



BODENHOLM

ÅRSBERÄTTELSE 2015

BODENHOLM MASTER
BODENHOLM ONE
BODENHOLM TWO



BRUMMER & PARTNERS

BODENHOLM I KORTHET

Strategi:

Bodenholm Master: absolutavkastande specialmottagarfond fokuserad på lång/kort aktier
Bodenholm One och Bodenholm Two: absolutavkastande specialmattarfonder fokuserade på investering i specialmottagarfonden Bodenholm Master

Valuta:

Bodenholm Master och Bodenholm One: Svenska kronor
Bodenholm Two: US-dollar

Startdag:

Bodenholm Master och Bodenholm One: 1 september 2015
Bodenholm Two: 1 oktober 2015

Portföljförvaltare: Per Johansson och Erik Karlsson

FÖRVALTNINGSMÅL

Avkastningsmål: Absolut avkastning

Avkastningsnivå: 10–15 procents genomsnittlig årlig avkastning

Risk (standardavvikelse): 10–15 procents årlig standardavvikelse

Korrelation med aktiemarknaden: Relativt låg

AVGIFTER OCH TECKNING

Fast arvode:

Bodenholm Master: 0 procent per år (inget)
Bodenholm One: 1 procent per år, debiteras månatligen
Bodenholm Two: 1 procent per år, debiteras månatligen

Prestationsbaserat arvode:

Bodenholm Master: 0 procent (inget)
Bodenholm One: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln¹⁾ debiteras månatligen
Bodenholm Two: 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastningströskeln²⁾ debiteras månatligen

Teckningsavgift:

Bodenholm Master: 0 procent (ingen)
Bodenholm One och Bodenholm Two: Maximal avgift är 10 procent av fondandelarnas värde på teckningsdagen. Gällande avgift är 0 procent. Teckningsavgift utgår inte vid tilläggsinvestering.

Inlösenavgift: Ingen

Teckning av andelar: Månadsvis

Inlösen av andelar: Månadsvis

Minimiinvestering vid första teckningstillfället:

Bodenholm One: 500 000 kronor, därefter minst 100 000 kronor per teckningstillfälle
Bodenholm Two: 100 000 US-dollar vid första teckningstillfället, därefter minst 20 000 US-dollar per teckningstillfälle

TILLSYN

Tillståndsgivande myndighet: Finansinspektionen. AIF-förvaltaren har stått under Finansinspektionens tillsyn sedan den 22 juli 2015.

Förvaringsinstitut: Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sergels torg 2, 106 40 Stockholm

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

AIF-FÖRVALTARE

Bodenholm Capital AB

Organisationsnummer: 559007-1790

Fonder under förvaltning: Bodenholm One, Bodenholm Two och Bodenholm Master

Ägare: Brummer & Partners AB (45,50 procent) och portföljförvaltarna i Bodenholm Capital AB (54,50 procent)

Aktiekapital: 1 500 000 kronor

Adress: Norrmalmstorg 14, Box 7030, 103 86 Stockholm

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

E-post: info@brummer.se

Webbplats: www.brummer.se

Kontakt: Client Desk, B & P Fund Services AB

Verkställande direktör: Erik Karlsson

Styrelse: Svante Elfving (ordförande), Per Johansson, Erik Karlsson, John Lindberg och Ola Paulsson

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

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

Klagomålsansvarig: Joakim Schaaf, B & P Fund Services AB

1) Definieras som Riksbankens fixing av tremånaders statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar efter "high watermark". High watermark innebär att fonden endast erlägger prestationsbaserat arvode efter det att eventuell underavkastning från tidigare perioder har kompenserats. Bolagets styrelse har beslutat att tillsvidare tillämpa en tröskelräntesats om 0 procent istället för en negativ räntesats.

2) Definieras som amerikanska centralbankens (Federal Reserve System) fixing av tremånaders statsskuldväxlar på föregående kalenderkvartals tre sista bankdagar efter "high watermark". High watermark innebär att fonden endast erlägger prestationsbaserat arvode efter det att eventuell underavkastning från tidigare perioder har kompenserats. Bolagets styrelse har beslutat att tillsvidare tillämpa en tröskelräntesats om 0 procent istället för en negativ räntesats.

Detta är en gemensam årsberättelse med verksamhetsberättelser för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two. För information om respektive fond, se respektive fonds verksamhetsberättelse.

BODENHOLMS ÅRSBERÄTTELSE

1 SEPTEMBER TILL 31 DECEMBER 2015

Styrelsen och verkställande direktören för Bodenholm Capital AB avger härmed följande årsberättelse för fonderna Bodenholm Master och Bodenholm One för perioden 1 september till 31 december 2015, och för fonden Bodenholm Two för perioden 1 oktober till 31 december 2015.

Portföljförvaltarna har ordet.....	4
Avkastning och risk.....	8
Bodenholm Master	9
Verksamhetsberättelse	9
Räkenskaper.....	11
Bodenholm One	18
Verksamhetsberättelse	18
Räkenskaper.....	20
Bodenholm Two	23
Verksamhetsberättelse	23
Räkenskaper.....	25
Revisionsberättelse	30
Förvaltningsorganisation	31
Brummer & Partners.....	32
Ordlista	33

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

Portföljförvaltarna har ordet

ÖVERSIKT OCH RESULTAT

Vi är glada att för fondens fyra första månader kunna redovisa en uppgång på 3,22 procent sedan starten i september 2015. Detta ligger i linje med vårt mål: att generera en god riskjusterad avkastning. Under perioden överträffade fondens avkastning de globala aktiemarknaderna (MSCI World NDTR Index), som i praktiken var oförändrade och även det globala hedgefondindexet Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index. Fonden har också lägre risk än marknaden.

Vår filosofi är att förvalta en koncentrerad portfölj med undervärderade kvalitetsföretag och att realisera den fulla potentialen i våra innehav genom att ha en långsiktig investeringshorisont. Vi har avsatt särskilda resurser på den korta sidan, där två av fem i investerarteamet fokuserar på att identifiera företag med försämrade fundamenta och/eller aggressiv redovisning som döljer det verkliga rörelseresultatet. Vi investerar långsiktigt, så även om vi är övertygade om att vi kan uppnå en årlig avkastning på 10–15 procent över tid förväntar vi oss att avkastningen kan vara volatil.

GENOMGÅNG AV 2015

Aktiemarknaderna i den utvecklade världen låg i praktiken kvar på oförändrad nivå under året, medan tillväxtmarknaderna utvecklades negativt. Många aktier uppnådde rekordhög notering under första halvåret, och den europeiska marknaden steg då med cirka 20 procent med låg volatilitet. Marknadsaktörerna oroade sig inte för riskerna utan såg i stället goda möjligheter när tillväxten på nytt steg i den utvecklade världen samtidigt som stimulansåtgärder i Kina skapade en förväntan på att den kinesiska ekonomin skulle stärkas och även stötta andra tillväxtmarknader. Under andra halvåret 2015 återkom dock oron, med Kina i fokus, vilket ledde till högre volatilitet för valutor, räntor och råvaror och en utbredd oro för den globala tillväxten. I september lanserades Bodenholm, efter en betydande nedgång på aktiemarknaderna i augusti. Sedan fondens start har aktiemarknaderna varit mer volatila än under de senaste åren.

Många marknadsaktörer pressas nu att acceptera risk för att kunna generera kortsiktiga resultat och att köpa aktier i företag som antingen har starkt kortsiktigt momentum, i småföretag eller i företag som ökar sin skuldsättning för att höja aktieutdelningen. Vi ser tvärtom snarare detta som en period när man vill ta ner sin exponering och ha lägre risktagande.

Över tid har vi upplevt att det finns fördelar med att gå emot cykeln när riskbenägenheten är stor. Ett citat från Warren Buffett upprepas ofta: "Var orolig när andra är giriga och tvärtom" – och vi tror, i allra högsta grad, på den teorin.

På räntemarknaderna ger amerikanska skräpobligationer nu en avkastning nära rekordhög nivå. Det kan vara ett tecken på att sämre förhållanden kan väntas på aktiemark-

naderna, vilka vi uppfattar är nära sin vändpunkt. Det kan också vara så att den oroliga perioden fortsätter när åtgärder från centralbanker som Federal Reserve (Fed), European Central Bank (ECB) och den kinesiska centralbanken fortsatt stimulerar likviditeten och skapar en preferens för riskfyllda tillgångar. Vi oroas av vad de historiskt låga räntorna och investerarnas ständiga jakt på god avkastning – tillsammans med uppfattningen att aktier relativt sett är mer attraktiva än obligationer – kan leda till. Det finns alltid anledning att vara försiktig när investerare uppfattar en tillgång som attraktiv i relativa termer, snarare än absoluta.

Jämfört med tidigare uppgångar på marknaderna ser vi nu flera tecken på hög riskbenägenhet. Riskkapitalinvesteringarna ligger åter på höga nivåer, precis som börsintroduktioner, fusioner och förvärv. Aktiviteten bland privata investerare är mycket hög; exempelvis steg det tyska TecDax-index, vilket inkluderar många mindre små teknikföretag, med 33 procent under 2015. Också den legendariska fondförvaltaren Peter Lynchs aktiemarknadsindikator, Cocktail Party Market-indikatorn (indexets namn syftar på en fest där en granne gav Peter Lynch placeringsråd som han borde ha lyssnat på), verkar signalera att vi befinner oss i slutet av en uppgång när människor utanför branschen, utan att ha någon underliggande kännedom, börjar ge råd om aktieval vilka senare visar sig vara rätt. Lynch anser att indikatorn nu pekar på att marknaden har nått en toppnotering och är på väg ner.

Makroutvecklingen under 2015 låg i linje med förväntningarna i den utvecklade världen, men var en besvikelse vad gäller tillväxtmarknaderna. Oljepriset diskuteras mycket både i medierna och bland investerarna. Ett lägre oljepris är generellt gynnsamt för den amerikanska ekonomin, då det gör att konsumenternas köpkraft ökar. Men om de företag och regioner som är beroende av oljeproduktion ser sin lönsamhet minska kraftigt kan det däremot innebära motgångar för stora delar av landet – och det scenariot verkar, i skrivande stund, vara på väg att förverkligas. Det lägre priset på olja och andra råvaror påverkar även tillväxtmarknaderna, som är beroende av sin råvaruförsäljning för att generera intäkter, och skapar betydande förskjutningar. Den negativa utvecklingen försvagade bland annat dessa länders valutor. Vi försöker inte förutspå om oljepriset kommer att gå upp eller ned när vi förvaltar portföljen, men vi följer alla makrovariabler, däribland oljepriset, för att säkra att innehaven inte exponeras mot koncentrationsrisker utanför vår kontroll. Vi vill undvika risken för överkoncentration av vissa länder, sektorer eller faktorer för att säkerställa att resultatet drivs av de individuella investeringarna.

Inför 2016 ser vi fram mot ett intressant år med mycket goda möjligheter för utvalda aktier. Vi fortsätter att leta efter undervärderade kvalitetsföretag eftersom vi fortfarande tror att det finns möjligheter på global nivå. På den korta

sidan kommer vi att leta efter företag med strukturella och operativa utmaningar, vilket ofta syns i redovisningen. Det är svårt att förutse hur marknaden kommer att agera och vi kan självfallet aldrig veta säkert. Som vi redan nämnt är investerarnas höga riskbenägenhet en anledning till oro med tanke på den försämrade tillväxtprognosen. Trots detta upptäcker vi många intressanta investeringsmöjligheter när vi ser oss om i världen.

DEN LÅNGA PORTFÖLJEN

På den långa sidan går vår strategi ut på att köpa undervärderade kvalitetsföretag. Vi använder oss av en strukturerad process, både när det gäller att ta fram förslag och genomföra investeringen. Vi strävar systematiskt efter att identifiera och analysera investeringar i tre kategorier: "Växande kvalitetsföretag", "Lågt värderade företag" och "Underpresterande företag som tydligt vidtar åtgärder".

Växande kvalitetsföretag

Växande kvalitetsföretag är bra företag som vi tror kommer att förbli bra eller till och med ännu bättre i framtiden. De är ofta relativt dyra. Vi har som mål att gå in när perioder av svaga resultat kortsiktigt har sänkt aktiekursen eller när marknaden har fallit generellt, och vi riktar in oss på en internränta på 15 procent eller mer.

Under lanseringsperioden valde vi att investera i Växande kvalitetsföretag som Sika, Assa Abloy och Kone i den mer cykliska miljön och Reckitt Benckiser och Bunzl med mer basliknande egenskaper, när aktiemarknaderna för stunden tappat värde. Positionerna har alla bidragit positivt till fondens utveckling och vi fortsätter att äga dem, även om vi minskat innehavet i vissa bolag på grund av en minskad internräntepotential.

Det Växande kvalitetsföretaget H&M har varit fortsatt svagt sedan vår första investering i företaget, då intäkterna på kort sikt drabbats av varmt väder och valutaproblem. H&M påverkas negativt av den starkare amerikanska dollarn, då företaget betalar merparten av sina leverantörer i dollar. Vi har utökat positionen, då vi anser att kombinationen av omständigheter är tillfällig och inte påverkar branschen i ett längre perspektiv.

Lågt värderade företag

Lågt värderade företag är "fickor" på marknaden där vi kan få kvalitet till rabatterat pris. Några exempel på Lågt värderade företag som vi systematiskt utvärderar är avknoppade företag, kvalitetsföretag i ett land i ekonomisk kris eller aktieägarvänliga holdingbolag.

Avknoppade företag har historiskt visat sig vara ett fruktbart område för undervärderad kvalitet. Varje år finns det många avknoppade företag runt om i världen som knappt analyseras av bankerna och som därför är mindre kända för investerarna. Vi identifierar och analyserar systematiskt alla avknoppade företag globalt och utvärderar dem innan de kommer ut på

marknaden. Vi vill kunna agera med mycket kort varsel om en intressant möjlighet skulle uppstå.

Ett av våra avknoppade företag, batteritillverkaren Energizer, visade sig vara det innehav som påverkade resultatet mest negativt. Energizers aktiekurs föll efter att företaget vinstvarnade mot bakgrund av valutaproblem som man inte kunde motverka genom prishöjningar. Kursen utvecklades svagare än väntat, vilket gjorde att vi valde att sälja av innehavet.

Vi tycker fortsatt att det är intressant med den gynnsamma utvecklingen för avknoppade företag, och sedan starten har vi köpt en större post i eBay.

eBay är ett exempel på ett avknoppat företag med betydande tillväxtpotential och dolda värden. (Eftersom Paypal knoppades av från eBay var eBay tekniskt sett moderbolaget i transaktionen, även om eBay är mindre och betydligt sämre genomlyst av marknaden.) Företaget har cirka 160 miljoner användare och är ett av världens största skyltfönster. eBay knoppade av PayPal under sommaren 2015, och som det mindre av de två företagen har det enligt vår uppfattning varit underanalyserat och feltolkat.

eBay arbetar med att lösa kortsiktiga problem som har påverkat tillväxten negativt under de senaste tolv månaderna. Vi bedömer att tillväxten kommer ta fart tack vare dessa åtgärder. Företaget har också en stark balansräkning med cirka 5 procent av sitt börsvärde i nettolikviditet och dolda tillgångar, då det äger flera ledande nätannonsföretag som marknaden tillskriver lågt värde i det här skedet.

eBay råkade ut för tre motgångar under 2014: För det första ändrade Google sin sökmotoroptimering, vilket gjorde att trafiken till webbplatsen minskade (och därmed antalet potentiella kunder). För det andra tvingade ett säkerhetsintrång användarna att återställa sina användaruppgifter, vilket tillfälligt minskade antalet transaktioner. Och, för det tredje, en stark dollar medförde en betydande valutakurseffekt men minskade också en lukrativ handel över gränserna (USA är en stor nettoexportör på eBay-webbplatsen).

eBay har hanterat den första frågan genom att skapa en produktkatalog som kommer att hantera de aktuella sökproblemen på Google permanent. Produktkatalogen kommer att vara helt klar under andra halvåret 2016 och ungefär en tredjedel är redan slutförd. Säkerhetsintrånget har åtgärdats, och företaget har sen dess stärkt sin säkerhet markant. Vad gäller valutakurserna kan man konstatera att efter justering för valutakurser så växer eBays omsättning fortfarande med cirka fem procent på årsbasis. Om vi dessutom tittar på eBays handelsverksamhet kan vi se att de fasta intäkterna (idag 85 procent av omsättningen) fortfarande ökar med mer än 10 procent per år om valutakursen hålls konstant. Auktionskopplade intäkter har minskat med cirka 20 procent på årsbasis, men blir nu allt mindre relevanta på grund av de låga volymerna. Vi tror att eBays digitala marknadsplatser kommer att kunna bidra till en försäljningsökning på höga ensiffriga nivåer under 2017 tack vare mixen av intäkter (högre fasta intäkter) och åtgärder vad gäller de problem som nämnts ovan.

Dessutom har vi identifierat ett antal dolda tillgångar i form av dominerande och lönsamma nätannonsföretag. De här företagen tenderar att få monopol och har därmed stark prissättningsmakt, höga marginaler och mycket hög likviditet. På grund av bristande transparens tror vi att marknaden generellt har missat det betydande värdet hos företag som Mobile.de, Gumtree och Kijiji. Vi bedömer att eBay försöker bli mer transparenta kring ägandet i dessa verksamheter.

Dessutom har eBay en betydande nettolikviditetsposition och förväntas ha genererat ett fritt kassaflöde på cirka 2,2 miljarder amerikanska dollar under 2015. Vi bedömer att eBay skulle kunna köpa tillbaka mer än 40 procent av sina aktier under de kommande tre åren, förutsatt oförändrad aktiekurs.

Till sist är ett av de viktigaste stegen i bedömningsprocessen för våra långa investeringar att utvärdera sannolikheten att förlora pengar under de kommande tolv månaderna. När det gäller eBay så tror vi att en sådan utveckling är mycket osannolik. Tvärtom ser vi en internräntepotential på 35–75 procent under de kommande två åren. Därför är eBay en av de största positionerna i fonden.

Underpresterande företag som tydligt vidtar åtgärder

Vi försöker hela tiden identifiera företag i den tredje långa kategorin, men för företag som försöker vända utvecklingen är riskerna ofta betydligt större än den förväntade avkastningen. Om vi drar slutsatsen att riskpremien är otillfredsstillande så avfärdas företaget.

Vi är medvetna om att det är ovanligt att ett företag kan förvandla en mindre än optimalt skött verksamhet till en välskött. Men genom att vänta på att företaget tydligt ska vidta åtgärder, exempelvis genom att byta ut ledningen och/eller förändra strategin, förbättrar vi våra odds avsevärt. Vi förväntar oss också att det här kommer att vara den minsta kategorin över tid. Ett företag i den här kategorin som bidrog till resultatet är Trade Me. Vi har sett att företagen tydligt vidtagit åtgärder och vi tror att förbättringar är på gång.

Vi hittade Trade Me, ett nätannonsföretag från Nya Zeeland, när vi analyserade det norska nätannonsföretaget Schibsted. Vi tyckte att det var intressant att företaget hade underpresterat under de senaste två åren, samtidigt som Schibsteds aktier hade utvecklats så positivt. Trade Me hade kanske drivit sin ledande position lite för långt och därigenom alierat sina kunder, i synnerhet inom fastighetsverksamheten. Det var dock ganska uppenbart för oss att företaget hade förbättrat sin strategi – och även om investeringen påverkade resultatet negativt på kort sikt så skapar det volym och värde på lång sikt, vilket vi tror att marknaden har underskattat.

DEN KORTA PORTFÖLJEN

Under fyramånadersperioden, sedan fondens start, har vi haft starka bidrag från vår korta portfölj. Vi har tjänat pengar på den korta sidan i absoluta tal. Det är uppmuntrande, då vår strategi är innehav av enstaka korta aktiepositioner med absolut nedsida. Vi kan driva denna korta aktieportfölj efter-

som vi har två dedikerade medarbetare med särskilt fokus på den korta sidan.

Inom Bodenholm har vi olika investeringsprocesser för kort försäljning jämfört med den långa investeringssidan. Den gemensamma nämnaren är dock att vi arbetar på ett strukturerat sätt, både när vi identifierar investeringsidéer och utvärderar dem.

På den korta sidan genereras en stor del av våra idéer genom egna analyser av ett antal faktorer som ställts upp för att med hjälp av en mängd varierande finansiella mått upptäcka försämringar. Vi försöker också identifiera och aktivt övervaka företag med operativa eller strukturella utmaningar, dålig företagsstyrning, hög skuldsättning, företag som förlitar sig på produkttrender, eller som gynnas av en skuldfinansierad bubbla.

För att öka säkerhetsmarginalen för våra korta investeringar kräver vi att mer än ett kriterium i vår investeringstes ska vara uppfyllt innan vi överväger att förvärva en kort position. Enbart dåliga räkenskaper räcker inte. Men när vi hittar ett företag med svaga intäkter i kombination med exempelvis operativa utmaningar och/eller konkurrensmässiga störningar uppfylls flera kriterier och därmed finns alltså en tillräckligt stark tes.

För att säkerställa att våra korta investeringar görs vid rätt tidpunkt försöker vi identifiera synliga utlösande faktorer som kan få tesen att förverkligas. Exempelvis letar vi efter ovanligt hög rörlighet i ledningen, avvikande insiderförsäljning från ledningen eller dåligt utformade bonusprogram för chefer. När flera av dessa utlösande faktorer uppträder innebär det enligt vår erfarenhet att man befinner sig högst 12–18 månader ifrån att tesen håller på att förverkligas.

Som ett led i vår riskhantering för individuella positioner bedömer vi ett antal scenarion som skulle motsäga vår tes, och säkerställer att sannolikheten är låg för att en enskild position ska ge en förlust på 20 procent eller mer.

Slutligen måste alla våra korta positioner ha en absolut nedsida på minst 20–25 procent innan vi överväger att ta med dem i portföljen.

Vi har sett ett bra bidrag från korta positioner inom konsumtionsvaror, där ökade lager gjorde oss oroade över intäktspotentialen hos flera företag. Företag som Lululemon Athletica, Steve Madden, Salvatore Ferragamo och Hugo Boss har alla bidragit till resultatet. Fondens gynnades också av korta positioner i en del mer cykliskt utmanade företag, där värdekedjan har störts av cyklisk försämring och där en rekordhög efterfrågan har skapats mot bakgrund av billig kredit och en alltför lång uppgångscykel på grund av felaktig statlig politik. Det påverkar företag inom jordbruksutrustning som John Deere och CNH International samt terrängfordons- och snöskotertillverkaren Polaris, som var med om en längre period av svag utveckling när industrin genomgick en transformation.

En kort position som påverkade utvecklingen negativt var Adidas, som vi trodde skulle få problem på sina tillväxtmark-

nader på grund av hård konkurrens från Nike. Det blev dock uppenbart för oss att företaget gick mycket bättre på den kinesiska marknaden och att aktiemarknaden skulle börja bortse från kortsiktiga problem. Vi stängde positionen med förlust, men i backspegeln inser vi att Adidas kunde ha passat in i vår kategori "Underpresterande företag som tydligt vidtar åtgärder", eftersom en ny ledningsgrupp eventuellt skulle kunna frigöra potentialen hos varumärket Adidas.

ORGANISATION OCH KULTUR

Vi har som mål att bygga upp ett team med dedikerade, enga-

gerade medarbetare som alla trivs med det de gör och delar samma värderingar. Vi försöker att bli bättre varje dag och vi vill att hela teamet ska dela den ambitionen. Det är viktigt att vi fortsätter att vara nyfikna, så att vi hela tiden lär oss och breddar vårt tänkande. Det är lika viktigt att arbeta effektivt och att ha ett tydligt syfte med det vi gör. Warren Buffett har sagt att han fokuserar på det som finns innanför hans "kompetenscirkel". Det gör vi också, samtidigt som vi eftersträvar att vara öppna och ta till oss nya idéer. Vi har som mål att genomföra grundliga analyser och diskutera ett litet antal verkligt värdefulla investeringsidéer, istället för att lägga vår uppmärksamhet på alltför många företag.

Stockholm i januari 2016

Per Johansson
Förvaltningsansvarig

Erik Karlsson
Verkställande direktör

Avkastning och risk

NYCKELTAL¹⁾ SEDAN RESPEKTIVE FONDS START³⁾

	Bodenholm Master (SEK)	Bodenholm One ²⁾ (SEK)	Bodenholm Two ²⁾ (SEK)	Credit Suisse Hedge Fund Index L/S Equity (USD)	MSCI World Index (lokal valuta)	MSCI Europe Index (lokal valuta)	MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta)
AVKASTNING, %							
2015 ³⁾	4,37	3,22	0,22	0,44	3,16	1,46	-0,45
Total avkastning	4,37	3,22	0,22	0,44	3,16	1,46	-0,45
Genomsnittlig årsavkastning	-	-	-	-	-	-	-
Genomsnittlig årsavkastning senaste två åren	-	-	-	-	-	-	-
Genomsnittlig årsavkastning senaste fem åren	-	-	-	-	-	-	-
AVKASTNINGSSANALYS							
Bästa månad, %	4,00	3,13	1,34	1,72	7,87	7,26	5,42
Sämsta månad, %	-0,78	-0,86	-0,86	-1,12	-3,55	-3,93	-2,69
Genomsnittlig månadsavkastning, %	1,08	0,80	0,07	0,11	0,78	0,36	-0,11
Andel positiva månader, %	50,00	50,00	33,33	25,00	50,00	50,00	25,00
Största ackumulerade värdefall, %	-0,95	-1,11	-1,10	-1,12	-3,55	-3,93	-3,93
Återhämtning av största ackumulerade värdefall, antal månader	1	1	1	1	1	1	Minst 1
Längsta tid till ny högsta kurs, antal månader	3	3	3	Minst 3	2	2	Minst 3

RISKMÅTT OCH ÖVRIGA

NYCKELTAL DE SENASTE TVÅ ÅREN⁴⁾

Standardavvikelse, %	-	-	-	-	-	-	-
Downside risk, %	-	-	-	-	-	-	-
Sharpekvot	-	-	-	-	-	-	-
Korrelation mellan Bodenholm Master och angivet index	-	-	-	-	-	-	-

1) För definition av nyckeltal, se ordlistan på sidan 33.

2) Avkastningen för Bodenholm One och Bodenholm Two redovisas efter fast och prestationsbaserat arvode. Uppgifterna avser andelsägare som deltagit i fonderna sedan start.

3) Avser perioden 1 september till 31 december 2015 för Bodenholm Master, Bodenholm One och jämförelseindexen. För Bodenholm Two avses perioden 1 oktober till 31 december 2015.

4) Enligt Fondbolagens Förenings riktlinjer för redovisning av nyckeltal ska riskmått baseras på månadsdata de senaste 24 månaderna.

Verksamhetsberättelse Bodenholm Master

PERIODENS RESULTAT

För perioden, sedan fondens start den 1 september till den 31 december 2015, redovisar Bodenholm Master en avkastning på 4,37 procent. Under samma period noterade Credit Suisse L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en uppgång på 0,44 procent. MSCI World Index (lokal valuta) och MSCI Europe index (lokal valuta) steg med 3,16 respektive 1,46 procent, medan MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) gick ner 0,45 procent. Se vidare avsnittet "Portföljförvaltarna har ordet" för mer detaljerade kommentarer.

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per den 31 december 2015 uppgick Bodenholm Masters fondförmögenhet till 3 334,6 miljoner kronor. Under perioden var andelsutgivningen 3 236,5 miljoner kronor, medan inlösen uppgick till 0,0 miljoner kronor. Härtill kommer årets resultat på 98,1 miljoner kronor.

FONDENS KOSTNADER

Under året har fonden haft kostnader om 0,3 miljoner kronor och 2,6 miljoner kronor i aktielånekostnader respektive aktiecourtage.

Fondens resultat belastas med kostnader för såväl exekvering som extern analys.

Fonden betalar inga fasta eller prestationsbaserade arvoden.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Specialfonden Bodenholm Master bildades och fick sina fondbestämmelser godkända den 22 juli 2015.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Riskhantering är en integrerad och viktig del i förvaltningen av fonden. Förvaltaren har identifierat olika typer av risker och fastställer riktlinjer för hur dessa ska hanteras. Fonden hade per 31 december 2015 en riskprofil som berodde på ett antal olika typer av risker såsom marknadsrisk, likviditetsrisk, motparts- och kreditrisk och operativ risk. Exempel på dessa är:

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 vär-

depapper och på ett mindre antal geografiska marknader har högre risk,

- förändringar i den relativa värdeutvecklingen mellan olika värdepapper.

Likviditetsrisk:

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

Motparts- och kreditrisk:

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

Operativa risk:

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

Outsourcingrisk:

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

HÄVSTÅNG

Fonden har använt sig av lån och derivatinstrument för att optimera positionstagande och för att säkra andra exponeringar, vilket skapat hävstång. Hävstången anges som förhållandet mellan fondens exponering och fondens nettotillgångsvärde. Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska riskerna inte ska räknas med, har hävstången sedan den 1 september 2015 varierat mellan 0 och 268 procent, med en genomsnittlig exponering om 173 procent. Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har under samma period varierat mellan 2 och 272 procent och i genomsnitt utgjort 181 procent av fondförmögenheten.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

I april i år ansökte förvaltaren hos Finansinspektionen om ett verksamhetstillstånd avseende verksamheten för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investe-

ringsfonder. Tillståndet erhöles den 22 juli. Den 1 september 2015 startade specialmottagarfonden Bodenholm Master och specialmatarfonden Bodenholm One, den 1 oktober startade specialmatarfonden Bodenholm Two.

De svenska reglerna om hur information enligt det amerikanska skatteregelverket Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) ska lämnas till Skatteverket trädde i kraft den 1 april 2015. För fondens investerare som har skatterättslig hemvist i USA innebär detta att uppgifter om dem numera rapporteras till amerikanska skattemyndigheten IRS (via Skatteverket). För investerare i fonden innebär dessa nya regler att AIF-förvaltaren måste ställa ytterligare frågor om kundkänedom till nya och befintliga investerare.

VÄSENTLIGA HÄNDELSE EFTER PERIODENS UTGÅNG

Från den 1 januari 2016 gäller en ny lag i Sverige avseende OECD:s Common Reporting Standard (CRS), den reglerar bland annat hur information om investerares beskattningsbara tillgångar ska utbytas mellan länder. Den nya lagen innebär att uppgifter om innehav för fondens investerare kommer att rapporteras till behöriga myndigheter i de länder där investerarna är skattskyldiga.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Inga väsentliga förändringar har skett under perioden.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens andelsvärde. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och även distribueras via e-post på förfrågan.

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Förvaltaren har under 2015 betalat ut 2,4 miljoner kronor i sammanlagd ersättning till sina totalt sju anställda. Av dessa hänför sig 0,7 miljoner kronor till förvaltarens verkställande ledning och sådana anställda som väsentligen påverkar riskprofilen för fonden. Den sammanlagda ersättningen fördelar sig på 2,2 miljoner kronor i fast ersättning samt 0,3 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.

ÖVRIGT

Bodenholm Capital AB förvaltar tre specialfonder: sedan den 1 september 2015 specialmatarfonden Bodenholm One och specialmottagarfonden Bodenholm Master, samt sedan den 1 oktober 2015 specialmatarfonden Bodenholm Two. Boden-

holm One och Bodenholm Two har som målsättning att vara fullinvesterade i specialmottagarfonden Bodenholm Master. Det utgår inga avgifter i Bodenholm Master.

Fondens omsättningshastighet ska enligt föreskrifterna beräknas i två versioner om fonden handlat med derivatinstrument. Omsättningshastigheten beräknat som summan av sålda finansiella instrument under 2015 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året var 0,32 gånger. Summan av köpta och sålda finansiella instrument under 2015 minskat med summan av tecknade och inlösta andelar i fonden, dividerat med fondens genomsnittliga fondförmögenhet under perioden var 1,94 gånger.

Per den 31 december 2015 uppgick Bodenholm Masters ställda säkerheter till 1 204,8 miljoner kronor, vilket motsvarar 36,13 procent av fondförmögenheten.

Per den 31 december 2015 uppgick fondens mottagna säkerheter till 0 kronor, vilket motsvarar 0 procent av fondförmögenheten.

Under perioden 1 september–31 december 2015 var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,98 procent, som lägst 0,00 procent, i genomsnitt 0,70 procent, och per den 31 december 0,50 procent.

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2015-09-01– 2015-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>		
Värdeförändring på överlåtbara värdepapper		585
Värdeförändring på penningmarknadsinstrument		–2 283
Värdeförändring på OTC-derivatinstrument		101 894
Ränteintäkter		19
Utdelningar		7 627
Valutakursvinster och -förluster netto		–1 810
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		106 032
<i>Kostnader</i>		
Räntekostnader		–934
Övriga finansiella kostnader	1	–4 293
Övriga kostnader	2	–2 692
SUMMA KOSTNADER		–7 919
ÅRETS RESULTAT		98 113
NOT 1 ÖVRIGA FINANSIELLA KOSTNADER		
Aktielån		–313
Utdelningar		–3 980
Summa övriga finansiella kostnader		–4 293
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER		
Bankkostnader		–55
Transaktionsavgifter		–2 637
Summa övriga kostnader		–2 692

BALANSRÄKNING

<i>Belopp i tkr</i>	<i>Not</i>	<i>2015-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>		
Överlåtbara värdepapper		909 434
Penningmarknadsinstrument		1 251 125
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		43 826
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		2 204 385
Bankmedel och övriga likvida medel		1 483 272
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3	4 038
Övriga tillgångar	4	2 850
SUMMA TILLGÅNGAR		3 694 545
<i>Skulder</i>		
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		28 371
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde		306 067
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		334 438
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	5	959
Övriga skulder	6	24 577
SUMMA SKULDER		359 974
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		3 334 571
POSTER INOM LINJEN		
<i>Ställda säkerheter för inlånade finansiella instrument</i>		
Finansiella instrument		449 752
Procent av fondförmögenhet		14
<i>Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument</i>		
Finansiella instrument		15 062
Procent av fondförmögenhet		0
Bankmedel		740 004
Procent av fondförmögenhet		22

<i>Belopp i tkr</i>		<i>2015-12-31</i>
NOT 3	FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER	
	Räntor	3
	Utdelningar	4 035
	Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4 038
NOT 4	ÖVRIGA TILLGÅNGAR	
	Fondlikvidfordringar	2 850
	Summa övriga tillgångar	2 850
NOT 5	UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER	
	Räntor	271
	Utdelningar	594
	Övrigt	94
	Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	959
NOT 6	ÖVRIGA SKULDER	
	Fondlikvidskulder	24 545
	Skuld matarfond	32
	Summa övriga skulder	24 577

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2015
FINANSIELLA INSTRUMENT

Aktier och aktierelaterade finansiella instrument	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (tkr) ²⁾	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Dagligvaror</i>					0,19		3,60
Sprouts Farmers Market (*)	7	US	597 000	6 441	0,19	120 199	3,60
<i>Energi</i>					0,00		-2,74
Petrofac (*)	7	UK	-514 549	673	0,02	-50 923	-1,53
Tecnicas Reunidas (*)	7	ES	-125 000	-759	-0,02	-40 494	-1,21
<i>Finansiella tjänster</i>					-0,06		-4,01
Hong Kong Exchanges & Clearing (*)	7	HK	-314 000	-1 364	-0,04	-67 947	-2,04
Leonteq (*)	7	CH	-53 796	-527	-0,02	-65 789	-1,97
<i>Fordon och komponenter</i>					2,44		2,44
Dometic Group	1	SE	1 500 000	81 450	2,44	81 450	2,44
<i>Förbrukningsvaror och kläder</i>					0,06		-8,58
Hanesbrands (*)	7	US	-293 000	82	0,00	-71 699	-2,15
Hugo Boss (*)	7	DE	-90 000	-1 051	-0,03	-63 402	-1,90
Polaris Industries (*)	7	US	-37 000	2 587	0,08	-26 873	-0,81
Salvatore Ferragamo (*)	7	IT	-189 000	174	0,01	-37 805	-1,13
Steven Madden (*)	7	US	-335 000	-165	0,00	-86 261	-2,59
<i>Handel</i>					4,49		6,00
Harvey Norman Holdings (*)	7	AU	-3 220 000	-9 850	-0,30	-84 462	-2,53
Hennes & Mauritz B	1	SE	540 000	163 134	4,89	163 134	4,89
Trade Me Group (*)	7	NZ	5 101 424	-3 228	-0,10	121 473	3,64
<i>Hushållsprodukter</i>					0,17		9,59
Colgate-Palmolive (*)	7	US	262 109	1 698	0,05	148 946	4,47
Reckitt Benckiser Group (*)	7	UK	217 000	3 895	0,12	170 668	5,12
<i>IT-mjukvara och tjänster</i>					0,02		7,45
Ansys (*)	7	US	218 649	5 060	0,15	172 436	5,17
CA (*)	7	US	-239 724	-1 977	-0,06	-58 722	-1,76
Ebay (*)	7	US	719 000	-3 388	-0,10	167 896	5,04
Mobileye (*)	7	IL	-95 000	1 103	0,03	-33 232	-1,00
<i>Kapitalvaror</i>					-2,36		-9,69
ACS Actividades de Construcción y Servicios (*)	7	ES	-282 438	-960	-0,03	-69 976	-2,10
Assa Abloy B	1	SE	625 000	111 250	3,34	111 250	3,34
Bunzl (*)	7	UK	268 000	1 705	0,05	63 334	1,90
Cargotec	1	FI	-285 203	-90 490	-2,72	-90 490	-2,72
Cimic Group (*)	7	AU	-358 000	-3 993	-0,12	-52 832	-1,58
CNH Industrial (*)	7	UK	-842 619	620	0,02	-49 130	-1,47
Deere & Company (*)	7	US	-117 684	-248	-0,01	-76 748	-2,30
Duerr (*)	7	DE	-92 000	-144	0,00	-62 272	-1,87
Indutrade	1	SE	-203 000	-97 542	-2,93	-97 542	-2,93
Kone B	1	FI	168 000	60 520	1,81	60 520	1,81
Trelleborg B	1	SE	-360 000	-59 328	-1,78	-59 328	-1,78
<i>Kommersiella tjänster</i>					0,05		-0,18
ADT (*)	7	US	-143 000	-120	0,00	-40 540	-1,22
Elior (*)	7	FR	196 000	1 595	0,05	34 834	1,04
<i>Mat, dryck och tobak</i>					2,68		8,34
Aryzta (*)	7	CH	-113 000	29	0,00	-49 079	-1,47

Aktier och aktierelaterade finansiella instrument, forts.	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (tkr) ²⁾	Andel av fond- förmögen- heten (%)	Exponering (tkr)	Exponering (%)
<i>Mat, dryck och tobak, forts.</i>							
Coca-Cola (*)	7	CH	-457 000	968	0,03	-83 904	-2,52
Philip Morris International (*)	7	US	161 000	1 544	0,05	120 550	3,62
Wessanen	1	NL	936 500	80 356	2,41	80 356	2,41
Wessanen (*)	7	NL	632 012	4 493	0,13	54 230	1,63
Viscofan (*)	7	ES	294 000	2 109	0,06	155 794	4,67
<i>Material</i>							
Sika (*)	7	CH	5 666	6 176	0,19	174 676	5,24
<i>Media</i>							
Axel Springer (*)	7	DE	107 000	1 884	0,06	50 777	1,52
Schibsted A	1	NO	665 176	186 267	5,59	186 267	5,59
Schibsted B	1	NO	30 000	8 110	0,24	8 110	0,24
<i>Sjukvårdsutrustning och service</i>							
Elekta B	1	SE	3 028 396	218 347	6,55	218 347	6,55
GN Store Nord	1	DK	-380 000	-58 707	-1,76	-58 707	-1,76
<i>Noterade skuldförbindelser utfärdade av stater</i>							
					37,52		37,52
SWTB % 03/16/2016	2	SE	1 250 000 000	1 251 125	37,52	1 251 125	37,52
<i>Valutarelaterade instrument</i>							
					0,02		
<i>FX Swap</i>							
AUD/SEK (*)	7	AUD	-641 000	-41	0,00		
DKK/SEK (*)	7	DKK	45 000 000	263	0,01		
EUR/SEK (*)	7	EUR	-10 300 000	-347	-0,01		
GBP/SEK (*)	7	GBP	-500 000	-17	0,00		
HKD/SEK (*)	7	HKD	690 000	7	0,00		
NOK/SEK (*)	7	NOK	-180 000 000	715	0,02		
USD/SEK (*)	7	USD	-331 000	-24	0,00		
<i>FX Outright</i>							
AUD/SEK (*)	7	AUD	2 000 000	5	0,00		
CHF/SEK (*)	7	CHF	-1 300 000	-57	0,00		
USD/SEK (*)	7	USD	-1 500 000	-111	0,00		
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				1 869 947	56,08		
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				1 464 624	43,92		
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				3 334 571	100,00		

Fortsättning på nästa sida.

Kategorier	Marknads- värde (tkr) ²⁾	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	603 367	18,10
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	1 251 125	37,52
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.	15 455	0,46

1) Avser det land där bolaget är noterat. Följande förkortningar har använts: AU Australien, CH Schweiz, DE Tyskland, DK Danmark, ES Spanien, FI Finland, FR Frankrike, HK Hong Kong, IL Israel, IT Italien, NL Nederländerna, NO Norge, NZ Nya Zeeland, SE Sverige, UK Storbritannien, US USA.

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

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

Sammanställning av finansiella instrument per emittent¹⁾

	Andel av fond- förmögenhet (%)	Exponering (%)
Schibsted	5,83	5,83
Wessanen	2,54	4,04

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

REDOVISNINGSPRINCIPER

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.

I normalfallet bestäms värdet på marknadsnoterade instrument till senaste betalkurs, icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, till ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs och OTC-derivatinstrument genom användandet av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på andra objektiva grunder. För marknadsnoterade instrument används exempelvis modellvärdering baserad på skillnad mellan noterat instrument och noterad termin, för icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, baseras värdering exempelvis på diskret kassaflödesanalys tillhandahållen av värderings-

mäklare och för OTC-derivatinstrument baseras värderingen exempelvis på värdering tillhandahållen av tredje man."

Det är styrelsens ansvar att tillse att värdering görs i enlighet med förvaltarens värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller priskvoterings av externa parter. Värderingen är gjord den 30 december 2015 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 Ireland") till fondens externa värderare. Citco Ireland ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco Ireland innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco Ireland 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 Ireland beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

ÖVRIG INFORMATION**Förändring av fondförmögenhet**

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2015-12-31	0	3 236 490	-32	98 113	3 334 571

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
2015-12-31	3 334 571	3 194 924,40	1 043,71	4,37

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

Verksamhetsberättelse Bodenholm One

PERIODENS RESULTAT

För perioden, sedan fondens start den 1 september till den 31 december redovisar Bodenholm One en avkastning på 3,22 procent. Under samma period noterade Credit Suisse L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en uppgång på 0,44 procent. MSCI World Index (lokal valuta) och MSCI Europe index (lokal valuta) steg med 3,16 respektive 1,46 procent, medan MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) gick ner 0,45 procent. Se vidare avsnittet "Portföljförvaltarna har ordet" för mer detaljerade kommentarer.

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per den 31 december 2015 uppgick Bodenholm Ones fondförmögenhet till 3 333,8 miljoner kronor (efter avdrag för upplupet prestationsbaserat arvode). Under perioden uppgick andelsutgivningen till 3 263,5 miljoner kronor och inlösen till 0,4 miljoner kronor. Periodens resultat uppgick till 70,8 miljoner kronor.

FONDENS KOSTNADER

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

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 9,7 respektive 17,7 miljoner kronor.

Årlig avgift för 2015, baserat på perioden 1 september till 31 december då fonden varit verksam, uppgår till 0,33 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Specialfonden Bodenholm One bildades och fick sina fondbestämmelser godkända den 22 juli 2015.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Bodenholm One är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Bodenholm Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Bodenholm Master. Läs om riskhanteringen i Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 9.

HÄVSTÅNG

Fonden har rätt att uppta lån, vilket kan påverka fondens hävstång. Tillfälliga lån har vid enstaka tillfällen under året använts för att hantera fondens likviditet. Fondens totala

hävstång mätt med såväl brutto- som åtagandemetoden har sedan den 1 september 2015 varierat mellan 100 och 101 procent och i genomsnitt utgjort 100 procent av fondförmögenheten.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

I april i år ansökte förvaltaren hos Finansinspektionen om ett verksamhetstillstånd avseende verksamheten för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Tillståndet erhöles den 22 juli. Den 1 september 2015 startade specialmottagarfonden Bodenholm Master och specialmatarfonden Bodenholm One, den 1 oktober startade specialmatarfonden Bodenholm Two.

De svenska reglerna om hur information enligt det amerikanska skatteregelverket Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) ska lämnas till Skatteverket trädde i kraft den 1 april 2015. För fondens investerare som har skatterättslig hemvist i USA innebär detta att uppgifter om dem numera rapporteras till amerikanska skattemyndigheten IRS (via Skatteverket). För investerare i fonden innebär dessa nya regler att AIF-förvaltaren måste ställa ytterligare frågor om kundkännedom till nya och befintliga investerare.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Från den 1 januari 2016 gäller en ny lag i Sverige avseende OECD:s Common Reporting Standard (CRS), den reglerar bland annat hur information om investerares beskattningsbara tillgångar ska utbytas mellan länder. Den nya lagen innebär att uppgifter om innehav för fondens investerare kommer att rapporteras till behöriga myndigheter i de länder där investeringarna är skattskyldiga.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Inga väsentliga förändringar har skett under perioden.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNNA

Fondens webbplats uppdateras regelbundet med den senaste informationen gällande fondens avkastning och andelsvärde. Dessutom publiceras månadsrapporter med mer utförlig information om fondens utveckling på webbplatsen. Förvaltaren upprättar årsberättelse och halvårsrapport som publiceras på webbplatsen och även distribueras via e-post på förfrågan.

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Bodenholm Master. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 10.

ÖVRIGT

Bodenholm Capital AB förvaltar tre specialfonder: sedan den 1 september 2015 specialmatarfonden Bodenholm One och specialmottagarfonden Bodenholm Master, samt sedan den 1 oktober 2015 specialmatarfonden Bodenholm Two. Bodenholm One och Bodenholm Two har som målsättning att vara fullinvesterade i specialmottagarfonden Bodenholm Master.

Bodenholm One investerar enbart i andelar i Bodenholm Master. Det finns inga svårvärderade tillgångar i Bodenholm Master.

Omsättningshastigheten beräknat som summan av köpta finansiella instrument under 2015 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året var 1,02 gånger.

Under perioden 1 september–31 december var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 0,98 procent, som lägst 0,00 procent, i genomsnitt 0,70 procent, och per den 31 december 0,50 procent.

MÅNADSAVKASTNINGAR 2015 BODENHOLM ONE

	<i>Bodenholm One (SEK)</i>	<i>Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index (USD)</i>	<i>MSCI World NDTR Index (lokal valuta)</i>	<i>MSCI Europe NDTR Index (lokal valuta)</i>	<i>MSCI Emerging Markets NDTR Index (lokal valuta)</i>
AVKASTNING 2015, %					
September	3,13	-1,12	-3,55	-3,93	-1,71
Oktober	-0,26	1,72	7,87	7,26	5,42
November	-0,86	-0,12	0,64	1,93	-2,69
December	1,21	-0,01	-1,49	-3,41	-1,28
SEPTEMBER–DECEMBER 2015	3,22	0,44	3,16	1,46	-0,45

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2015-09-01 – 2015-12-31
<i>Intäkter och värdeförändring</i>		
Värdeförändring på fondandelar		98 108
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		98 108
<i>Kostnader</i>		
Förvaltningskostnader	1	-27 340
Räntekostnader		0
Övriga kostnader	2	-12
SUMMA KOSTNADER		-27 352
ÅRETS RESULTAT		70 756
NOT 1 FÖRVALTNINGSKOSTNADER		
Fasta arvoden		-9 651
Prestationsbaserade arvoden		-17 689
Summa förvaltningskostnader		-27 340
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER		
Bankkostnader		-12
Summa övriga kostnader		-12

BALANSRÄKNING

Belopp i tkr	Not	2015-12-31
<i>Tillgångar</i>		
Fondandelar		3 333 308
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		3 333 308
Bankmedel och övriga likvida medel		4 204
SUMMA TILLGÅNGAR		3 337 512
<i>Skulder</i>		
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	3	3 692
SUMMA SKULDER		3 692
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		3 333 820
NOT 3 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
Skuld till fondbolag		3 691
Övrigt		1
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		3 692

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2015
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Andelar i fonder</i>					
Bodenholm Master	7	SE	3 193 714	3 333 308	99,98
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				3 333 308	99,98
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				512	0,02
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				3 333 820	100,00

Kategorier	Marknads- värde (tkr)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	–	–
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	–	–
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	–	–
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	–	–
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	–	–
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	–	–
7. Övriga finansiella instrument.	3 333 308	99,98

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

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. I normalfallet bestäms värdet på marknadsnoterade instrument till senaste betalkurs, icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, till ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs och OTC-derivatinstrument genom användandet av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på andra objektiva grunder. För marknadsnoterade instrument används exempelvis modellvärdering baserad på skillnad mellan noterat instrument och noterad termin, för icke marknadsnoterade instrument, se §7.1, baseras värdering exempelvis på diskret kassaflödesanalys tillhandahållen av värderingsmäklare och för OTC-derivatinstrument baseras värderingen exempelvis på värdering tillhandahållen av tredje man."

Det är styrelsens ansvar att tillse att värdering görs i enlighet med förvaltarens värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller priskvoteringar av externa parter. Värderingen är gjord den 30 december 2015 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 Ireland") till fondens externa värderare. Citco Ireland ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco Ireland innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco Ireland 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 Ireland beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenheten

Belopp i tkr	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2015-12-31	0	3 263 463	-399	70 756	3 333 820

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (tkr)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (kr)	Avkastning (%) ¹⁾
2015-12-31	3 333 820	3 237 101,33	1 029,88	3,22

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

Andelsägarens kostnader 2015

Belopp i kronor	I procent av investering per 2014-12-31	
Marknadsvärde per 2014-12-31	10 000	
Värdeförändring före kostnader 2015	437	4,37
Kostnader		
Fast arvode ¹⁾	-34	-0,34
Prestationsbaserat arvode ²⁾	-80	-0,80
Övriga kostnader ³⁾	0	0,00
Värdeförändring efter kostnader	322	3,22
Marknadsvärde per 2015-12-31	10 322	

1) 1 procent per år.

2) 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastnings-tröskeln. Fonden tillämpar den så kallade high watermark-principen vid beräkning av prestationsbaserat arvode.

3) Övriga kostnader avser transaktionsrelaterade bankkostnader samt räntekostnader.

Exemplet till vänster åskådliggör kostnadsbelastningen i Bodenholm One under kalenderåret 2015. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 kronor per 31 augusti 2015, och som behållit dessa andelar under hela 2015. (I tabellen redovisar vi investeringen som om den gjordes den 31 december 2014.)

Verksamhetsberättelse Bodenholm Two

PERIODENS RESULTAT

För perioden, sedan fondens start den 1 oktober till den 31 december 2015, redovisar Bodenholm Two en avkastning på 0,22 procent. Under samma period noterade Credit Suisse L/S Equity Index, som speglar utvecklingen för hedgefonder med liknande inriktning som Bodenholm, en uppgång på 1,58 procent. MSCI World Index (lokal valuta) och MSCI Europe index (lokal valuta) steg med 6,95 respektive 5,61 procent, även MSCI Emerging Markets Index (lokal valuta) steg med 1,28 procent. Se vidare avsnittet "Portföljförvaltarna har ordet" för mer detaljerade kommentarer.

FONDFÖRMÖGENHETENS UTVECKLING

Per 31 december 2015 uppgick Bodenholm Twos fondförmögenhet till 151 305 US-dollar. Under perioden uppgick andelsutgivningen till 150 970 US-dollar och inlösen till 0 US-dollar. Periodens resultat uppgick till 335 US-dollar.

FONDENS KOSTNADER

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

Fasta och prestationsbaserade arvoden till förvaltaren belastade fonden med 376,4 US-dollar respektive 83,8 US-dollar.

Årlig avgift för 2015, baserat på perioden 1 oktober till 31 december då fonden varit verksam, uppgår till 0,25 procent beräknat på årets fasta arvode i förhållande till årets genomsnittliga fondförmögenhet.

UTDELNING

Fonden är inte utdelande.

FONDBESTÄMMELSER

Specialfonden Bodenholm Two bildades och fick sina fondbestämmelser godkända den 22 juli 2015.

VÄSENTLIGA RISKER FÖRKNIPPADE MED INNEHAVEN

Eftersom Bodenholm Two är en specialmatarfond som investerar i specialmottagarfonden Bodenholm Master, där portföljförvaltningen sker, är fondens risker koncentrerade till fonden Bodenholm Master. Läs om riskhanteringen i Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 9.

HÄVSTÅNG

Fonden har under året använt derivat för att regelbundet valutasäkra innehavet i specialmottagarfonden. Fonden har även rätt att uppta lån, vilket kan påverka fondens hävstång. Tillfälliga lån har vid enstaka tillfällen under året använts för att hantera fondens likviditet. Mätt med den så kallade åtagandemetoden, enligt vilken derivat i syfte att minska

riskerna inte ska räknas med, har hävstången sedan den 1 oktober 2015 varierat mellan 99 och 119 procent, med en genomsnittlig exponering om 112 procent. Fondens totala hävstång mätt med bruttometoden har under samma period varierat mellan 213 och 324 procent och i genomsnitt utgjort 249 procent av fondförmögenheten.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER UNDER PERIODEN

I april i år ansökte förvaltaren hos Finansinspektionen om ett verksamhetstillstånd avseende verksamheten för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Tillståndet erhöles den 22 juli. Den 1 september 2015 startade specialmottagarfonden Bodenholm Master och specialmatarfonden Bodenholm One, den 1 oktober startade specialmatarfonden Bodenholm Two.

De svenska reglerna om hur information enligt det amerikanska skatteregelverket Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) ska lämnas till Skatteverket trädde i kraft den 1 april 2015. För fondens investerare som har skatterättslig hemvist i USA innebär detta att uppgifter om dem numera rapporteras till amerikanska skattemyndigheten IRS (via Skatteverket). För investerare i fonden innebär dessa nya regler att AIF-förvaltaren måste ställa ytterligare frågor om kundkännedom till nya och befintliga investerare.

VÄSENTLIGA HÄNDELSER EFTER PERIODENS UTGÅNG

Från den 1 januari 2016 gäller en ny lag i Sverige avseende OECD:s Common Reporting Standard (CRS), den reglerar bland annat hur information om investerares beskattningsbara tillgångar ska utbytas mellan länder. Den nya lagen innebär att uppgifter om innehav för fondens investerare kommer att rapporteras till behöriga myndigheter i de länder där investerarna är skattskyldiga.

ORGANISATORISKA FÖRÄNDRINGAR

Inga väsentliga förändringar har skett under perioden.

KOMMUNIKATION MED ANDELSÄGARNA

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

INFORMATION OM ERSÄTTNINGAR

Fonden investerar enbart i andelar i Bodenholm Master samt i valutasäkringar för detta innehav. För information om ersättningar som betalats ut av förvaltaren hänvisas till Bodenholm Masters verksamhetsberättelse, sidan 10.

ÖVRIGT

Bodenholm Capital AB förvaltar tre specialfonder: sedan den 1 september 2015 specialmatarfonden Bodenholm One och specialmottagarfonden Bodenholm Master, samt sedan den 1 oktober 2015 specialmatarfonden Bodenholm Two. Bodenholm One och Bodenholm Two har som målsättning att vara fullinvesterade i specialmottagarfonden Bodenholm Master.

Fondens omsättningshastighet ska enligt föreskrifterna beräknas om fonden handlat med derivatinstrument. Omsättningshastigheten beräknat som summan av sålda finansiella instrument under 2015 dividerat med den genomsnittliga fondförmögenheten under året var 0,02 gånger.

Under perioden 1 oktober 2015 till 31 december 2015 var fondens Value-at-Risk, beräknad enligt parametrisk metod, som högst 1,00 procent, som lägst 0,51 procent, i genomsnitt 0,74 procent, och per den 31 december 0,51 procent.

MÅNADSAVKASTNINGAR 2015 BODENHOLM TWO

	<i>Bodenholm Two (USD)</i>	<i>Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index (USD)</i>	<i>MSCI World NDTR Index (lokal valuta)</i>	<i>MSCI Europe NDTR Index (lokal valuta)</i>	<i>MSCI Emerging Markets NDTR Index (lokal valuta)</i>
AVKASTNING 2015, %					
Oktober	-0,25	1,72	7,87	7,26	5,42
November	-0,86	-0,12	0,64	1,93	-2,69
December	1,34	-0,01	-1,49	-3,41	-1,28
OKTOBER-DECEMBER 2015	0,22	1,58	6,95	5,61	1,28

Räkenskaper

RESULTATRÄKNING

<i>Belopp i USD</i>	<i>Not</i>	<i>2015-10-01– 2015-12-31</i>
<i>Intäkter och värdeförändring</i>		
Värdeförändring på fondandelar		578
Valutakursvinster och -förluster netto		361
SUMMA INTÄKTER OCH VÄRDEFÖRÄNDRING		939
<i>Kostnader</i>		
Förvaltningskostnader	1	-460
Övriga kostnader	2	-144
SUMMA KOSTNADER		-604
ÅRETS RESULTAT		335
NOT 1 FÖRVALTNINGSKOSTNADER		
Fasta arvoden		-376
Prestationsbaserade arvoden		-84
Summa förvaltningskostnader		-460
NOT 2 ÖVRIGA KOSTNADER		
Bankkostnader		-144
Summa övriga kostnader		-144

BALANSRÄKNING

<i>Belopp i USD</i>	<i>Not</i>	<i>2015-12-31</i>
<i>Tillgångar</i>		
Fondandelar		150 117
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde		1 236
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		151 353
Bankmedel och övriga likvida medel		3 080
Övriga tillgångar	3	3 760
SUMMA TILLGÅNGAR		158 193
<i>Skulder</i>		
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde		6 678
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		6 678
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	210
SUMMA SKULDER		6 888
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET		151 305
NOT 3 ÖVRIGA TILLGÅNGAR		
Fondlikvidfordringar		3 760
Summa övriga tillgångar		3 760
NOT 4 UPPLUPNA KOSTNADER OCH FÖRUTBETALDA INTÄKTER		
Skuld till fondbolag		210
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter		210

FONDFÖRMÖGENHET PER 31 DECEMBER 2015
FINANSIELLA INSTRUMENT

Finansiella instrument	Kategori	Land ¹⁾	Antal	Marknads- värde (USD)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
<i>Andelar i fonder</i>					
Bodenholm Master	7	SE	1 210	150 117	99,22
<i>Valutarelaterade instrument</i>					
FX Swap	Kategori	Valuta	Belopp	Marknads- värde (USD)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
USD/SEK	7	SEK	-1 322 365	1 216	0,80
USD/SEK	7	SEK	1 322 365	-1 228	-0,81
USD/SEK	7	SEK	-1 278 185	-5 416	-3,58
<i>FX Outright</i>					
USD/SEK	7	SEK	14 452	18	0,01
USD/SEK	7	SEK	-6 291	2	0,00
USD/SEK	7	SEK	-20 686	-34	-0,02
SUMMA FINANSIELLA INSTRUMENT				144 675	95,62
ÖVRIGA TILLGÅNGAR/SKULDER, NETTO				6 630	4,38
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET				151 305	100,00

Kategorier	Marknads- värde (USD)	Andel av fond- förmögen- heten (%)
1. Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	-	-
2. Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	-	-
3. Överlåtbara värdepapper som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	-	-
4. Övriga finansiella instrument som är föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	-	-
5. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.	-	-
6. Överlåtbara värdepapper som inom ett år från emissionen avses bli föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten.	-	-
7. Övriga finansiella instrument.	144 675	95,62

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

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 vär-

det på fondandelar används av förvaltaren senast redovisade andelsvärde. I normalfallet bestäms värdet på marknadsnoterade instrument till senaste betalkurs, icke marknadsnoterade instrument, se § 7.1, till ett genomsnitt av senaste köp- och säljkurs och OTC-derivat instrument genom användandet av en allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis Black & Scholes för optioner. Om ovan nämnda värderingsmetoder enligt förvaltarens bedömning är missvisande, fastställs värdet på andra objektiva grunder. För marknadsnoterade instrument används exempelvis modellvärdering baserad på skillnad mellan noterat instrument och noterat ter-

min, för icke marknadsnoterade instrument, se § 7.1, baseras värdering exempelvis på diskret kassaflödesanalys tillhandahållen av värderingsmäklare och för OTC-derivat instrument baseras värderingen exempelvis på värdering tillhandahållen av tredje man.”

Det är styrelsens ansvar att tillse att värdering görs i enlighet med förvaltarens värderingspolicy. Ej marknadsnoterade (OTC) instrument är till exempel valutainstrument och aktieswappar. Värdering av icke-standardiserade instrument baseras på etablerade värderingsmodeller eller priskvoterings av externa parter. Värderingen är gjord den 30 december 2015 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 Ireland") till fondens externa värderare. Citco Ireland ingår i Citco Group, en av världens största aktörer inom hedgefondadministration. Outsourcingavtalet med Citco Ireland innebär att de praktiskt genomför värderingen av fondens tillgångar för att säkerställa att andelsägarna erhåller en oberoende tredjepartsvärdering av fondförmögenheten och andelskursen. Citco Ireland 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 Ireland beräkning av prestationsbaserat arvode och fastställer fondandelsvärdet under ett separat administrationsavtal.

ÖVRIG INFORMATION

Förändring av fondförmögenhet

Belopp i USD	Ingående fondförmögenhet	Andelsutgivning	Andelsinlösen	Årets resultat	Total fondförmögenhet
2015-12-31	0	150 970	–	335	151 305

Andelsvärde

	Fondförmögenhet (USD)	Antal utelöpande andelar	Andelsvärde (USD)	Avkastning (%) ¹⁾
2015-12-31	151 305	150,97	1 002,22	0,22

1) Avser andelsägare som deltagit i fonden sedan start.

Andelsägarens kostnader 2015

Belopp i US-dollar	1 procent av investering per 2014-12-31	
Marknadsvärde per 2014-12-31	10 000	
Värdeförändring före kostnader 2015	62	0,62
Kostnader		
Fast arvode ¹⁾	–25	–0,25
Prestationsbaserat arvode ²⁾	–6	–0,06
Övriga kostnader ³⁾	–10	–0,10
Värdeförändring efter kostnader	22	0,22
Marknadsvärde per 2015-12-31	10 022	

1) 1 procent per år.

2) 20 procent av den del av totalavkastningen som överstiger avkastnings-tröskeln. Fonden tillämpar den så kallade high watermark-principen vid beräkning av prestationsbaserat arvode.

3) Övriga kostnader avser transaktionsrelaterade bankkostnader samt räntekostnader.

Exemplet till vänster åskådliggör kostnadsbelastningen i Bodenholm Two under kalenderåret 2015. Kalkylen avser en andelsägare som ägt andelar i fonden sedan start, med ett marknadsvärde om 10 000 US-dollar per 30 september 2015, och som behållit dessa andelar under hela 2015. (I tabellen redovisar vi investeringen som om den gjordes den 31 december 2014.)

Stockholm den 3 mars 2016

Bodenholm Capital AB

Svante Elfving
Ordförande

Per Johansson

Erik Karlsson
Verkställande direktör

John Lindberg

Ola Paulsson

Revisionsberättelse

Till andelsägarna i Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two

RAPPORT OM ÅRSBERÄTTELSE

Vi har i egenskap av revisorer i Bodenholm Capital AB, organisationsnummer 559007-1790, utfört en revision av årsberättelsen för fonderna Bodenholm Master, Bodenholm One och Bodenholm Two för år 2015.

Förvaltarens ansvar för årsberättelsen

Det är förvaltaren som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder tillämpats vid upprättandet och för den interna kontroll som förvaltaren bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorernas ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsberättelsen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsberättelsen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsberättelsen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur förvaltaren upprättar årsberättelsen i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i förvaltarens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i förvaltarens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsberättelsen.

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

Uttalande

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen i allt väsentligt upprättats i enlighet med lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Stockholm den 3 mars 2016

KPMG AB

Anders Bäckström
Auktoriserad revisor

Förvaltningsorganisation

Per Johansson, förvaltningsansvarig (CIO) och styrelseledamot

– Efter avslutade magisterstudier vid Lunds universitet anställdes Per Johansson 2004 som aktieanalytiker av Fidelity Investments i London. År 2006 gick han vidare till Fidelity Management & Research i Boston som analytiker och delansvarig för en Global Financials Fund. År 2009 flyttade Per Johansson till Hong Kong för att bygga upp Fidelity Management & Researchs aktieanalysavdelning för Asien. Från 2010 blev Johansson delansvarig för Fidelity Management & Researchs globala emerging markets-fond. År 2011 flyttade han tillbaka till London för att utöver sitt ansvar för emerging markets ta över ansvaret som ensam portföljförvaltare för Fidelity Management & Research Nordic Fund. Barrons rankade fonden som den bästa av alla internationella fonder i USA 2013 och 2014 vann den Lippers European Award för sitt treåriga track record. Tillsammans med Erik Karlsson grundade Per Johansson Bodenholm Capital AB i början av 2015 och är förvaltningsansvarig (CIO) för fonden.

Erik Karlsson, portföljförvaltare, vd och styrelseledamot

– Efter avslutade magisterstudier vid Lunds universitet anställdes Erik Karlsson 2003 som trainee på AP Möller Maersk i Göteborg. År 2004 gick han vidare till Cazenove som aktieanalytiker för små och medelstora bolag i Norden. År 2007 anställdes Karlsson av AKO Capital som partner och aktieanalytiker fokuserad på europeiska bolag. Karlsson var en av de första anställda på AKO Capital LLP och var under sin tid där ansvarig för analysen av flera sektorer. Erik Karlsson grundade tillsammans med Per Johansson Bodenholm Capital AB i början av 2015 och är bolagets vd samt portföljförvaltare i fonden.

Brummer & Partners

Vi är en av Europas ledande hedgefondförvaltare med cirka 141 miljarder kronor¹⁾ under förvaltning på uppdrag av institutioner, privatpersoner och företag. Genom att vi samlar investeringsstrategier som inte förväntas samvariera över tiden och som alla eftersträvar konkurrenskraftig riskjusterad avkastning, kan vi erbjuda en väldiversifierad förvaltning vars avkastning över tid förväntas vara oberoende av utvecklingen på kapitalmarknaden.

VÅR AFFÄRSMODELL

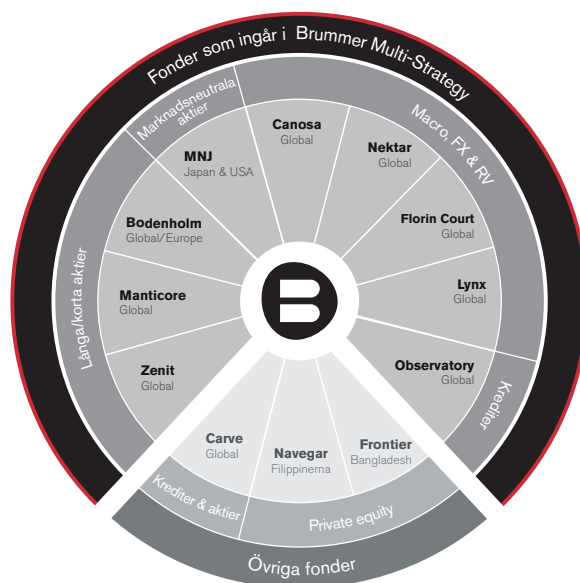
Vår affärsmodell bygger på självständiga förvaltningsbolag som leds och utvecklas oberoende av varandra. Vi är måna om att behålla vår innovativa företagskultur samtidigt som förvaltarteamen kan dra nytta av den samlade kunskap och erfarenhet som finns i gruppen. På så sätt får vi en sund expansion driven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

VÅR FÖRVALTNING

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

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

Eftersom vi är delägare i förvaltningsbolagen och BMS är en viktig investerare i alla våra fonder, samtidigt som både Brummer & Partners AB och portföljförvaltarna själva investerar i fonderna, skapas intressegemenskap mellan oss, portföljförvaltarna och våra investerare. Vår avgiftsstruktur baseras på att vi tar betalt efter prestation och fondernas mål



är inte att slå sina jämförelseindex utan att leverera konkurrenskraftig avkastning oavsett hur det går för indexen. Våra portföljförvaltare måste alltid ta igen eventuella förluster och passera fondernas avkastningströsklar innan prestationsbaserat arvode kan tas ut.

BRUMMER LIFE

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

HEDGE FUND STANDARDS BOARD

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

1) 31 december 2015.

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.

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

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

FONDFÖRMÖGENHET (FVM) 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 Sharpe-kvot).

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.

SHARPE-KVOT Ett mått på portföljens riskjusterade avkastning. Beräknas som avkastningen utöver den riskfria räntan i relation till investeringens risk definierad som standardavvikelse. En hög Sharpe-kvot 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. Bodenholm Two är en specialfond enligt 1 kap 11 § 23 lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

STANDARDAVVIKELSE 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 Bodenholm 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.

