



E. OCIN

45. OCI heeft op 1 juni 2026 bekend gemaakt dat zij overeenstemming heeft bereikt over verkoop van haar laatste actief (Productie 60). Koper is dezelfde als van Ammonia Holding, namelijk Agrofert, a.s. ("**Agrofert**"), een Tsjechisch bedrijf dat in het recente verleden verbonden was met de Tsjechische miljardair en premier-minister Andrej Babiš. Volgens het persbericht is de structuur van de transactie als volgt:
- (i) OCI verkoopt naar verwachting in de tweede helft van 2027 50% van de aandelen in OCIN aan Agrofert. De koopsom bedraagt EUR 55 miljoen "subject to customary adjustments for net debt at completion".
 - (ii) Volgend op overdracht van het 50%-belang krijgt Agrofert de feitelijke zeggenschap over de onderneming.
 - (iii) Partijen verlenen elkaar een put- en een calloptie op het resterende 50%-belang, uitoefenbaar wanneer twee jaar zijn verstreken sinds de overdracht van het eerste 50%-belang, derhalve niet eerder dan in de tweede helft van 2029. De uitoefenprijs is gebaseerd op de gemiddelde EBITDA (Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization) in de twee jaren voorafgaand aan de uitoefening, vermenigvuldigd met een factor 7 en wederom gecorrigeerd voor de netto schuldpositie.

Deze transactie is op de navolgende gronden reden om ernstig te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken.

46. Ten eerste verkoopt OCI de eerste 50% voor een onbegrijpelijk laag bedrag.
47. Voorafgaand aan de Beschikking is er tussen VEB-Smits en OCI over de waarde van OCIN gedebatteerd. VEB-Smits hebben zich daarbij op het standpunt gesteld dat een waardering op USD 400 miljoen redelijk is. OCI heeft daar niets anders tegenover gesteld dan dat "de grote meerderheid van onafhankelijke analisten" een lagere schatting zou hanteren.²⁰ De VEB meent dat OCI het Hof op dit punt niet juist voorgelicht heeft. De voor VEB-Smits beschikbare schattingen van analisten worden onderstaand weergegeven:
- Citi Research, rapport d.d. 8 oktober 2025²¹: OCIN ("European Nitrogen") wordt gewaardeerd op USD 422 miljoen;

²⁰ Verweerschrift OCI ingediend op 9 januari 2026, randnr. 6.21(ii).

²¹ Productie 81A (het rapport dateert van voor de verkoop op 24 november 2025 van de ammoniakterminal en het distributiebedrijf, maar Geleen wordt apart gewaardeerd).



- Kepler Cheuvreux, rapport d.d. 7 november 2025²², OCIN ("OCI Nitrogen Europe") wordt gewaardeerd op USD 411 miljoen;
- ING, rapport d.d. 28 november 2025²³: OCIN ("OCI Nitrogen EV") wordt gewaardeerd op USD 400 miljoen
- Berenberg, rapport d.d. 9 december 2025²⁴: met betrekking tot OCIN ("EU nitrogen facility") wordt een 'implied value' genoemd van USD 303 miljoen;
- HSBC Global Investment Research, rapport d.d. 24 maart 2026²⁵: OCIN ("RemainCo") wordt gewaardeerd op USD 240 miljoen;
- J.P. Morgan, rapport d.d. 29 mei 2026²⁶: OCIN ("Nitrogen Europe") wordt gewaardeerd op USD 378,2 miljoen, en
- Degroof Petercam, rapport d.d. 1 juni 2026²⁷: OCIN ("OCI Nitrogen Production Plant Geleen") wordt gewaardeerd op USD 480 miljoen.

Genoemde rapporten worden overgelegd als Productie 81A tot en met G. In tegenstelling tot wat OCI aan het Hof heeft voorgehouden was er destijds dus slechts één enkel analistenrapport dat een substantieel lagere waarde noemde dan USD 400 miljoen, namelijk dat van Berenberg. (Het rapport van HSBC is van later datum.) Anders dan in de andere rapporten gaat het in dat rapport bovendien om 'implied value', niet om een zelfstandige schatting. Zelfs als daaraan hetzelfde gewicht wordt toegekend als aan de andere waarderingen en ook de latere schattingen worden meegenomen, is de gemiddelde waardering USD 376 miljoen

48. Gelet op het voorgaande heeft het 50%-belang dat OCI verwacht in de tweede helft van 2027 over te dragen aan Agrofert een ondernemingswaarde in de orde van grootte van USD 190 miljoen. OCI zegt dat belang nu te verkopen voor minder dan de helft van dat bedrag, namelijk USD 62,7 miljoen (EUR 55 miljoen). Dat is reeds reden om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen. Daar komt bij dat OCI maximale onduidelijkheid creëert met betrekking tot omvang van de te verwachten opbrengsten van de eerste 50%. Volgens bovengenoemd persbericht wordt de koopsom met betrekking tot beide tranches namelijk gecorrigeerd voor de netto schuldpositie van OCIN. Het bericht bevat evenwel uitsluitend een uitspraak met betrekking tot de geraamde netto schuldpositie ten tijde van de uitoefenperiode van de optie op de tweede 50%, namelijk EUR 100 miljoen. Een uitspraak met betrekking tot die positie ten tijde van de verkoop van het eerste 50%-belang ontbreekt. Als er ook ten tijde van de verkoop van de eerste 50% sprake is van een betekenisvolle netto-schuldpositie, dan valt de opbrengst nog lager uit. OCI had daar duidelijkheid over moeten verschaffen.

²² Productie 81B (idem).

²³ Productie 81C.

²⁴ Productie 81D.

²⁵ Productie 81E.

²⁶ Productie 81F.

²⁷ Productie 81G.



49. VEB-Smits realiseren zich dat OCI een putoptie met betrekking tot de resterende aandelen verkrijgt op basis van een betere waardering. Volgens het persbericht zal dan immers een multiplier van 7 worden gehanteerd. Dat doet aan het voorgaande echter onvoldoende af. Dat OCI de tweede 50% tegen een bevredigende prijs zal kunnen verkopen, is geen rechtvaardiging om de eerste 50% vrijwel weg te geven. De verkoop tegen een lage prijs van de eerste 50% is met het sluiten van de transactie bovendien een zekerheid, terwijl de verkoop tegen een bevredigende prijs van de tweede 50% reeds gezien de ruime termijn waarop die zou plaatsvinden geen zekerheid kan zijn. Dat klemt te meer nu OCI de operationele controle reeds met de overdracht van de eerste 50% uit handen geeft, terwijl het overgrote deel van de opbrengst afhankelijk is van de resultaten nadien.
50. Ten tweede kunnen VEB-Smits niet anders concluderen dan dat OCI ten detrimente van de minderheidsaandeelhouders de ontvangst van opbrengsten naar de toekomst verschuift. OCI heeft in ieder geval geen enkele verklaring gegeven voor de merkwaardige transactiestructuur waarbij de aandelen in twee tranches worden verkocht en (op zijn best) de opbrengst van de aandelen die zij in de tweede helft van 2027 overdraagt deels pas in de tweede helft van 2029 wordt ontvangen. “Waarom makkelijk doen als het ook moeilijk kan?”, zo merkte Het Financieele Dagblad terecht op ([Productie 82](#)). Het lijkt er in de ogen van VEB-Smits sterk op dat OCI erop uit was om een tweede Fertiglobe-scenario te creëren, waarbij de ontvangst met zo veel mogelijk onzekerheden wordt omgeven, zodat aandeelhouders zekerheidshalve het lage cash bod van Sawiris maar moeten accepteren. Dat bod is aangekondigd op 24 juni 2026, maar OCI heeft laten weten dat zij sinds 11 mei 2026 met het voornemen daartoe bekend was²⁸, terwijl de enig uitvoerend bestuurder van OCI daarmee natuurlijk van aanvang af bekend is geweest (want hij doet dat bod zelf). Het bestuur heeft de voorwaarden van de OCIN-transactie dus kunnen afstemmen en kennelijk ook daadwerkelijk afgestemd op het komende openbare bod van Sawiris.
51. Dat het bestuur erop uit is om maximale onzekerheid te creëren blijkt ook uit het feit dat zij zich inspant om het beleggers en analisten onmogelijk te maken om zelf de opbrengst van de tweede 50% te schatten. OCI wijst de markt er uitdrukkelijk op dat de EBITDA over de laatste 12 maanden niet als maatstaf gehanteerd mag worden vanwege het effect van de “unusual geopolitical environment”. In een uitvoerige voetnoot²⁹ wordt beleggers bovendien voorgehouden dat de EBITDA-calculatie volgens de afspraken met Agrofert verregaand afwijkt van de gangbare calculatie, zodat het beleggers onmogelijk is daar zelf een zinvolle inschatting van te maken. Ook de toekomstige opbrengst van OCIN wordt dus een black box en de beleggers die daar niet op zitten te wachten moeten maar tegen een bodemprijs verkopen aan Sawiris.

²⁸ Zie Productie 50.

²⁹ “The Proforma Adjusted EBITDA presented is a proxy for the EBITDA used for the put/call option (based on the two-year period up to the exercise date of the option). The actual EBITDA under the OCI Nitrogen SPA may differ, as it includes several adjustments, inclusions, and exclusions negotiated with AGROFERT, which are designed to reflect underlying profitability and to remove items that are extraordinary in nature. Furthermore, the financial measures provided are not defined or recognized under International Financial Reporting Standards (IFRS), as this metric includes certain proforma adjustments, including but not limited to the exclusion of results from the ammonia distribution activities, derivatives results, and certain one-off items. These non-IFRS measures are presented for supplemental informational purposes only and should not be considered a substitute for, or superior to, financial measures prepared in accordance with IFRS. Also, these metrics are not audited or reviewed.”