

C. De gang van zaken sinds de Beschikking

Sawiris komt niet tot inkeer

11. De inhoud van de Beschikking is voor OCI en Sawiris geen aanleiding geweest tot zelfreflectie. Vrijwel terstond na het wijzen daarvan heeft Sawiris bij monde van het bestuur van Orascom laten weten dat hij onverkort uitvoering van de Transactie verlangt en dat aanpassing van de voorwaarden daarvan niet aan de orde is. VEB-Smits verwijzen naar het persbericht van Orascom van 22 januari 2026 (Productie 48):

“With this shareholder approval in place, the Company [Orascom – adv.] does not intend to accept or pursue any alternative exchange ratio in connection with the proposed combination.”

OCI heeft bij persbericht van 17 april 2026 (Productie 49) laten weten dat zij zich slechts op alternatieven voor de Transactie zal beraden als die definitief wordt geblokkeerd.



"In this regard, it is noted that the long stop date for the proposed transaction with OC [Orascom - adv.] is 30 June 2026, with either party having the option to extend such date to year-end. (...) If the proposed transaction does not proceed, it would be for the Board to determine the other strategic options available to the Company and to evaluate what would be in the best interests of the Company and all its shareholders."

VEB-Smits verwijzen ook naar het hieronder nader te bespreken persbericht van OCI van 24 juni 2026 (Productie 50):

"The Board of Directors of OCI, other than the Enterprise Court appointed Members, maintains that the transaction with Orascom Construction PLC represents a compelling strategic outcome for OCI and its stakeholders (...)."

OCI, Sawiris en de andere bestuurders trekken zich niets aan van het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer.

12. Bij gelegenheid van de algemene vergadering van aandeelhouders van OCI van 2 juni 2026 heeft Michael Bennett, 'senior independent director and co-chair' van OCI, zich in laatdunkende termen uitgelaten over de Beschikking in antwoord op de vraag hoe hij dacht het vertrouwen van de minderheidsaandeelhouders te herstellen:

"And so it's very unfortunate that (...) some people don't like a few transactions, without, you know, all of the knowledge available to all directors who make decisions with confidential and privileged information, don't like it and therefore they think somehow that these things have been decided in a way that's contrary to the interests of minority shareholders. (...) So that's my message to you. I won't do this job any differently tomorrow than I do today (...). But I think sometimes people unfortunately develop opinions with an incomplete picture and incomplete understanding of what's achieved."

Bennett beklagt zich er dus over dat "some people" (kennelijk: de leden van dit Hof) op basis van incomplete informatie en een onvolwaardig begrip bezwaren hebben tegen de Transactie. In plaats daarvan behoren dit Hof en de minderheidsaandeelhouders maar af te gaan op de beslissingen die het bestuur op basis van vertrouwelijke en zelfs geprivilegieerde informatie neemt, aldus Bennett.

13. Ook voor het overige heeft OCI geweigerd om aan de bezwaren van de minderheidsaandeelhouders tegemoet te komen of om daarover zelfs maar in gesprek te gaan. VEB-Smits roepen in dit verband in herinnering dat als alles wat OCI stelt waar zou zijn, de beoogde transactie eenvoudig gerealiseerd had kunnen worden doordat Orascom aan de beurs van Abu Dhabi een emissie zou doen en de opbrengst zou aanwenden voor een openbaar bod op de aandelen OCI. Het eindresultaat van die structuur is hetzelfde als die van de Transactie, met dien verstande slechts dat Orascom zelf haar aandelen aan de man moet brengen in plaats van dat over te laten aan de minderheidsaandeelhouders. Waarom niet voor deze structuur wordt gekozen hebben OCI, Sawiris en Orascom nog steeds niet kunnen uitleggen.
14. Sawiris heeft ook de aankoop van aandelen OCI voortgezet en heeft in januari 2026 nog op substantiële schaal aandelen bijgekocht (Productie 51; meldingen overeenkomstig Artikel 19



Verordening Marktmisbruik d.d. 21 en 22 januari 2026). Gelet op het feit dat Sawiris in diverse hoedanigheden met een hoge mate van waarschijnlijkheid over voorkennis beschikt, achten VEB-Smits dit bijzonder laakbaar. Sawiris was immers nog tot 2 juni van dit jaar enig uitvoerend bestuurder van OCI en beschikte daarnaast vanuit diverse hoedanigheden over een informatievoorsprong met betrekking tot de Fertiglobe-escrow (zie hierna). VEB-Smits achten het zorgwekkend dat OCI haar uitvoerend bestuurder niet heeft bewogen tot het staken van deze transacties, zelfs niet nadat zij daarop in het Verzoekschrift en het Verweerschrift was gewezen. De eigen transacties van Sawiris staan bovendien haaks op de pessimistische toonzetting van de berichtgeving vanuit OCI omtrent haar resterende activa (zie hierna). Opvallend is daarnaast uiteraard dat Sawiris in de procedure bij deze kamer in alle toonaarden heeft staande gehouden dat het blokkeren van de Transactie buitengewoon nadelig voor OCI zou zijn, maar dat hij ook na de Beschikking nog aandelen bijgekocht heeft.

Koersopmars Orascom

15. In het Verzoekschrift en op de mondelinge behandeling van 13 januari 2026 is OCI indringend geconfronteerd met de wanverhouding tussen de waardering van Orascom in het kader van de Transactie en haar toenmalige beurskoers: het aandeel Orascom werd in het kader van de Transactie gewaardeerd op USD 13,79, terwijl het aan de beurs van Abu Dhabi noteerde voor USD 8,29. Sinds april 2026 is er sprake van een plotselinge en slechts zeer ten dele rationeel verklaarbare opmars van de beurskoers. Inmiddels noteert het aandeel te Abu Dhabi AED 52,25 (USD 14,23), dus zelfs nog boven de gehanteerde waardering en in de richting van de koersdoelen die werden afgegeven door de met Sawiris verknoopte analisten van USD 15,22.
16. Reeds gezien de flinterdunne liquiditeit van het aandeel Orascom te Abu Dhabi menen VEB-Smits dat er aan de beschreven koersbeweging geen betekenis toekomt. Deze koersbeweging kan bovendien slechts voor een zeer beperkt gedeelte rationeel worden verklaard, namelijk als een gevolg van de publicatie van bevredigende jaarcijfers van Orascom over 2025 op 31 maart 2026. Nadien is er geen sprake van berichtgeving vanuit Orascom die de aanhoudende koersstijging zou kunnen verklaren. (Op 14 mei 2026 heeft Orascom haar resultaten over het eerste kwartaal van 2026 gerapporteerd, maar daarop reageerde de koers nauwelijks.) De plotselinge koersstijging van het aandeel laat zich bovendien moeilijk rijmen met de uiterst onzekere situatie in het Midden-Oosten en de oorlogstoestand in de Golf.²
17. Er zijn bovendien aanwijzingen dat Sawiris steunaankopen verricht, namelijk (en in ieder geval) van 1.131.160 aandelen (ruim 1% van het aantal geplaatste aandelen) in de periode tot 1 april 2026 (Productie 52) en nogmaals 625.000 aandelen (ruim 0,5% van het aantal geplaatste aandelen) in de periode tot 8 mei 2026 (Productie 53).³ De indruk bestaat

² Zelfs de CEO van Orascom heeft zich daarover in waarschuwende termen uitgelaten: "We are mindful of the current situation in the Middle East as far as the conflict is concerned and what it imposes of threats due to force majeure... we are working closely with our clients and partners in order to address the force majeure issues and also mitigate the impacts", aldus Osama Bishai, CEO van Orascom.

³ Productie 53 heeft naar de letter slechts betrekking op een verschuiving van het belang in Orascom tussen twee entiteiten die beiden door Sawiris worden beheerst. De omvang van dat belang is echter groter dan het volgens de melding die wordt overgelegd als Productie 52 is (namelijk 47.830.933 aandelen resp. 48.455.933 aandelen). Hieruit blijkt ook dat niet alle (steun)aankopen door of ten behoeve van Sawiris worden gerapporteerd.



derhalve dat de koers van Orascom kunstmatig wordt opgestuwd. Zou die indruk onjuist zijn, dan blijft uiteraard gelden dat Orascom zich nu in een uitgelezen positie zou hebben bevonden om aandelen te emitteren en met de opbrengst een openbaar bod uit te brengen op OCI.

Window dressing

18. Hassan Badrawi is nog steeds (niet-statutair) CEO van OCI, maar is op 26 januari 2026 teruggetreden als bestuurder van Orascom, kennelijk (en bij ontbreken van elke andere redengeving; Productie 54) naar aanleiding van de kritiek op zijn dubbelrol. Dat terugtreden komt veel te laat. Het doet immers niet af aan de spilfunctie die hij vervulde bij de vormgeving van de Transactie, te meer nu OCI en Orascom eenstemmig hebben laten weten onder geen beding van de condities van de Transactie te willen afwijken. Dat Badrawi thans formeel geen functie bij Orascom meer vervult doet er bovendien niet aan af dat de leidinggevendenden van OCI een lucratieve functie bij Orascom in het vooruitzicht is gesteld na voltooiing van de transactie.⁴
19. Sawiris is per 2 juni 2026 teruggetreden als enig uitvoerend bestuurder van OCI en opgevolgd door Van de Kraats, voordien niet-uitvoerend bestuurder. Sawiris is benoemd tot niet-uitvoerend bestuurder. Ook het stuivertje wisselen tussen Sawiris en Van de Kraats doet aan de bezwaren van VEB-Smits niets af. Van de Kraats heeft zich immers in het verleden al gecommitteerd aan de Transactie in de volle wetenschap van de reeks gebreken die daaraan kleeft. Van de Kraats heeft de kans gehad om zich de belangen van de minderheidsaandeelhouders naar behoren aan te trekken en heeft die kans laten lopen.

⁴ Zie notulen bestuursvergadering OCI d.d. 5 december 2025, bijlage OB-001014 bij verweerschrift Niet-uitvoerend bestuurders: "It is expected – though not publicly positioned, other than in the context that the combination will benefit from OCI's investment expertise – that all of OCI's key executives will populate important positions in the integrated platform. Deployment of talent will depend on the strategy. Details will be disclosed closer to closing." (onderstreping toegevoegd)

⁵ Zie Verzoekschrift, randnrs. 9(i) en 61.



27. Op 24 juni 2026 heeft Sawiris bekend gemaakt een cash bod op de aandelen in het kapitaal van OCI uit te zullen brengen. VEB-Smits verwijzen dienaangaande naar hoofdstuk (F).

D. Fertiglobe

Inleiding

28. Zoals beschreven in het Verzoekschrift⁹ heeft OCI op 15 december 2023 een overeenkomst gesloten met betrekking tot de verkoop van haar toenmalige 50%-deelneming in Fertiglobe Plc. ("**Fertiglobe**"). Koper was Abu Dhabi National Oil Company P.J.S.C. ("**ADNOC**"). ADNOC hield voorafgaand aan de transactie reeds een belang van 32,6% in Fertiglobe. Fertiglobe was en is genoteerd aan de beurs te Abu Dhabi. Closing van de transactie heeft plaatsgevonden op 15 oktober 2024. Voorafgaand aan de transactie was Ahmed El Hoshy zowel CEO van OCI als van Fertiglobe. Bij de closing van de transactie heeft hij zijn functie bij OCI neergelegd en is hij aangebleven als CEO van Fertiglobe.
29. De blootstelling van OCI aan claims in verband met de verkoop van het Fertiglobe-belang is thans verreweg de belangrijkste onzekere factor bij de waardering van OCI. Zoals in het Verzoekschrift reeds is vermeld, is ten tijde van de closing een bedrag van USD 362 miljoen (10% van de koopsom) in escrow gestort ter dekking van aanspraken onder verstrekte vrijwaringen. Zoals hierboven aan de orde is geweest, is pas sinds kort gebleken dat de aansprakelijkheid van OCI dat bedrag kan overtreffen: de aansprakelijkheid kan volgens OCI oplopen tot USD 680 miljoen en in uitzonderlijke omstandigheden zelfs daarboven. Dat zij minimaal USD 100 miljoen kwijt is, is volgens OCI een zekerheid, al blijft onduidelijk waarom. De variatie tussen de potentiële uitkomsten - vrijval van de escrow of bijbetaling van haast USD 320 miljoen - heeft een effect op de waardering in de orde van grootte van plus 28% tot minus 25%.¹⁰ OCI heeft evenwel vrijwel niet inzichtelijk gemaakt met welke blootstelling rekening is gehouden bij de bepaling van de ruilverhouding en heeft geen enkele inhoudelijke informatie gegeven omtrent de risico's waaraan zij bloot zou staan. Daarbij komt dat de berichtgeving vanuit OCI omtrent haar blootstelling niet consistent is geweest. Daarbij komt ook bij dat Sawiris in meerdere hoedanigheden bij de transactie en de potentiële vrijval of nabetaling betrokken is.

De feiten

30. De berichtgeving vanuit OCI met betrekking tot haar blootstelling en de escrow in verband met de Fertiglobe-transactie kan als volgt worden samengevat:
- (i) De Fertiglobe transactie is voor het eerst met het belegend publiek gedeeld met een persbericht van 15 december 2023 (Productie 65). Daarin wordt melding gemaakt van een koopsom van USD 3,62 miljard ("OCI announces the sale of its 50%

⁹ Verzoekschrift, randnr. 9(i) en Producties 6A (persbericht OCI d.d. 15 december 2023) en Productie 6B (persbericht OCI d.d. 15 oktober 2023).

¹⁰ Uitgaande van een waardering van OCI zonder vrijval van de escrow en zonder bijbetaling van USD 1,285 miljard (Verzoekschrift, randnr. 61; dus zonder correcties in verband met de ontwikkelingen beschreven in hoofdstuk (B)) stijgt de waarde met ruim 28% bij volledige vrijval van de escrow en daalt die met 25 % bij een bijbetaling van USD 318 miljoen. Met de door OCI alsnog gemelde mogelijkheid van een nog hogere bijbetaling in 'uitzonderlijke omstandigheden' is geen rekening gehouden.