls.

# Räkenskaper

## BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2019-06-30	2018-12-31
<i>Tillgångar</i>			
Fondandelar		2 702 999	2 995 548
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		2 702 999	2 995 548
Bankmedel och övriga likvida medel		580	11 621
Övriga tillgångar	1	196 000	218 150
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>2 899 579</b>	<b>3 225 319</b>
<i>Skulder</i>			
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	2 453	2 595
Övriga skulder	3	189 749	224 303
<b>SUMMA SKULDER</b>		<b>192 202</b>	<b>226 898</b>
<b>TOTAL FONDFÖRMÖGENHET</b>		<b>2 707 377</b>	<b>2 998 421</b>
NOT 1	ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
	Fordran mottagarfond	196 000	218 150
	Summa övriga tillgångar	196 000	218 150
NOT 2	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
	Räntor	0	-
	Skuld till fondbolag*	2 453	2 595
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2 453	2 595
	* Fonden hade inget upplupet prestationsbaserat arvode per 2019-06-30		
NOT 3	ÖVRIGA SKULDER		
	Skuld avseende inlösen	189 749	224 303
	Summa övriga skulder	189 749	224 303

FONDFÖRMÖGENHET PER 30 JUNI 2019  
FINANSIELLA INSTRUMENT

<i>Finansiella instrument</i>	<i>Kategori</i>	<i>Land <sup>1)</sup></i>	<i>Antal</i>	<i>Marknads- värde (tkr)</i>	<i>Andel av fond- förmögen- heten (%)</i>
<i>Andelar i fonder</i>					99,84
Carve Master	7	SE	2 035 792	2 702 999	99,84
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				2 702 999	99,84
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				4 378	0,16
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				2 707 377	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	2 702 999	99,84

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
2019-06-30	2 998 421	564	–340 085	48 477	2 707 377

### Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) <sup>1)</sup>
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
2019-06-30	2 707 377	2 345 417,25	1 154,33	1,89

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

### REDOVISNINGSPRINCIPER

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

#### Värdering av finansiella instrument

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

Värdering sker i enlighet med en av förvaltarens styrelse antagen värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument, CDS:er och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller prisnoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 28 juni 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 27 augusti 2019  
Carve Capital AB

Per Josefsson  
*Ordförande*

Svante Elfving

Ola Paulsson

Peter Thelin  
*Verkställande direktör*

# Rapport avseende översiktlig granskning av halvårsrapport

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

## INLEDNING

I egenskap av revisorer i Carve Capital AB, organisationsnummer 556887-9331, har vi utfört en översiktlig granskning av bifogad halvårsrapport för fonderna Carve Master, Carve 1 och Carve 2 per den 30 juni 2019. Det är förvaltarens styrelse och verkställande direktör som har ansvaret för att upprätta och presentera denna halvårsrapport i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Vårt ansvar är att uttala en slutsats om denna halvårsrapport grundad på vår översiktliga granskning.

## DEN ÖVERSIKTLIGA GRANSKNINGENS INRIKTNING OCH OMFATTNING

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

är ansvariga för finansiella frågor och redovisningsfrågor, att utföra analytisk granskning och vidta andra översiktliga granskningsåtgärder.

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

## SLUTSATS

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

Stockholm den 27 augusti 2019

KPMG AB

Anders Bäckström  
*Auktoriserad revisor*

## Förvaltningsorganisation

*Per Josefsson, ansvarig förvaltare* – Efter examen vid Handelshögskolan i Stockholm anställdes Per Josefsson vid Investment AB Skrinet och Consensus Fondkommission. Vid årsskiftet 1986/87 började Per Josefsson som institutionsmäklare hos Alfred Berg Fondkommission AB och han utsågs till chef för 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. Per Josefsson är styrelseordförande i Zenit Asset Management AB. Han är därtill ägare och styrelseledamot i Brummer & Partners AB.

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

*Fredrik Juntti* – Efter masterexamen i finansiell ekonomi från Handelshögskolan i Stockholm 1995 och jur.kand. från Stockholms universitet samma år började Fredrik Juntti arbeta på Morgan Stanley Investment Banking fram till 1999. Därefter började Fredrik som Investment Director på AB Custos, som han sedan lämnade 2003 för att sedan arbeta som portföljförvaltare för Citadel Investment Group i London. Fredrik arbetade där till 2006 varefter han inledde en mer entreprenöriell bana inom hedgefonder. Senare samma år var Fredrik med och grundade Montrica Investment Management där han arbetade som partner och portföljförvaltare fram till 2012. Fredrik gick sedan vidare till att arbeta som Chief Investment Officer på Abberton Capital. Sedan våren 2019 arbetar Fredrik Juntti som portföljförvaltare för Carve Capital AB.

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

*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 kredit analytiker. 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 första november 2012 är Michael Falken anställd i Carve Capital AB.

# Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med cirka 108 miljarder kronor<sup>1)</sup> 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

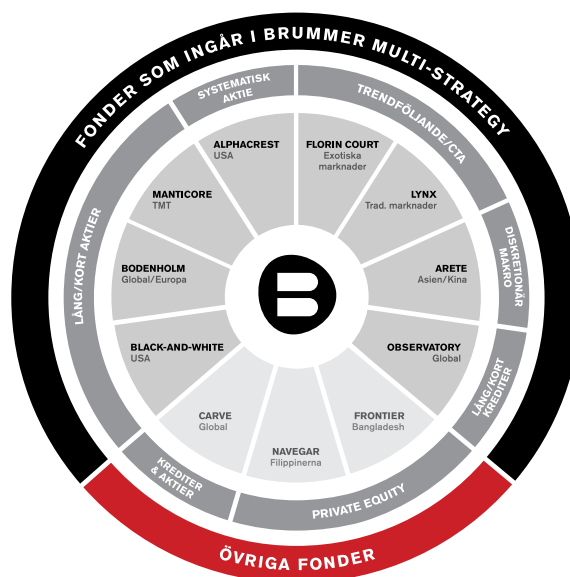
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamerna kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion 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 nio hedgefonder och två private equity-fonder.

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

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



## BRUMMER LIFE

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

## SBAI-STANDARD

Som en av grundarna och initiativtagarna till Standards 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) 30 juni 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 not 1, sidan 2 för beskrivning av tröskelräntan) sedan denna betalning, eller av andelsägarens anskaffningskostnad uppräknad med tröskelräntan om detta belopp är större. Prestationsbaserat arvode erläggs månadsvis i efterskott.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

