

Ole Peter Lorentzen  
Ludvig Lorentzen AS

Kopi: Alle aksjonærer i Agasti Holding ASA

Oslo, 17. juni 2013

## **VEDRØRENDE SPØRSMÅL TIL FORSLAG OM KJØP AV WUNDERLICH INVESTMENT COMPANY, INC.**

### **INNLEDNING**

Det vises til brev til styreleder Merete Haugli i Agasti Holding ASA ("Selskapet" eller "Agasti") av 12. juni 2013 ("Brevet") og vårt foreløpige svar av 13. juni 2013.

I Brevet er det bedt om ytterligere informasjon vedrørende forslaget til kjøp av 70,8 % av aksjene i Wunderlich Investment Company, Inc. ("Wunderlich"). Vi vil her besvare spørsmålene som stilles. Videre arbeider Selskapet for å sende ut oppdatert informasjon om transaksjonen i løpet av uken.

Selskapet ønsker innledningsvis å gi uttrykk for at denne transaksjonen har vært underlagt en svært grundig prosess i selskapet, over lang tid. Selskapet vurderte også oppkjøp av Wunderlich i annet halvår av 2011 og gjorde den gang omfattende undersøkelser med uavhengig due diligence med cross-border team fra Ernst & Young på skatt og finansielle forhold og uavhengig juridisk due diligence fra det amerikanske firmaet Haynes og Boones. I tillegg var Arctic Securities Selskapets finansielle rådgiver. Transaksjonen har forut for beslutning i styret i 2013 vært behandlet i 5 styremøter og grunnlagsdokumentasjonen har vært omfattende. Også denne gang ble det foretatt uavhengig due diligence med cross-border team fra Ernst & Young på skatt og finansielle forhold og uavhengig juridisk due diligence fra det amerikanske firmaet K&L Gates. Advokatfirmaet Kluge bistod i tillegg Selskapet med alle norske forhold, i tillegg til aksjekjøpsavtalen.

Alle krav som følger av aksje- og verdipapirlovgivningen med hensyn til innkalling til generalforsamling mv., er oppfylt. Videre er de særskilte krav som stilles som følge av at største aksjonær i Selskapet også er en betydelig aksjonær i Wunderlich, oppfylt. Transaksjonen er videre grundig omtalt i ulike børsmeldinger. Da Selskapet er notert på Oslo Børs og morselskap til flere verdipapirforetak underlagt Finanstilsynets tilsyn, medfører det regulatoriske rammeverket enkelte begrensninger for hva man kan gå ut med offentlig til enhver tid. Dette vil også måtte hensyntas i den informasjon som gjøres tilgjengelig frem mot behandlingen i ordinær

generalforsamling 26. juni 2013. Det er likevel ikke Selskapets ønske, på noe tidspunkt, å tilbakeholde informasjon eller begrense mulighetene for aksjonærene til å kunne fatte en velinformert beslutning på generalforsamling.

## **AD 1. HVILKE RESULTATER SAMARBEIDET MED WUNDERLICH HAR GITT SÅ LANGT**

Det medfører ikke riktighet at Agasti og Wunderlich har hatt et felles selskap i Wunderlich Securities AS i flere år (Wunderlich Norge AS eksisterer ikke, men vi antar det er Wunderlich Securities AS, som nå heter Agasti Wunderlich Capital Markets AS det refereres til i spørsmålet).

Agasti inngikk avtale om kjøp av 50 % av Wunderlich Securities AS i august 2012 og overtok 100 % av selskapet i februar 2013. Begge disse transaksjonene ble offentliggjort av Agasti i børsmeldinger på henholdsvis 15. august 2012 og 7. februar 2013.

I perioden før august 2012 var Wunderlich Securities AS heleid av Wunderlich og ansatte i Wunderlich Securities AS og hadde ingen tilknytninger eller samarbeid med Agasti for øvrig.

Agasti og Wunderlich har i dag 7 aktive cross-border mandater innenfor forretningsområdet Capital Markets. Det arbeides videre med flere prospekter hvor vi er i konkrete mandatforhandlinger. Mandatene varierer i type og omfang, fra M&A oppdrag til kapitalinnhenting. Transaksjonene omfattet av mandatene varierer også i størrelse og omfang, fra små transaksjoner i størrelsesorden 50 til 200 millioner til store kompliserte prosjekter av betydelig størrelse. Agasti og Wunderlich utfører disse prosjektene i integrerte team hvor kunden benytter seg av kompetansen og nettverket til begge selskaper for å løse oppgavene. Agasti sikrer mandatene på grunn av forventet plasseringsmulighet og kundegrunnlag i USA.

Flere av mandatene forventes gjennomført i 2013, den første sent i juni og ytterligere ett som er estimert ferdigstilt i månedsskifte juni-juli. Agasti vil kunne offentliggjøre resultatene fra disse når de er avsluttet. De tre mandatene som ligger nærmest i tid vil gi et samlet honorar ved gjennomføring fra minst NOK 16 millioner opp til NOK 45 millioner.

## **AD 2. DETALJERT FINANSIELL INFORMASJON OM WUNDERLICH**

Som nevnt innledningsvis arbeider Selskapet med å sende ut oppdatert informasjon om transaksjonen i løpet av uken.

Vedlagt dette brev, vedlegges siste tre års reviderte regnskaper for Wunderlich. Etter vår vurdering må dette anses som tilstrekkelig for aksjonærenes beslutningsgrunnlag i tilknytning til transaksjonen.

For ordens skyld ønsker Selskapet å legge til følgende kommentarer. Det har blitt påstått i media at Wunderlich aldri har tjent penger. Dette utsagnet medfører ikke riktighet. Wunderlich har levert positivt resultat på bunnlinjen i 3 av de siste 6 årsregnskapene (sist i 2011). I samme periode har selskapet økt sine inntekter med over 330 %.

I etterkant av tall for april 2013 som ble presentert på side 21 i vedlegg til Agastis børsmelding 27. mai 2013, har Wunderlich levert kontantstrøm på mer enn USD 1 million i mai 2013 og en samlet positiv kontantstrøm fra drift på mer enn USD 4 millioner for regnskapsåret 2013 hittil (11 måneder).

Agasti har i perioden april og mai levert et driftsresultat (EBIT) på - 4 millioner kroner og kontantstrøm fra drift (EBITDA) på -1 million kroner.

### **AD 3. VERDIVURDERINGER**

Det er foretatt flere uavhengige vurderinger av de involverte partene i transaksjonen av verdi/bytteforhold, både av eksterne, uavhengige rådgivere og av den habile ledelsen i Agasti. I tillegg til revisors redegjørelse som fremkommer av vedlegg 5 til innkalling til generalforsamling, har Selskapet innhentet en fairness opinion fra Arctic Securities ASA ("Arctic"). Etter Selskapets oppfatning innebærer dette at det foreligger mer omfattende vurderinger av verdi/bytteforhold enn hva som legges til grunn i anbefalingene fra Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse ("NUES") vedrørende transaksjoner mellom nærstående.

Ledelsen i Agasti har gjennomført en omfattende verdivurdering av Wunderlich som har ligget til grunn for forhandlinger mellom partene knyttet til bytteforhold. Denne vurderingen viser et verdianslag på NOK 417 millioner basert på midtpunktet av observasjoner og NOK 346 millioner basert på en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer ("DCF"). Dersom man legger inn estimater for synergier, øker midt punktet til NOK 487 millioner.

I etterkant av dette utarbeidet Arctic Securities ASA ("Arctic") således en fairness opinion knyttet til transaksjonen. For å kunne ha en formening om bytteforhold, har Arctic gjennomført en verdivurdering av Wunderlich så vel som av Agasti. Arctic har tidligere også gjennomført tilsvarende verdivurdering i forbindelse med en vurdering av tilsvarende transaksjon som ble evaluert vinteren 2012. Utdrag av deres fairness opinion er tidligere forelagt markedet. Det vil ikke være riktig å offentliggjøre denne i sin helhet da den inneholder sensitiv informasjon. Arctic sin verdivurdering viser et verdianslag for Wunderlich på cirka NOK 355 millioner basert på midtpunktet av observasjonene og i intervallet cirka NOK 360 – 480 millioner basert på en DCF analyse.

I tillegg har revisorfirmaet Kjelstrup & Wiggen Consulting gjennomført en uavhengig sakkyndig redegjørelse for å oppfylle allmennaksjelovens krav til transaksjoner med nærstående.

### **AD 4. SYNERGIER**

Agasti Wunderlich Capital Markets AS har i perioden etter at Agasti trådte inn på eiersiden opplevd en betydelig økt oppdragsmengde som følge av samarbeidet med Wunderlich Securities, Inc. For å vurdere potensialet knyttet til en tettere integrasjon mellom Agasti og Wunderlich har det vært gjennomført et betydelig arbeid for å kartlegge omfanget av synergier.

Disse er i hovedsak markedssynergier innenfor corporate finance knyttet til emisjoner i egenkapital- eller fremmedkapitalinstrumenter eller innenfor mergers & acquisitions (M&A).

Innenfor identifiserte mandater, som vist til ovenfor under punkt 1, er det angitt et inntekstpotensiale fra NOK 80 millioner og oppover for inneværende år. Videre er det kartlagt et potensiale på ytterligere NOK 200-400 millioner innenfor relevante områder i årene fremover.

I tillegg til dette kommer synergier innenfor Investment Management knyttet til innhenting av kapital fra for eksempel US-baserte investorer til forvaltning av Obligo Investment Management og innenfor Wealth Management. Samlet sett forventes det betydelige inntektssynergier knyttet til dette.

Det er på det rene at Wunderlich vinteren 2013 initierte et strategisk partnersøk uavhengig av samarbeidet med Agasti. Selskapet var i flere prosesser knyttet til mulige partnere som hadde en agenda som satt det strategiske samarbeidet mellom partene i fare. Agasti måtte derfor ta stilling til en eventuell strukturtransaksjon nå ettersom muligheten sto i fare for å forsvinne.

Uavhengig av dette er det styrets vurdering at en eiermessig integrasjon sikrer en tettere binding mellom samarbeidspartnere og øker sannsynligheten for å realisere det identifiserte synergipotensialet. Det er derfor styrets vurdering at slike synergier neppe ville la seg fullt ut realisere gjennom en samarbeidsavtale.

Utover dette er det identifisert en rekke ikke kvantifiserbare synergier. Herunder er det styrets klare oppfatning at selskapets strategiske posisjon vil styrkes vesentlig som følge av transaksjonen, særlig knyttet til følgende elementer;

- Relevant partner: For å vinne mandater og oppdrag er det kritisk å ha kredibilitet, størrelse, kompetanse, track-record, plasseringsevne og tilstedeværelse.
- Attraktiv arbeidsgiver: en kombinert enhet vil fremstå som vesentlig mer attraktiv for å tiltrekke og beholde førsteklasses talent som er nødvendig for å lykkes
- Komplett industriell plattform: Agasti og Wunderlich vil sammen utgjøre en komplett industriell enhet og være det eneste integrerte USA/Nordisk-baserte selskapet med virksomhet innenfor Investment banking, Investment Management og Wealth Management

## **AD 5. EARN OUT**

Det er avtalt et tilleggsvederlag mellom partene knyttet til oppnåelse av cross border inntekter, nivå på EBITDA for Wunderlich og Assets under Management. Det er grunn til å tro at dersom kriteriene oppnås vil dette gi betydelig positiv inntjening for Agastikonsernet. Dette vil i seg selv trolig påvirke aksjekursen i en retning hvor earn-out ikke blir utbetalt.

Det vil dermed være både i Selskapets og aksjonærenes interesse å søke å realisere nevnte synergier i måleperioden; noe som gir sammenfallende interesser for Ydstebø og Selskapets øvrige aksjonærer. For ytterligere informasjon vedrørende denne avtalen vises det til vedlegg 5 til innkalling til ordinær generalforsamling.

#### **AD 6. EMISJONER I WUNDERLICH**

Coil Investment Group AS (gjennom Coil US Holding, Inc.) gjorde sin initielle investering i Wunderlich i 2007 og Wunderlich har i etterkant hentet inn i gjennomsnitt USD 4 millioner per år i de fem årene 2008 til 2012. I tillegg har Agasti investert i en konvertibel obligasjon i Wunderlich på USD 2,5 millioner i august 2012 som fremgår av Agastis børsmelding 15. august 2012. Det har ikke blitt gjennomført emisjoner i selskapet i 2013.

Ut over Coil US Holding, Inc. og de syv andre norske aksjonærene har mer enn 50 av Wunderlich' ansatte og ledelse deltatt i emisjoner i denne perioden til samme vilkår som Coil US Holding, Inc., og øvrige norske aksjonærer.

Foruten kapital som har kommet fra emisjoner, har også selskapet i samme periode levert en positiv kontantstrøm fra drift av etablert virksomhet på langt mer enn NOK 100 millioner til å investere i selskapets vekstinitiativer. De største investeringene har vært oppbyggingen av Equity Capital Markets siden høsten 2008 og rekruttering av nye rådgivere innen Private Client Group.

#### **AD 7. KONTANTSTRØM**

Ambisjonen for Wunderlich vil være å videreutvikle virksomheten i tråd med etablert strategi og synliggjort potensiale, herunder realisering av synergier med Agasti. Det er dermed ikke forventet at Wunderlich vil genere utbytte til Agasti de nærmeste årene. Likeledes er det ikke forventet at Wunderlich vil kreve vesentlig kapital utover det som allerede er finansiert.

Et eventuelt kapitalbehov i Wunderlich som kan oppstå som følge av forsert vekst utover foreliggende planer vil søkes løst ved selvstendig finansiering av Wunderlich. Her er det allerede dialog med aktuelle parter i USA.

I tillegg foreligger det en aksjonæravtale mellom Coil US Holding, Inc. og Wunderlich som Agasti trer inn i ved transaksjonen. Hovedpunktene i denne er:

- Agasti har rett til å utnevne 4 av totalt 7 styremedlemmer.
- Regulering av ansattes aksjeinnhav ved opphør av ansettelsesforhold.
- Right of first refusal knyttet til minoritetsaksjonærenes eventuelle salg av aksjer.
- Medsalgsplikt for minoritetsaksjonærene dersom Agasti selger sine aksjer.
- Medsalgsrett for minoritetsaksjonærene dersom Agasti selger majoriteten av sine aksjer.
- Reguleringer knyttet til styrets kompetanse.
- Regulering knyttet til eventuell avvikling av aksjonæravtale.

## **AD 8. FORHÅNSGODKJENNELSER**

Det er søkt om vurdering av egnetheten for endret eierskap i Agasti Holding ASA til Finanstilsynet i samsvar med verdipapirhandelloven § 9-10. Tilsvarende brev er oversendt relevante myndigheter i USA for Wunderlichs del. Disse brevene er fortsatt til behandling hos de respektive myndighetsorganer og forventes besvart i forkant av generalforsamlingen 26. juni 2013.

Med vennlig hilsen

Merete Haugli  
Styreleder  
Agasti Holding ASA

Vedlegg