



VERZOEK TOT ENQUÊTE BIJ OCI N.V. (ART. 2:345 BW)
EN TOT HET TREFFEN VAN ONMIDDELLIJKE VOORZIENINGEN (ART. 2:349A BW)

Aan de Ondernemingskamer
van het Gerechtshof Amsterdam

Geven eerbiedig te kennen:

De vereniging met volledige rechtsbevoegdheid EUROPEAN INVESTORS-VEB (VEB), gevestigd te Den Haag, alsmede de andere aandeelhouders van OCI N.V. genoemd in Bijlage A bij dit verzoekschrift, ten deze allen domicilie kiezende ten kantore van Mr J.M.K.P. Cornegoor (Hoff Advocaten, Spanjaardslaan nr. 7, 2012 NR Haarlem), die ten deze tot advocaat wordt gesteld, met het recht van substitutie;

Verweerster; controlerend accountant; belanghebbenden

1. Verweerster is de naamloze vennootschap OCI N.V. ("**OCI**"), gevestigd en kantoorhoudende aan de Honthorststraat nr. 19, 1071 DC Amsterdam. Een recent uittreksel van de registratie van verweerster bij de Kamer van Koophandel wordt overgelegd als Productie 1. De controlerend accountant van OCI N.V. is PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.. Een exemplaar van de vigerende statuten van OCI wordt overgelegd als Productie 2.
2. Een lijst van (mogelijke) belanghebbenden met betrekking tot het onderhavige verzoek is opgenomen in Bijlage B. Dit betreft enerzijds leden van de familie die een meerderheidsbelang in OCI beheersen en met hen verbonden rechtspersonen en anderzijds de uitvoerend en niet-uitvoerend bestuurders van OCI. De namen van laatstgenoemden zijn ontleend aan de registratie van OCI bij de Kamer van Koophandel. De namen van de meerderheidsaandeelhouders zijn ontleend aan de publicaties vanwege de Autoriteit Financiële Markten van meldingen ex Artikel 5:38 Wft en ex Artikel 19 Verordening Marktmisbruik. De adressen van de desbetreffende aandeelhouders zijn ontleend aan openbare bronnen.

Inleiding; kern van de zaak; spoedeisendheid

3. De aandelen in het kapitaal van OCI zijn genoteerd aan Euronext Amsterdam ("**Euronext**"). OCI is voornemens om haar activa en passiva te verkopen aan Orascom Construction Plc. ("**Orascom**"), een te Abu Dhabi gevestigd en aldaar aan de beurs genoteerd bouwbedrijf. De koopprijs zal volledig worden voldaan in aandelen Orascom, die vervolgens aan de aandeelhouders van OCI - waaronder verzoeksters - als dividend zullen worden uitgekeerd. Bij die transactie is sprake van een massief belangenconflict: Orascom en OCI hebben dezelfde meerderheidsaandeelhouder, namelijk (leden van) de Egyptische familie Sawiris, in het bijzonder de heer Nassef O.N. Sawiris. Nassef Sawiris is tevens de enig uitvoerend bestuurder van OCI. Zijn dochter is niet-uitvoerend bestuurder. Bovendien heeft de Chief Executive Officer van OCI - de heer Hassan H.H. Badrawi - tevens zitting in de Raad van Bestuur van Orascom. Aan de voorgenomen transactie ontbreekt dan ook elke ratio en die heeft in de waarneming van verzoeksters geen enkel ander doel dan bevoordeling van



Orascom ten koste van de minderheidsaandeelhouders, waaronder verzoeksters. De beoogde ruilverhouding tussen de aandelen-OCI en de aandelen-Orascom berust dan ook op duidelijke onderwaardering van eerstgenoemde aandelen en overwaardering van laatstgenoemde aandelen. De voorwaarden van de transactie voorzien er bovendien in dat de minderheidsaandeelhouders gedwongen worden opgescheept met aandelen in een totaal andersoortige onderneming, die bovendien slechts zijn genoteerd te Abu Dhabi (met een secundaire notering te Egypte). Aldaar bestaat geen volwaardige bescherming van minderheidsaandeelhouders en aldaar hebben Nederlandse banken en brokers veelal geen toegang, terwijl de liquiditeit van aldaar marginaal is. Het voornemen om deze transactie ten koste van de minderheidsaandeelhouders door te drukken vormt dan ook een gegronde reden om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen. Verzocht wordt om het instellen van een onderzoek, alsmede om het treffen van onmiddellijke voorzieningen teneinde te voorkomen dat de beoogde transactie wordt doorgezet.

4. Benadrukt wordt dat het treffen van onmiddellijke voorzieningen bijzonder spoedeisend is. Voor 22 januari 2026 is een bijzondere vergadering van aandeelhouders van OCI geagendeerd, waar (onderdelen van) de beoogde transactie in stemming zullen worden gebracht. De familie Sawiris zal haar meerderheidspositie dan misbruiken teneinde voor de transactie te stemmen, omdat zij daar als meerderheidsaandeelhouder van Orascom beter van wordt. Vervolgens kan de transactie op zeer korte termijn worden voltrokken. Daarna resteert voor de minderheidsaandeelhouders slechts een schadevergoedingsvordering, waarbij het bovendien zeer de vraag is of effectief verhaal mogelijk zal zijn. Om die reden is het van wezenlijk belang dat een beschikking op het verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen voorafgaand aan 22 januari 2026 wordt gewezen. Opgemerkt wordt dat de vergadering op de zeer korte termijn is opgeroepen – een termijn die bovendien samenviel met de feestdagen – kennelijk om het nemen van rechtsmaatregelen zo veel mogelijk te bemoeilijken.

Verzoeksters; ontvankelijkheidsvereisten

5. Verzoeksters (de “**VEB c.s.**”) houden de aantallen aandelen in het kapitaal van OCI vermeld in Bijlage A. Tezamen houden zij 4.245.430 aandelen in het kapitaal van OCI. Het geplaatst kapitaal van OCI bestaat uit 210.969.550 gewone aandelen, zodat de VEB c.s. voldoen aan de ontvankelijkheidsvoorwaarde van Artikel 2:346 lid 1 onder c BW. (Het nominaal geplaatst kapitaal van OCI bedraagt minder dan EUR 22,5 miljoen.) Verzoekster sub (1) (de “**VEB**”) beoogt met deze procedure ook de belangen te behartigen van andere minderheidsaandeelhouders van OCI. Daarnaast is met dit verzoek een algemeen belang gediend. De familie Sawiris beoogt op grove wijze misbruik te maken van haar meerderheidsmacht teneinde zichzelf ten koste van de minderheidsaandeelhouders te verrijken. Dat behoort op de Nederlandse kapitaalmarkt en in het belang van het vertrouwen in die markt niet mogelijk te zijn.
6. Bij brief van hun raadsman van 22 december 2025 (Productie 3) hebben de VEB c.s. hun bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken bij OCI kenbaar gemaakt (de “**Bezwarenbrief**”). OCI heeft daarop bij brief van haar raadsman van 29 december 2025 (Productie 4) gereageerd, maar die reactie komt in geen enkel opzicht tegemoet aan de bezwaren van verzoeksters en is ook overigens in elk opzicht volkomen onbevredigend.



Feitelijke achtergronden

7. OCI was tot medio 2023 een chemiebedrijf, met name op het gebied van de productie van (grondstoffen van) kunstmest. Zij had via dochterondernemingen haar voornaamste productieveestigingen in Nederland (Rotterdam, Delfzijl en Geleen), de Verenigde Staten van Amerika (Beaumont, Texas, en Wever, Iowa) en Abu Dhabi. Reeds sedert de introductie van de aandelen aan Euronext in januari 2013 is de familie Sawiris meerderheidsaandeelhouder.
8. In maart 2023 is OCI onder druk gezet door haar aandeelhoudster Inclusive Capital Partners, een investeringsmaatschappij van de activistische Amerikaanse belegger Jeff Ubben. Reden was dat de beurskoers van OCI structureel achterbleef bij de intrinsieke waarde van haar bedrijfsonderdelen. OCI heeft vervolgens besloten haar strategische koers fundamenteel te wijzigen en aan te sturen op desinvestering van haar bedrijfsonderdelen (Productie 5; publicaties in Het Financieel Dagblad van 29 maart en 9 mei 2023). Nu het bestuur van OCI er (inderdaad) niet in slaagde om bevredigende aandeelhouderswaarde te creëren, valt de beslissing om over te gaan tot feitelijke liquidatie van het bedrijf in de ogen van de VEB c.s. als zodanig te billijken.
9. Ter uitvoering van de liquidatiestrategie heeft OCI de navolgende transacties verricht:
 - (i) Op 15 december 2023 verkocht OCI haar 50%-belang in Fertiglobe, een producent van stikstof ten behoeve van kunstmest met productievevestigingen in Abu Dhabi en Egypte (Productie 6; persberichten OCI d.d. 15 december 2023 en 15 oktober 2024).
 - (ii) Op 18 december 2023 verkocht OCI Iowa Fertilizer Company LLC, eveneens een producent van stikstof ten behoeve van kunstmest, met haar productievevestiging te Wever, Iowa (Productie 7; persberichten OCI d.d. 18 december 2023 en 29 augustus 2024).
 - (iii) Op 5 augustus 2024 verkocht OCI haar 100% belang in OCI Clean Ammonia, een bedrijf dat doende was met de bouw van een (destijds nog onvoltooide) productiefaciliteit voor ammoniak te Beaumont, Texas (Productie 8; persberichten OCI d.d. 5 augustus 2024 en 30 september 2024).
 - (iv) Op 9 september 2024 verkocht OCI haar zogeheten 'Global Methanol Business', die met name bestond uit productievevestigingen te Beaumont en Delfzijl (Productie 9; persberichten OCI d.d. 9 september 2024 en 27 juni 2025).
 - (v) Op 24 november 2025 verkocht OCI haar 100%-belang in OCI Ammonia Holding B.V., eigenaar van een ammoniakterminal te Rotterdam en een gerelateerd distributiebedrijf (Productie 10; persbericht OCI d.d. 24 november 2025).

De opbrengsten van deze transacties zijn aangewend om de schulden van OCI af te lossen, waaronder een obligatielening ter hoogte van USD 600 miljoen met een looptijd van tien jaar die OCI nog in maart 2023 had uitgegeven. Het meerdere is als dividend uitgekeerd aan de aandeelhouders, met name door uitkeringen van EUR 14,50 per aandeel op 14 november 2024, USD 4,74 per aandeel op 7 mei 2025 en USD 3,31 per aandeel op 5 september 2025.



10. Thans bestaat de enige operationele activiteit van OCI uit haar belang in OCI Nitrogen met een productievestiging voor ammoniak, stikstof en melamine te Geleen. Dat belang staat nog steeds te koop, zo heeft OCI in haar persbericht van 24 november 2025 (Productie 10) bevestigd. Voor het overige bestaat de balans van OCI slechts uit verkoopopbrengsten van desinvesteringen die op korte termijn zullen worden geïnd en andere liquide activa, alsmede uit residuele rechten en verplichtingen in verband met bovengenoemde desinvesteringstransacties (zie hierna: randnr. 61).
11. OCI heeft reeds sinds haar oprichting in 2013 een bestuur dat bestaat uit uitvoerend en niet-uitvoerend bestuurders in de zin van Artikel 2:129a BW. Het uitvoerend bestuur bestond voorafgaand aan mei 2024 uit vier leden. Per 21 mei 2024 is het uitvoerend bestuur in verband met de sterke krimp van de activiteiten gereorganiseerd en teruggebracht tot één lid, de heer Sawiris, met als titel 'executive chairman'. De heer Ahmed El-Hosny behield de titel van 'Chief Executive Officer', maar trad terug uit de Raad van Bestuur. In verband met de verkoop van Fertiglobe is hij per 15 oktober 2024 opgevolgd door Hassan Badrawi, voordien de Chief Financial Officer van OCI. (Productie 11; persbericht OCI d.d. 15 oktober 2024; Productie 12: historisch uittreksel OCI). Het bestuur bestaat thans verder uit zes niet-uitvoerend bestuurders. Deze worden volgens de statuten benoemd op voordracht van het bestuur zelf (Productie 2, art. 14 lid 2), met dien verstande dat de vergadering van aandeelhouders bij meerderheid een voordracht terzijde kan stellen (Art. 14 lid 4) en bestuurders steeds kan schorsen en ontslaan (Art. 14 leden 6 en 7). Feitelijk heeft Nassef Sawiris dan ook beslissende invloed op de samenstelling van het bestuur. Dat hij die invloed ook gebruikt blijkt uit het feit dat zijn dochter Nadia Sawiris (leeftijd: 28 jaar) niet-uitvoerend bestuurder is en dus geacht wordt toezicht op haar vader uit te oefenen.
12. De koers van het aandeel OCI bewoog zich sinds 18 augustus 2025 (de laatste ex-dividend datum) tussen EUR 5,04 en EUR 4,78. Onder analisten bestond sindsdien consensus over over de som-der-delen waardering van EUR 5,20 per aandeel, wat impliceert dat OCI nog steeds werd ondergewaardeerd.
13. Op 22 september 2025 heeft OCI een persbericht uitgegeven (Productie 12) waarin zij bekend maakt een 'fusie' met Orascom na te streven. Uit het persbericht blijkt verder dat de 'fusie' eruit bestaat dat OCI wordt verkocht aan Orascom, waarbij de koopprijs geheel door uitgifte van aandelen Orascom wordt voldaan. Verdere details – met name omtrent de beoogde ruilverhouding aandelen OCI/aandelen Orascom – werden in het persbericht niet gegeven.
14. Bij persbericht van 9 december 2025 (Productie 13) heeft OCI bekend gemaakt met Orascom overeenstemming te hebben bereikt over de 'fusie'. De afgesproken ruilverhouding is 0,4634 aandelen Orascom voor één aandeel OCI. Deze ruilverhouding is gebaseerd op een waardering van OCI van USD 1,35 miljard en een waardering van Orascom van USD 1,52 miljard, aldus het persbericht. De ruilverhouding zal erin resulteren dat de aandeelhouders van OCI ongeveer 47% van de uitstaande aandelen in het kapitaal van Orascom zullen verwerven. Omtrent de structuur van de beoogde transactie (hierna: de "**Transactie**") werd voorts bekend gemaakt dat (i) OCI juridisch zou worden gesplitst, waarbij nagenoeg alle ('substantially all') activa en passiva in de afgesplitste dochtervennootschap worden ondergebracht, (ii) de afgesplitste dochtervennootschap vervolgens wordt verkocht aan Orascom, waarbij de koopsom volledig wordt voldaan door middel van uitgifte van 97.201.359 aandelen Orascom, (iii) die aandelen Orascom vervolgens als dividend worden



uitgekeerd aan de huidige OCI-aandeelhouders, en (iv) OCI vervolgens wordt geliquideerd, zo mogelijk door middel van een zogenaamde turbo-liquidatie.

15. Op 11 december 2025 heeft OCI een buitengewone vergadering van aandeelhouders aangekondigd die op 22 januari 2026 zal worden gehouden en waarbij de Transactie ter goedkeuring zal worden voorgelegd. Dat die goedkeuring behoudens ingrijpen door de Ondernemingskamer zal worden verleend staat evenwel vast omdat de familie Sawiris heeft aangekondigd het stemrecht op hun meerderheidsbelang te zullen uitoefenen en (uiteeraard) voor de Transactie te zullen stemmen. Onder de vergaderstukken bevinden zich de agenda met 'explanatory notes' (de "**Explanatory Notes**" Productie 14), alsmede een door N.M. Rothschild & Sons Limited afgegeven fairness opinie d.d. 8 december 2025 (de "**Fairness Opinie**"; Productie 15).
16. Marktdeelnemers hebben unaniem negatief gereageerd op het voornemen tot de Transactie. Onmiddellijk na de eerste aankondiging van de Transactie op 22 september 2025 daalde de koers met 14% van EUR 4,80 naar EUR 4,12. In de daaropvolgende weken is de koers verder weggezakt naar EUR 3,23, zulks als gevolg van de onzekerheden rond de modaliteiten van de Transactie en met name de onzekerheid of de ruilverhouding voldoende recht zou doen aan de intrinsieke waarde van OCI. Verwezen wordt bij wijze van voorbeeld naar een analistenrapport van HSBC Global Investment Research d.d. 13 november 2025 (Productie 16):

"So, why the discount? The investment debate isn't around the discount to NAV [Net Asset Value - adv.], it's around a) whether the stock swap for Orascom will be fair to OCI Global shareholders, appropriately valuing OCI at its NAV rather than the market cap b) the value implied for Orascom Construction in the swap c) the ability for investors in OCI Global to own an ADX [Abu Dhabi Securities Exchange - adv.] listed asset d) potential for an exit via the ADX route given low liquidity of Orascom Construction shares and e) outlook for the Orascom Construction business."

ING Global Markets research sprak zich in een rapport van 28 november 2025 (Productie 17) in dezelfde zin uit:

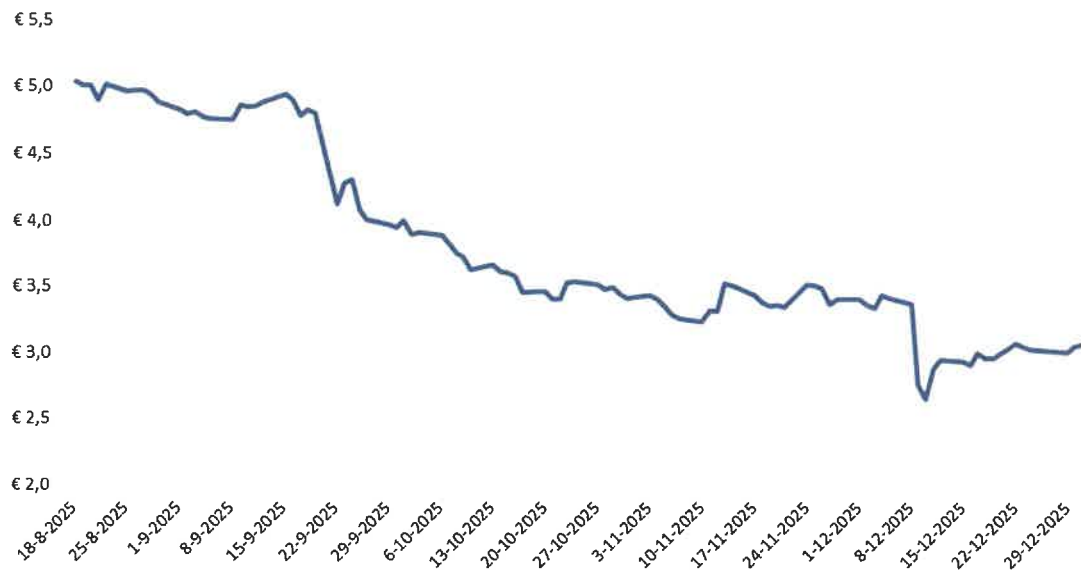
"The key concern for investors relates to the final exchange terms of the prospective merger between OCI and Orascom Construction PLC (not rated, AED37.82), and whether these will be fair towards OCI minority shareholders given the substantial gap between OCI's NAV and its market cap. We believe those risks are mitigated by OCI's substantial discount to NAV and the sizeable cash and near-cash components in the NAV, whereby a potential divestment of OCI Nitrogen before the final merger, would further increase OCI's cash value."

17. Volgend op de aankondiging van de modaliteiten van de Transactie op 9 december 2025 stortte de koers verder in tot EUR 2,55. De koers heeft zich inmiddels enigszins hersteld tot EUR 3,06, maar ligt nog steeds ruim een derde onder de beurskoers voorafgaand aan de eerste aankondiging van de Transactie, zonder dat er voor het overige sprake is geweest van bedrijfseconomische ontwikkelingen die van betekenisvolle invloed kunnen zijn geweest op de beurskoers. Een grafiek met de koersontwikkeling over de periode vanaf 18 augustus tot en met 31 december 2025 is opgenomen op de volgende pagina. Uitgaande van de jongste beurskoers hebben de minderheidsaandeelhouders als gevolg van het beleid van het bestuur van OCI reeds schade geleden in de omvang van EUR 180 miljoen. (Namelijk: een



koersverlies van EUR 1,74 per aandeel, terwijl 49,1% van de 211 miljoen uitstaande aandelen in handen zijn van de minderheidsaandeelhouders.)

Koersontwikkeling OCI



Bron: Bloomberg

18. Op 11 december 2025 vond een 'sales/trading statement call' plaats, waar analisten de gelegenheid kregen vragen te stellen aan Badrawi ([Productie 18](#): transcript van de call). Een analist van HSBC vatte de gevoelens over de Transactie onder marktdeelnemers als volgt samen:

"Could you just walk us through how the Board thinks about the value offered in the deal to OCI minorities versus where the stock was trading pre-merger announcement? And the reason I ask is optically effectively, this looks like Orascom is doing a capital raise at a 30% premium that OCI minorities have no choice but to participate in." (onderstreping toegevoegd)

De Transactie komt er inderdaad op neer dat OCI haar zittende aandeelhouders dwingt nieuwe aandelen Orascom op te nemen die worden uitgegeven tegen een koers die ruim boven de marktwaarde van die aandelen ligt (zie hierna; randnrs. 43 e.v.). Badrawi reageert tijdens de call slechts op de geciteerde kritiek met een onsamenhangend betoog, waarin het bezwaar dat HSBC maakt – namelijk de overwaardering van de aandelen Orascom in de ruilverhouding – volledig wordt genegeerd. Hij verdedigt slechts in zeer algemene termen de voor OCI gehanteerde waardering van USD 1,35 miljard, maar besteedt geen woord aan de waardering van Orascom op USD 1,52 miljard. Als er een valide verdediging van die waardering zou bestaan, dan had Badrawi die kunnen geven, want hij is immers ook bestuurder van Orascom. Ook in alle andere communicatie door en vanwege OCI is een dergelijke verdediging uitgebleven.

19. Volgend op de bekendmaking van de modaliteiten van de Transactie hebben onafhankelijke analisten zich daar negatief over uitgesproken:



- ING Global Market Research, Benelux Morning Notes d.d. 9 december 2025 ([Productie 19](#)):

“Event: Press release

Outcome: Negative

Conclusion: During its 3Q25 results, OCI announced the exchange terms for its prospective merger with Orascom Construction, which we believe are unfavourable for OCI shareholders, since the exchange terms are set on the basis of both companies’ equity value, with OCI’s share price at a material discount to its NAV. The exchange entitles each OCI shareholder to 0.4634 Orascom Construction Shares for each OCI share held, reflecting a value per share for OCI of c.€4.17 per share. With our latest NAV at c.€6.0/share, this outcome seems to negate any future upside from a divestment of OCI Nitrogen, nor ascribes it significant value to the US\$362m contingent consideration held in escrow, relating to the Fertiglobe transaction.”

- HSBC Global markets Research, rapport d.d. 10 december 2025 ([Productie 20](#)):

“Merger ratio announced, share price reaction sharply negative: OCI Global and Orascom Construction (ORAS UH, AED36.7, N/R), announced a merger ratio of 0.4634 shares of Orascom for 1 share of OCI Global on 9 Dec 2025, further to the preliminary merger announcement on 22 Sep 2025. OCI Global shareholders will own c47% in the new company with distribution of shares likely to be completed in Q1’26, subject to approval at respective EGM’s. The exchange ratio was based on a value of OCI Global at USD1.35bn (equivalent to EUR5.5 per share, which was our earlier target price), but Orascom was also marked up to USD1.52bn (vs the current USD1.1bn market cap). The 0.4634 share ratio translates, at the Dec 8 Orascom share price, to a value of EUR4.14 per OCI Global share, but will be subject to a 15% withholding tax. The effective, post tax value, for OCI Global is cEUR3.5 per share, substantially lower than our pre tax NAV range of EUR7.8-4.8/sh (see *Discount to NAV offers favourable risk reward*, 13 Nov 25) and the undisturbed, pre Sep 22 announcement share price of EUR4.8/sh. The share price reaction post announcement was sharply negative with OCI falling over 16% to EUR2.79.

Sombre news for minorities hoping for a mark up to NAV. The merger did value OCI at EUR5.5 per share, but the combination of an Orascom valuation mark up and tax impact removes a lot of the upside. The offer is at a premium to the current share price, but the question worth asking is ‘How would this deal have been viewed, pre announcement, when the stock was at EUR4.8, if shareholders were told that they were getting swapped into a UAE listed construction business at EUR3.5 per share?’”

- ING Global Markets Research, rapport d.d. 15 december 2025 ([Productie 20](#)):

“Unfavourable outcome: The exchange rate is based on a theoretical equity value of US\$1,350m for OCI and US\$1,550m for Orascom. Evaluating this value for OCI is challenging due to the lack of disclosure regarding (1) the implied value of OCI Nitrogen, OCI’s Dutch nitrogen fertiliser activities, which is still slated for divestment, (2) US\$362m in contingent considerations from past transactions, held in escrow and (3) the remaining CAPEX for Beaumont Clean Ammonia, given OCI’s reported net financial debt of US\$59 million as of December 9. However, we note that the US\$1,350m equity value is relatively in line with our previous target price of



€5.0/share, which implied an equity value of approximately US\$1,260 million. Around 80% of this consists of cash or liquid assets, including a 10% stake in US-listed Methanex. We view the adverse impact on the exchange rate as mainly driven by the Orascom equity value, which was set at US\$1,550m, c.35% above Orascom's undisturbed market cap. Limited disclosure has been provided to substantiate such a premium. The majority shareholder will vote in favour of the combination at OCI's EGM but is not allowed to vote at the Orascom EGM. Both EGMs will take place in January 2026. The Sawiris family controls 50.9% of OCI and 54.9% of Orascom, which makes approval at OCI's EGM quasi certain."

20. Eumedion heeft zich in een 'alert' van 29 december 2025 ([Productie 22](#)) uitzonderlijk kritisch uitgesproken over de Transactie. Eumedion is de collectieve belangenbehartiger van institutionele beleggers op de Nederlandse kapitaalmarkt, waarbij bijvoorbeeld pensioenfondsen ABP en PFZW zijn aangesloten. Eumedion vat haar kritiek als volgt samen:

"Reasons for alert

- The information provided about the transaction is lacking in several crucial respects, making it difficult for OCI shareholders to cast a well-informed vote on the proposed combination. In particular, the absence of clear valuation ranges, a sensitivity analysis, and quantified alternatives prevents shareholders from independently assessing the fairness of the transaction terms. OCI's Q&A document of 29 December 2025 acknowledges but does not remedy the underlying information gaps.
- Given the absence of disclosure regarding a possible standstill agreement with Mr Sawiris, the decision not to restrict voting by the Sawiris family at the OCI EGM (which OCI's Q&A document of 29 December 2025 does not substantively justify), the non-retention of the Euronext Amsterdam listing for any transitional period, and the apparent absence of consideration of alternative transaction structures more protective of minority shareholders, it is difficult for shareholders to assess whether the OCI board consistently acted in the best interests of all stakeholders. The board's decision-making in the context of this transaction with a controlling shareholder raises questions that the available information does not adequately address. As a result, shareholders may not be able to cast a well-informed vote on the proposed discharge of the directors."

21. Helaas is inmiddels gebleken dat Nassef Sawiris misbruik heeft gemaakt van de paniekverkoop die hij zelf heeft veroorzaakt. Zoals al wordtesignaleerd in de 'alert' van Eumedion en wordt bevestigd in meldingen aan de AFM ingevolge Artikel 19 van de Verordening Marktmisbruik ([Productie 23](#)), heeft hij in de periode vanaf 9 tot en met 30 december 2025 15.551.852 OCI aandelen bijgekocht en zijn belang aldus uitgebreid van 41,7% tot 49,0%. Het behoeft geen betoog dat het veroorzaken van paniekverkoop teneinde daar zelf beter van te worden gedrag is dat een bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap onwaardig is. Blijkens de meldingen aan de AFM heeft Sawiris deze aandelen gekocht tegen een koers variërend van EUR 2,60 tot EUR 3,10 per aandeel. Uitgaande van de conservatieve som-der-delen taxatie onder analisten van EUR 5,20, heeft Sawiris zichzelf reeds verrijkt met circa EUR 35 miljoen. Sawiris was naar verluidt reeds miljardair, maar dat doet aan de laakbaarheid van zijn gedrag natuurlijk niet af. Het valt op dat zijn grootscheepse aankopen terstond op het persbericht van 9 december 2025 volgen. Kennelijk was hij daarmee dus op voorhand bekend.



22. OCI heeft op 29 december een 'Q&A' op haar website geplaatst (de "**Q&A**"; Productie 24) kennelijk in een poging de breed gedragen kritiek op het gedrag van haar bestuurders te pareren. Die poging is vruchteloos, want de Q&A bestaat uit weinig anders dan uit een herhaling van de gemeenplaatsen die zij reeds eerder te berde had gebracht.

Bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken

23. De VEB c.s. bespreken onderstaand hun bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken aan de hand van vier thema's, namelijk (a) het ontbreken van elke ratio voor de Transactie, (b) het belangenconflict als gevolg van het feit dat Nassef Sawiris aan beide zijden van de Transactie betrokken is, (c) de ruilverhouding, waarbij Orascom wordt overgewaardeerd en OCI wordt ondergewaardeerd, en (d) het feit dat beleggers gedwongen worden hun belegging om te zetten in aandelen die slechts aan beurzen in het Midden-Oosten en Noord-Afrika zijn genoteerd. Deze bezwaren dienen in onderling verband en samenhang te worden beoordeeld: in de kern genomen gaat het om één bezwaar, namelijk dat OCI een transactie wil aangaan waarvoor zij geen steekhoudende beweegreden kan noemen, met een partij waarbij een fundamenteel belangenconflict speelt, tegen een ruilverhouding waarvoor zij geen verklaring kan of wil geven en waarbij de zittende aandeelhouders niet worden betaald, maar worden afgescheept met illiquide aandelen die slechts aan exotische beurzen zijn genoteerd.
- A. Ontbreken ratio
24. Orascom is een bouwbedrijf. OCI bestaat uit de restanten van een chemiebedrijf. De twee bedrijven hebben niets met elkaar gemeen. Er is geen sprake van enige synergie. De activa die Orascom met de Transactie verwerft, hebben voor haar exact dezelfde waarde als voor een willekeurige andere koper. Dit laatste is reden voor uiterste argwaan. Van de talloze partijen die (de activa en passiva van) OCI zouden kunnen kopen, selecteert het bestuur immers juist die ene partij waar Nassef Sawiris ook de scepter zwaait, net als bij OCI zelf.
25. OCI beweert dat er wel een deugdelijke beweegreden voor de Transactie bestaat, die zij in haar persbericht van 22 september 2025 heeft verwoord zoals hieronder wordt geciteerd. De uitleg van haar beweegreden wordt in opvolgende berichtgeving van OCI (het persbericht van 9 december 2025, de Explanatory Notes, de reactie op de Bezwarenbrief en de Q&A) telkens enigszins anders geformuleerd, maar de strekking is steeds dezelfde.

"The Combination will bring together Orascom Construction's world-class execution capabilities – supported by a USD 14 billion backlog, deep industry expertise in infrastructure, and multi-decade delivery of complex projects and concessions primarily in the United States, the GCC, Egypt, Europe and select emerging markets – and OCI's institutional investment platform, transactional expertise, and proven track record of disciplined capital allocation."

Welbeschouwd wordt er in dit citaat geen enkele steekhoudende uitleg gegeven. In het eerste deel van de volzin wordt de loftrumpet gestoken over Orascom en in het tweede deel de loftrumpet over OCI, maar daarin is uiteraard nog geen deugdelijke reden gelegen om juist deze twee bedrijven te fuseren. De samenvoeging van twee bedrijven die niets met elkaar uitstaande hebben levert geen mooi fusiebedrijf op. Of - zoals in het citaat wordt beweerd - Orascom en OCI beide hele mooie bedrijven zijn, is in dat licht niet eens relevant. Niettemin valt er op de zelfgenoegzaamheid van Orascom en OCI heel veel af te dingen.



26. Orascom is een bouwonderneming van enige omvang, maar komt qua grootte naar eigen zeggen nog steeds niet verder dan de 111^{ste} plaats ter wereld (Productie 25; onderdeel website Orascom). Zij beroemt zich vooral op haar omvangrijke orderportefeuille ('backlog'), maar uit een bedrijfspresentatie van Orascom uit september 2025 (Productie 26) blijkt dat die geografisch sterk is geconcentreerd te Egypte (57,2%), terwijl de portefeuille in overwegende mate bestaat uit overheidsopdrachten (62,7%). Het lijkt er dus sterk op dat de resultaten van Orascom in beslissende mate afhankelijk zijn van contacten met de Egyptische autoriteiten. Op de gezaghebbende *Corruption Perception Index* van *Transperancy International* bezet Egypte een gedeelte 130^{ste} plaats, tussen El Salvador en Peru. (Nederland staat op plaats 9.)
27. OCI is geen onderneming meer, maar bestaat uit de restanten van een onderneming, zeker gezien het voornemen om ook de enige resterende activiteit - OCI Nitrogen te Geleen - van de hand te doen. OCI werd onder druk van een activistische belegger gedwongen zichzelf te liquideren. De keuze daartoe was in de ogen van de VEB c.s. goed verdedigbaar en is voordelig voor de aandeelhouders geweest, maar is uiteraard nog steeds geen reden voor borstgeroffel. OCI verwijst in het citaat naar haar "institutional investment platform, transactional expertise, and proven trackrecord of disciplined capital allocation", maar - voor zover begrijpelijk - kan daarmee slechts bedoeld worden op het feit dat zij sedert medio 2023 enige ervaring heeft opgedaan met omvangrijke desinvesteringstransacties. Die vonden plaats onder leiding van Sawiris en Badrawi, die toch al deel uitmaken van de leiding van Orascom.
28. In het persbericht van 22 september 2025 wordt als ratio voor de transactie voorts het volgende aangedragen (wederom: in opvolgende berichten van OCI staan woorden van dezelfde strekking):

"The Combination will unite and enhance the companies' financial strength, consolidating substantial capital resources and funding capabilities. This strengthened platform will facilitate investment in large-scale infrastructure opportunities through multiple channels, including equity, credit, and operation and maintenance participation, while leveraging Orascom Construction's established experience in the space. Together these attributes position the Combination to unlock a new phase of growth."

De stelling dat de Transactie de balans van *beide* ondernemingen versterkt ('the companies' financial strength') is uiteraard onjuist, want OCI zal als gevolg van de Transactie ophouden te bestaan, volgens de 'Explanatory Notes' zelfs zeer kort na de uitkering van de Orascom-aandelen aan de OCI-aandeelhouders, die is voorzien in februari 2026. Wat resteert is dat de Transactie volgens het citaat de balans van Orascom versterkt. Dat geldt echter eveneens en in dezelfde mate voor elke andere koper. Het vormt in ieder geval vanuit het perspectief van OCI geen valide beweegreden tot de Transactie.

29. Tenslotte wordt in het persbericht omtrent de voordelen van de transactie het volgende betoogd, wat in latere berichten vanwege Orascom in woorden van dezelfde strekking is herhaald:

"The Combination will provide a globally diversified platform from which to leverage Orascom Construction's long-standing track record and access to an infrastructure



opportunities pipeline spanning multiple industries including digital, aviation, transportation, power and water, as well as leadership credentials in delivering landmark projects such as U.S. data centres, and other notable industrial and infrastructure investments.”

Dit citaat bestaat uit niets anders dan lofprijzingen van Orascom aan zichzelf. Hierboven is gebleken dat daarop veel valt af te dingen. Hierboven is ook reeds opgemerkt dat zelfs als Orascom werkelijk een zo veelbelovend en zo vooraanstaand bouwbedrijf zou zijn als zij voorgeeft te zijn (en niet in de eerste plaats een Egyptische aannemer die afhankelijk is van het Al-Sissi regime), dat nog steeds geen verklaring oplevert voor de keuze van het bestuur om juist aan Orascom te verkopen. Aandeelhouders die zich kunnen vinden in de geciteerde zelfverheerlijking en geen bezwaar hebben tegen exotische noteringen, kunnen nu natuurlijk al aandelen in Orascom aankopen. Enige toegevoegde waarde biedt de Transactie ook in dat opzicht niet.

30. Het bestuur van Orascom kon in een earnings call op 17 december 2025 wel een duidelijke ratio voor de Transactie noemen (Productie 29: transcript):

Vraag: “Thank you, Ali. Our first question, other than common ownership, the two businesses have no operational overlap, what is the strategic rationale for merging Orascom Construction with OCI Global?”

Antwoord: “First of all, the rationale here is that we are going to acquire a war chest of additional cash that would allow us to change the size and the scale of our investment in infrastructure.”

Orascom gaat de Transactie aan omdat zij tegen een korting een zak geld verwerft.

31. Het ontbreken van elke steekhoudende ratio voor de Transactie is in de Bezwarenbrief van de VEB c.s. (Productie 3) aan OCI voorgehouden. De reactie van OCI (Productie 4) bestaat in de eerste plaats uit een herhaling van de gemeenplaatsen die hierboven reeds zijn besproken en weerlegd. (“(...) which OCI believes have significant upside potential given the combined platform’s potential to optimize the value of continuing assets and liabilities and to generate incremental returns, which have been demonstrated by the track record of the historical combination and management teams heavily involved in this past value creation.” “As a final step, a key rationale of the Transaction is that it enables the combined enterprise to deploy the remaining potential cash in order to unlock more value to all stakeholders.”) De raadsman van OCI beweert voorts dat de Transactie strekt ter ontsluiting van synergiën (‘unlocking synergies’), maar hij kan die vermeende synergiën niet benoemen. Aan de eerder gegeven verklaring worden in de reactie (evenals in de Q&A) wel twee elementen toegevoegd, maar die zijn evenmin in enig opzicht overtuigend.
32. Ten eerste betoogt OCI dat zij en Orascom vanuit een grijs verleden een bepaalde band delen: voorafgaand aan de beursgang van 2013 waren OCI en Orascom in één vennootschap ondergebracht en Orascom is korte tijd na het verkrijgen van de notering afgesplitst. De VEB c.s. zien echter niet in waarom een zekere band uit een grijs verleden in enige mate zou bijdragen aan de rechtvaardiging van de Transactie. Het chemiebedrijf van OCI en het bouwbedrijf van Orascom zijn destijds juist uiteen gehaald omdat het ging om twee ondernemingen zonder enig raakvlak. Dat was destijds ook de – steekhoudende en publiekelijk bekend gemaakt – ratio van de afsplitsing. Inmiddels heeft OCI bovendien geen onderneming meer, maar bestaat zij uit verkoopopbrengsten van desinvesteringen die op



korte termijn zullen worden geïnd en andere liquide activa, alsmede enige resterende rechten en verplichtingen uit desinvesteringstransacties.

33. Het tweede element dat OCI in haar reactie op de Bezwarenbrief toevoegt is dat voortzetting van de liquidatie niet noodzakelijkerwijze gunstiger voor de aandeelhouders zou zijn dan de Transactie. Zij betoogt dat de potentiële verplichtingen die verbonden zijn aan de uitgevoerde desinvesteringen zouden nopen tot een langdurig liquidatieproces, wellicht tot na 2029. Die uitleg roept vragen op, want OCI bewandelt reeds sinds medio 2023 het liquidatiepad, zodat van haar verwacht mocht worden dat zij de termijn waarbinnen zij door kopers van haar diverse bedrijfsonderdelen aangesproken zou kunnen worden onder garantieverplichtingen zo veel mogelijk zou beperken. Ten tweede is deze uitleg volkomen oncontroleerbaar: OCI heeft op geen enkel moment enige cijfermatige uitwerking verstrekt van de financiële gevolgen van voortzetting van het liquidatietraject. Ten derde zouden bezwaren die aan dergelijke voortzetting kleven slechts kunnen bijdragen aan rechtvaardiging van *enige* verkoop, maar niet van *deze* verkoop. Ten slotte versterkt de verdediging die OCI in dit verband aandraagt juist de twijfels bij de VEB c.s. omtrent het beleid, omdat OCI het volgende stelt:

“Finally, the proposed Transaction structure retains the opportunity for shareholders to participate in any upside in the resolution of the pending items at OCI, including the Geleen plants sale, and any return of the Fertiglobe escrow without the value destruction inevitable in a lengthy liquidation scenario.”

Bij uitvoering van de Transactie komt de potentiële 'upside' van de verkoop van OCI Nitrogen en afwikkeling van de Fertiglobe-transactie echter voor het overgrote deel terecht bij de aandeelhouders van Orascom. Dat de eventuele nadelen van een liquidatiescenario een dergelijk offer rechtvaardigen kan behoudens een gedetailleerde en gedegen onderbouwing - die ontbreekt - niet worden aangenomen.

34. Het valt ten slotte op dat OCI zowel in haar reactie op de Bezwarenbrief als in de Q&A zonder duidelijke aanleiding benadrukt dat de aandeelhouders in het verleden hebben geprofiteerd van de desinvesteringstransacties in de vorm van dividenduitkeringen van in totaal ongeveer USD 7 miljard. Dat OCI met die desinvesteringen juist heeft gehandeld, betekent evenwel niet dat zij nu het belang van de familie Sawiris kan laten prevaleren boven het belang van haar andere aandeelhouders. De familie Sawiris heeft naar rato van haar aandelenbelang geprofiteerd van die uitkeringen en - anders dan OCI suggereert - is het dus niet zo dat het belang van de minderheidsaandeelhouders reeds in het verleden is gediend, zodat nu de voorrang aan de belangen van de meerderheidsaandeelhouder gegeven zou mogen worden.

B. Belangenconflict

35. Tussen partijen is niet in debat dat er in verband met de Transactie sprake is van een massief belangenconflict: de familie Sawiris is zowel meerderheidsaandeelhouder van de verkopende partij (50,9%) als van de kopende partij (54,9%). Nassef Sawiris is de enige uitvoerend bestuurder van OCI. Hij heeft beslissende invloed binnen Orascom en na uitvoering van de Transactie zal hij worden benoemd tot bestuursvoorzitter van Orascom (aldus de Explanatory Notes, p. 5). Zijn dochter is niet-uitvoerend bestuurder van OCI. De CEO van OCI heeft tevens zitting in het bestuur van Orascom.



36. OCI stelt dat zij op zeer zorgvuldige wijze met het belangenconflict is omgegaan: de taken van Nassef Sawiris waarbij sprake was van een conflicterend belang zouden zijn overgedragen aan een niet-uitvoerend bestuurder, de heer Van de Kraats. Daarnaast zou een 'Transaction Committee' zijn geformeerd, bestaande uit Van de Kraats en een andere niet-uitvoerend bestuurder, de heer Fraser. Op ten minste twee punten is volgens de door OCI zelf verstrekte informatie echter onvoldoende rekening gehouden met het belangenconflict.
37. Ten eerste is Badrawi onverminderd zijn functie als CEO blijven uitoefenen, wat onder meer heeft geleid tot de paradoxale situatie dat hij op 11 december 2025 als CEO van OCI jegens beleggers de redelijkheid van koopsom verdedigde die betaald zal worden door Orascom, waarvan Badrawi zelf bestuurder is. In de Explanatory Notes van 11 december 2025 stelt OCI daarover het volgende:

"The Board also considered that Mr. Badrawi, OCI's chief executive officer (CEO) and member of OCI's executive committee (but not of the Board) is a non-executive director on Orascom Construction's Board. The Board, however, considered that Mr. Badrawi's in-depth knowledge of OCI's business, understanding of OCI's interests, as well as his managerial experience would be instrumental in promoting the interests of OCI and safeguarding the stakeholders' interests in the context of the Combination, and concluded that potential conflicting interests could be managed with appropriate safeguards. Mr. Badrawi has not participated in the Orascom Construction board's decision-making in relation to the Combination."

Deze uitleg is op zichzelf reeds reden tot ernstige twijfel aan het beleid en de gang van zaken. Het onverminderd aanblijven van Badrawi als CEO wordt immers verdedigd op basis van zijn "in-depth knowledge" van de onderneming van OCI, waaruit afgeleid moet worden dat de leden van het Transaction Committee niet zelfstandig over dezelfde kennis beschikten (wat gezien hun positie als niet-uitvoerend bestuurders ook voor de hand ligt), zodat zij voor cruciale informatie op hem waren aangewezen. Dat klemmt te meer gezien de rol die de potentiële verplichtingen in verband met de desinvesteringstransacties volgens de eigen stellingen van OCI hebben gespeeld. De geciteerde woorden wijzen erop dat het Transaction Committee en de andere niet-uitvoerend bestuurders voor informatie daaromtrent in ieder geval ten dele op Badrawi waren aangewezen. OCI zal bij uitvoering van de transactie op zeer korte termijn ophouden te bestaan en de lucratieve functie van CEO van OCI zal dan verdwijnen. (Volgens het jaarverslag van OCI over 2024 ([Productie 27](#)); uittreksel) bedroeg de remuneratie van Badrawi in zijn toenmalige functie van CFO over 2023 EUR 5,8 miljoen en over 2024 EUR 2,7 miljoen.) Het is derhalve niet vergezocht om aan te nemen dat Badrawi ook in zijn functie als CEO van OCI en zijn informatievoorziening vooral aandacht heeft gehad voor de belangen van Orascom en voor het bestendigen van een goede verstandhouding met Nassef Sawiris.

- 37, Het citaat vervolgt met de stelling dat de ervaring van Badrawi als CEO en zijn begrip van de belangen van OCI onontbeerlijk zouden zijn ter behartiging van de belangen van OCI en haar stakeholders. Dat komt neer op een ontkenning van het probleem, namelijk dat Badrawi niet alleen een goed begrip heeft van de belangen van OCI (namelijk een zo hoog mogelijke prijs), maar ook een uitstekend begrip heeft van de belangen van Orascom (namelijk een zo laag mogelijke prijs). Daar wordt in het citaat slechts tegenover gesteld dat "appropriate safeguards" getroffen zouden zijn om het belangenconflict aan de zijde van Badrawi te beheersen, maar wat die maatregelen inhouden blijft in het midden. De toevoeging dat Badrawi niet heeft deelgenomen aan de besluitvorming over de Transactie binnen het



bestuur van Orascom is uiteraard niet relevant. Iedere bestuurder van Orascom zou immers sowieso een dergelijk een voor Orascom zo gunstige transactie goedkeuren.

38. Ten tweede heeft OCI sterk wisselende verklaringen afgelegd over het moment waarop maatregelen zijn geïmplementeerd teneinde het belangenconflict aan de zijde van Nassef Sawiris te beheersen. In het persbericht van 9 december 2025 (Productie 13, p. 7) stelt zij daarover het volgende:

"At the time a business combination between OCI and Orascom Construction emerged as the potentially most attractive strategic option for OCI, the Board carefully considered how to safeguard disinterested and independent decision-making by the Board."

Het bestuur heeft dus pas maatregelen ter beheersing van het tegenstrijdig belang in overweging genomen nadat was gebleken dat een 'fusie' met Orascom de potentieel meest aantrekkelijke optie zou zijn. Dat is te laat, want een kerntaak van het bestuur was nu juist om alternatieven in kaart te brengen en tegen elkaar af te wegen. Daarom hadden maatregelen genomen moeten worden zodra kenbaar werd dat een transactie met Orascom potentieel één van die alternatieven zou zijn en niet pas toen de keuze reeds naar die transactie overhelde.

39. Het voorgaande is in de Bezwarenbrief van de VEB c.s. indringend aan OCI voorgehouden. (randnr. 4: "Moreover, according to the explanatory notes for the Extraordinary Meeting of shareholders (...) the purported safeguards were only mounted after "Orascom Construction emerged as the potentially most attractive strategic option for OCI", where they should have been put in place as soon as Orascom expressed any interest in any transaction.") OCI heeft op dit bezwaar gereageerd door zowel in haar reactie op de Bezwarenbrief als in de Q&A haar verklaring bij te stellen. Maatregelen zouden bij nader inzien toch terstond zijn genomen:

"The idea of a potential transaction between OCI and Orascom was first discussed during the board meeting of 21 May 2025, at which time the conflicts of interest of Mr Sawiris as executive chairman and Ms Sawiris as non-executive director were declared and acknowledged, and the establishment of the Transaction Committee was first proposed and implemented, composed of non-conflicted directors Mr Van de Kraats and Mr Fraser. The duties and responsibilities that would have vested in Mr. Sawiris had he not been deemed conflicted were assigned to Mr Van de Kraats."

40. Welke van de twee hierboven geciteerde verklaringen van OCI waarachtig is, kunnen de VEB c.s. niet vaststellen. Wel kunnen zij vaststellen dat deze verklaringen omtrent de betrokkenheid van Nassef Sawiris bij de selectie van Orascom als transactiepartner met elkaar in strijd zijn en dat is reden om aan juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen.
41. Ook los van de aard van de voortdurende betrokkenheid van Badrawi en het moment waarop maatregelen zijn genomen met betrekking tot het belangenconflict van Nassef Sawiris nemen de verklaringen van OCI onvoldoende de vrees weg dat onzuivere beweegredenen een rol hebben gespeeld bij de selectie van Orascom als transactiepartner en de vaststelling van de voorwaarden van de Transactie. OCI zal immers worden geliquideerd en miljardair Sawiris blijft bestaan, zodat rekening moet worden gehouden met de mogelijkheid dat betrokkenen aan de zijde van OCI ten onrechte mede oog hebben gehad voor zijn belangen.



Die mogelijkheid is een zeer reële mogelijkheid in het licht van de waarschijnlijkheid van het alternatieve scenario, namelijk een opeenstapeling van toevalligheden: *toevallig* wordt gekozen voor een transactie met een onderneming waar Sawiris ook de scepter zwaait, ook al ontbreekt daarvoor een objectieve ratio, *toevallig* wordt een ruilverhouding vastgesteld die voor Orascom zeer voordelig is en voor OCI zeer nadelig; *toevallig* wordt betaald in een vorm die voor Sawiris zeer voordelig is en voor de minderheidsaandeelhouders zeer nadelig.

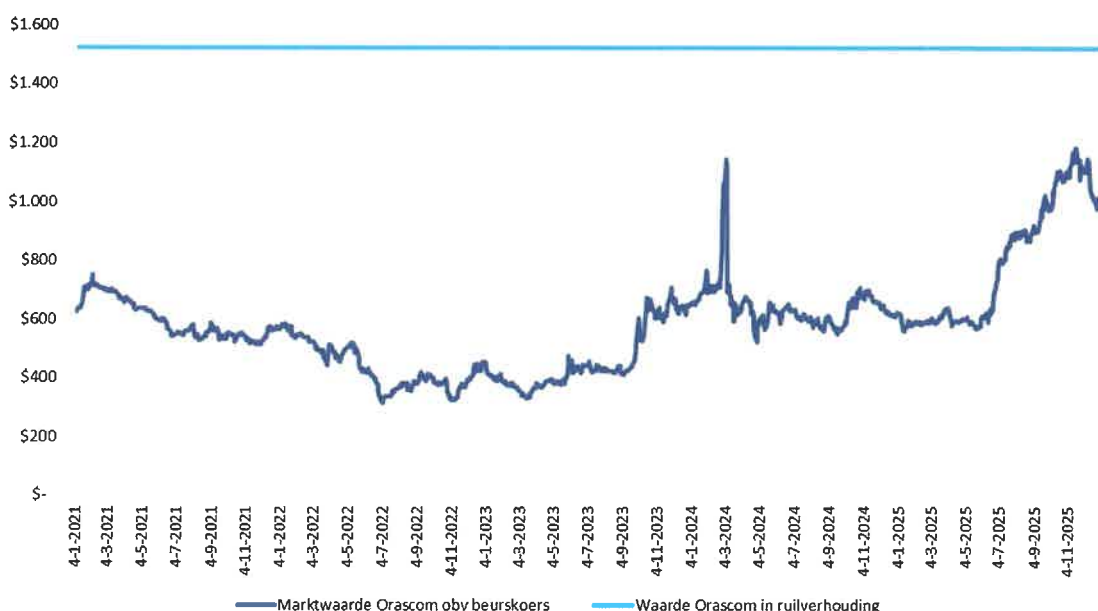
C. De ruilverhouding

42. Zoals in het feitenrelaas is opgemerkt, wordt de Transactie volgens OCI uitgevoerd op basis van een waardering van OCI van USD 1,35 miljard en een waardering van Orascom van USD 1,52 miljard, wat resulteert in een ruilverhouding van 0,4634 aandelen Orascom voor één aandeel OCI. Deze ruilverhouding is onredelijk want Orascom wordt aldus overgewaardeerd en OCI wordt aldus ondergewaardeerd.

Overwaardering Orascom; beurskoers

43. Dat Orascom overgewaardeerd wordt kan eenvoudig worden vastgesteld. De totale marktkapitalisatie van Orascom is namelijk aanzienlijk geringer dan de toegekende waarde van USD 1,52 miljard. Op 21 mei 2025 - toen volgens OCI voor het eerst over een transactie met Orascom werd gesproken - bedroeg de marktkapitalisatie van Orascom USD 580 miljoen, een verschil van 162% met de gehanteerde waardering in de ruilverhouding. Nadien is de koers opgelopen, maar nooit zodanig dat de kapitalisatie in de buurt komt van de gehanteerde waardering: op 22 september 2025 - ten tijde van de eerste aankondiging van de Transactie - bedroeg die USD 1,05 miljard (een verschil van 45%), per 9 december 2025 - ten tijde van de bekendmaking van de ruilverhouding - was die USD 1,1 miljard (een verschil van 38%) en per 30 december 2025 was die teruggelopen tot USD 0,98 miljard. De verhouding tussen de gehanteerde waardering en de marktkapitalisatie is weergegeven in onderstaande grafiek.

Grafiek verhouding tussen de gehanteerde waardering en de marktkapitalisatie



bron: Bloomberg Marktkapitalisatie in USD miljoenen en op basis van Orascom's beursnotering te Egypte.



44. Uit de circulaire die Orascom aan haar aandeelhouders heeft verzonden (Productie 28) blijkt dan ook dat Orascom aandelen aan OCI zal uitgeven tegen een koers van USD 13,79 (p. 11; USD 1 nominale waarde plus USD 12,79 agio). De werkelijke beurskoers van Orascom heeft nooit meer bedragen dan USD 10,8 (40,0 Emiratische Dirhams ('AED'); zeer kortstondig op 12 september 2025) en bedroeg op 31 december 2025 USD 8,91 (AED 33,0).
45. De markt waardeert Orascom dus op een veel lager bedrag dan OCI dat doet ten behoeve van de Transactie. De premie die de minderheidsaandeelhouders worden geacht te betalen voor het voorrecht om verplicht te worden hun aandelen in te ruilen varieert van 162% tot 38% en bedroeg per 30 december 2025 55%. Dat verschil schreeuwt om een verklaring, maar OCI heeft zelfs geen poging gedaan om die te verschaffen. Zoals in het feitenrelaas aan de orde is geweest: Badrawi is op 11 december 2025 met deze premie geconfronteerd en geeft daarop geen zinnige reactie: hij verzandt in een warrig betoog omtrent de waardering van OCI, maar daar gaat het hier niet om. Ook de VEB c.s. hebben in hun Bezwarenbrief (randnr. 9) de wanverhouding tussen de marktwaarde van Orascom en de Transactie-waardering nadrukkelijk aan de orde gesteld. De raadsman van OCI reageert er in zijn brief van 29 december 2025 evenwel met geen woord op. De marktkapitalisatie van Orascom, haar beurskoers en de verhouding daarvan met de door OCI aangehouden waardering komen daarin nergens aan de orde. Klaarblijkelijk was OCI niet in staat om een ook maar enigszins steekhoudende verklaring voor die wanverhouding aan te dragen en heeft zij er daarom maar voor gekozen er het zwijgen toe te doen.
46. De verhouding tussen de marktwaardering van Orascom in de Transactie-waardering komt zijdelings wel nader aan de orde in de Q&A:

"11. Please explain how the reference valuation of USD 1,350 million for OCI and USD 1,520 million for Orascom Construction were derived.

The reference values were agreed in negotiation with Orascom Construction and reflect relative values that result in the agreed exchange ratio of 0.4634. Rothschild, on behalf of the Board, analysed a range of values for OCI and Orascom Construction (see Q9 above and pages five through seven of the EGM Circular). Applying consistent methodologies, the relative values of each company were compared resulting a range of exchange ratios that Rothschild deemed fair to OCI.

In negotiations with Orascom Construction, the reference values were agreed and result in an exchange ratio that falls within the range of exchange ratios deemed fair. The reference values are part of broader ranges and therefore care should be taken in using them in comparison to other measures of value."

Deze uitleg komt vooral neer op een cirkelredenering: de relatieve waardering van OCI en Orascom resulteert in een ruilverhouding en die ruilverhouding strookt met de relatieve waardering, wat uiteraard per definitie zo is. Voorts bevat het citaat een terugtrekkende beweging van OCI, klaarblijkelijk naar aanleiding van de bezwaren van de VEB c.s.: bij de waardering op USD 1,35 miljard en USD 1,52 miljard zou het niet gaan om absolute waarderingen, maar slechts om verhoudingsgetallen, zodat voorzichtigheid geboden zou zijn bij vergelijking daarvan met andere waarderingsmaatstaven, aldus OCI. Wederom spreekt OCI haar eerdere verklaringen lijnrecht tegen. In het persbericht van 9 december 2025 staat immers gewoon dat de ruilverhouding is gebaseerd op de daadwerkelijke waardes van OCI respectievelijk Orascom ("OCI and Orascom Construction have agreed on an exchange ratio, which is based on an equity value for OCI of approximately USD 1.35



billion and an equity value for Orascom Construction of approximately USD 1.52 billion.”) Daarbij komt dat het geen moeite kost om de basis van de waardering van OCI op USD 1,35 miljard te achterhalen. Dat bedrag is namelijk nagenoeg gelijk aan de som-der-delen ad EUR 5,20, vermenigvuldigd met het aantal uitstaande aandelen en gecorrigeerd voor de Euro/Dollar wisselkoers. De gehanteerde waardering van OCI betreft dus een absolute en geen relatieve waarde. Hetzelfde zou dus moeten gelden voor de gehanteerde waardering van Orascom, maar uit het citaat blijkt dat OCI beseft dat Orascom geen waarde van USD 1,52 miljard vertegenwoordigt.

47. Ten opzichte van de Explanatory Notes is de nadruk in het narratief van OCI er in de reactie op de Bezwarenbrief en in de Q&A naar verschoven dat de ruilverhouding de uitkomst van onderhandelingen zou zijn: het woord ‘negotiations’ komt in de Explanatory Notes nergens voor, maar in de reactie en de Q&A veertien keer. Dat de ruilverhouding de uitkomst van onderhandelingen zou zijn, betekent echter niet dat die uitkomst daarom redelijk is. Dat klemmt te meer nu OCI in onderhandelingen met Orascom steeds op achterstand stond: Orascom wist via Nassef Sawiris en Badrawi immers alles over OCI, terwijl het Transaction Committee niks over Orascom wist.

Overwaardering Orascom; Explanatory Notes

48. In het citaat in randnummer 46 verwijst OCI ook naar de uiteenzetting die is opgenomen op pagina 6/7 van de Explanatory Notes. (Het citaat verwijst naar pagina’s vijf tot en met zeven, maar de waardering van Orascom komt alleen onderaan pagina 6 en bovenaan pagina 7 aan de orde.) Volgens die uiteenzetting zou het bestuur voor de waardering van (de diverse onderdelen van) Orascom ook een reeks andere gezichtspunten hebben onderzocht. Zij benoemt echter slechts de desbetreffende gezichtspunten (waaronder overigens ook de koersontwikkeling van het aandeel Orascom), maar geeft daaromtrent vrijwel geen details en geen cijfermatige uitwerking, zodat het voor de minderheidsaandeelhouders nauwelijks mogelijk is om enige relatie te leggen tussen de gezichtspunten die het bestuur beweerdelijk in aanmerking zou hebben genomen en de beweerdelijke uitkomst ad USD 1,52 miljard. Andere gezichtspunten dan de beurskoers zijn bovendien per definitie van secundair belang: als de markt aan het aandeel Orascom een waarde van USD 8,91 toekent, dan is het niet aan het bestuur van OCI om haar aandeelhouders te dwingen om die aandelen aan te kopen tegen een koers USD 13,79, ongeacht de uitkomst van de modelmatige berekeningen die zij op de waarde van Orascom losgelaten zou hebben.
49. Bij het voorgaande komt ook dat OCI wel enige rudimentaire informatie verschaft over de onderliggende waardering van Orascom op basis van een ‘sum of the parts’ analyse (dus de som van de waardes van de onderdelen van Orascom), maar dat daaruit telkenmale blijkt dat zij blind vaart op de eigen projecties en voorspellingen van Orascom:
- De kernactiviteiten van Orascom zijn gewaardeerd op basis van een discounted cashflow (‘DCF’) methode, die echter volledig afhankelijk is van het eigen business plan van Orascom (“Orascom Construction’s core operations have been valued in accordance with the DCF-method *based on Orascom Construction’s management business plan* (...).”)
 - Voor de waardering van het belang van Orascom in Besix geldt hetzelfde: uitgangspunt van de waardering zijn de eigen projecties van Orascom over toekomstige dividendstromen (“(...) has been valued based on a discounted dividend analysis based



on Orascom Construction's projections of dividends to be received from its 50% stake in Besix.")

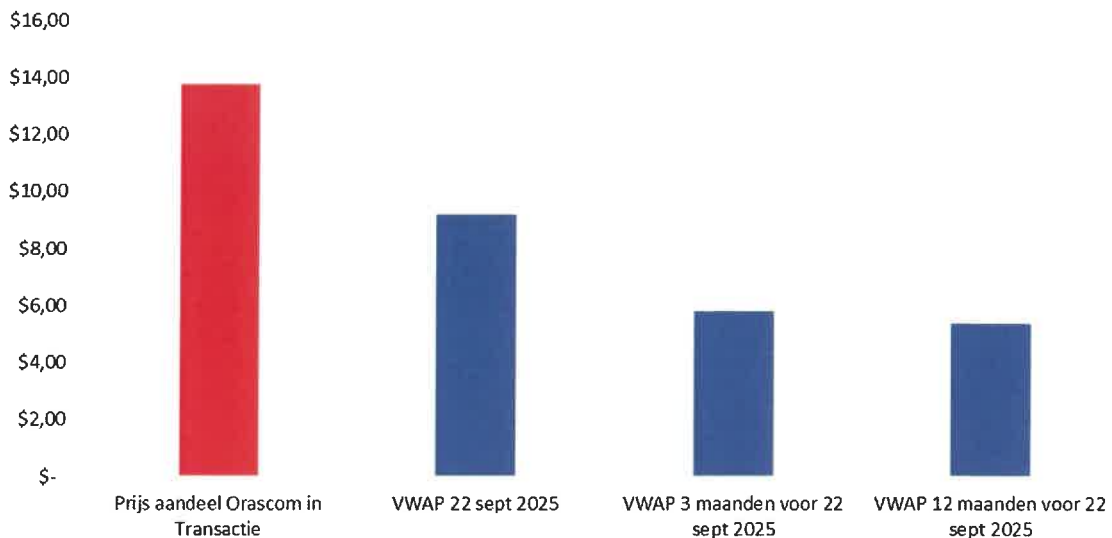
- De waardering van zes 'concessies' die Orascom op de balans heeft staan is wederom gebaseerd op het eigen business plan van Orascom, waarbij dat business plan projecties blijkt te bevatten tot en met het jaar 2058. ("Orascom Construction's six concessions have been valued in accordance with the DCF-method based on Orascom Construction's management business plan for financial years 2026-2058 (...).")
- Zelfs met betrekking tot de verwachte netto kas/schuldpositie per ultimo 2025 heeft het bestuur van OCI zich slechts verlaten op managementprognoses van de koper zelf. ("The expected net cash (debt) position per year end 2025 on the basis of Orascom Construction's management business plan.")

Per saldo heeft OCI dus toegelaten dat Orascom zelf de waarde bepaalt van de aandelen die zij in ruil voor de activa van OCI uitgeeft.

50. Bij het voorgaande komt dat de uitkomsten van de modelmatige berekeningen waarop het bestuur van OCI zich verlaten zou hebben uiterst gevoelig zijn voor de gehanteerde variabelen voor 'Weighted Average Cost of Capital' ('WACC'), 'terminal growth rate' ('TGR') en 'cost of equity' ('CoE'). In de Explanatory Notes wordt voor elk van deze variabelen echter steeds een bandbreedte genoemd, terwijl de uitkomst sterk varieert afhankelijk van de gekozen waarde binnen die bandbreedte. Ook in dat opzicht is de toelichting op de 'sum of the parts' analyse (de enige waarop OCI enige toelichting geeft) nietszeggend. Bovendien ontbreekt elke informatie over de onderliggende projectieperiode. OCI vermeldt niet welke projectieperiode is gebruikt (hoeveel jaar) en geeft geen inzicht in de aannames over bijvoorbeeld omzetgroei, marges, investeringen en vrije kasstromen.
51. Naast de 'sum of the parts' methode zegt het bestuur acht geslagen te hebben op drie andere waarderingsmethodes. Omtrent de toepassing en uitkomsten daarvan wordt verder niets gezegd. Voor zover de VEB c.s. in positie zijn de desbetreffende methodes zelfstandig toe te passen geven de uitkomsten daarvan geen enkele steun aan de waardering van Orascom op USD 1,52 miljard, zoals onderstaand beknopt wordt toegelicht.
52. Het bestuur van OCI zegt acht geslagen te hebben op de 'volume weighted average price' ('VWAP') van het aandeel Orascom voorafgaand aan de eerste aankondiging van de transactie op 22 september 2025. Aldus lijkt het bestuur toch oog te hebben voor de marktwaarde van Orascom, maar dat is niet zo. Zoals in de grafiek op de volgende pagina inzichtelijk wordt gemaakt, is de VWAP in elke benadering veel lager dan de prijs per aandeel Orascom volgens de Transactie (USD 13,79).



Grafiek VWAP lager dan prijs aandeel Orascom in Transactie



Bron: Bloomberg. Berekening in USD en op basis van Egyptische notering Orascom.

53. Ten tweede stelt het bestuur acht geslagen te hebben op koersdoelen van analisten ("Orascom Construction's analysts average and median target prices"). Onderzoek van de koersdoelen die door analisten worden genoemd leert dat die koersdoelen zich over de afgelopen vijf jaar consequent zeer aanzienlijk boven de eigenlijke koers van Orascom hebben bewogen, gemiddeld zelfs met ongeveer 60%. (Per 30 december was de koers van Orascoms Egyptische beursnotering EGP 430 bij een gemiddeld analistenkoersdoel van ruim EGP 620). Nu kan het consensus-koersdoel uiteraard afwijken van de feitelijke beurskoers (dat is bij OCI ook het geval), maar een zeer langdurige en een zeer omvangrijk verschil met de eigenlijke beurskoers wijst slechts uit dat de desbetreffende analisten door marktdeelnemers niet serieus genomen worden.
54. Ten derde en ten slotte beweert het bestuur dat zij acht geslagen heeft op koersverhoudingen van vergelijkbare bedrijven ("a peer multiples based valuation based on price/earnings multiples for a broad set of peers for Orascom Construction"). Een dergelijke analyse is echter integraal afhankelijk van de selectie van die vergelijkbare bedrijven, die OCI niet onthult. Tevens kan een dergelijke waardebepaling de indruk wekken dat Orascom door de markt wordt ondergewaardeerd omdat de selectie 'vergelijkbare bedrijven' mogelijk hogere waarderingsmultiples kent. Die verschillen in waarderingsverhoudingen zijn echter vaak goed verklaarbaar door uiteenlopende waardedrijvers (zoals verschil in winstmarges, kapitaalintensiteit en groei) en risicoprofielen van de geselecteerde 'vergelijkbare bedrijven'. Deze analyse kan het bestuur van OCI de indruk hebben gegeven dat Orascom door de markt wordt ondergewaardeerd, maar het bestuur behoort haar visie dat de markt ongelijk heeft niet aan haar aandeelhouders op te dringen.

Overwaardering Orascom; de Fairness Opinie

55. De hoofdmoot van de verdediging van OCI van de waardering van Orascom wordt gevormd door een uitvoerig beroep op de Fairness Opinie. Een onberispelijke fairness opinie is voor een transactie waarbij aandeelhouders worden gedwongen afstand van hun aandelen te doen zonder twijfel een vereiste, maar is onder de omstandigheden van deze zaak – namelijk



dat het bestuur een ruilverhouding hanteert die radicaal afwijkt van de koersverhoudingen – geenszins voldoende. Ook als een dergelijke opinie ter beschikking zou staan, had het bestuur de waardering van Orascom op solide en verifieerbare wijze moeten onderbouwen. In de Fairness Opinie zelf staat immers slechts *dat* de vergoeding die OCI zal ontvangen redelijk ('fair') zou zijn, maar wordt op geen enkele wijze toegelicht *waarom* dat zo zou zijn.

56. De Fairness Opinie is bovendien verre van onberispelijk, maar lijdt aan hetzelfde manco als de 'sum of the parts' analyse van het bestuur zelf, namelijk dat die integraal is gebaseerd op de plannen en projecties van het bestuur van Orascom, waarvan de haalbaarheid en realiteit niet zijn onderzocht, maar gemakshalve zijn aangenomen:

"As agreed with the Board of Directors of OCI, for the purposes of giving the opinion we have (...) assumed that the projections, plans and forecasts provided by OC have been reasonably prepared on bases reflecting the best available estimates and good faith judgments of the future performance of OC by OC's senior management and that they have been reviewed and approved by OC (...)." ("OC" staat voor 'Orascom Construction')

Ook voor de Fairness Opinie geldt dus dat de daarin neergelegde mening over de redelijkheid van de vergoeding die OCI ontvangt afhangt van de waarde die Orascom aan zichzelf toegekend heeft. (Vgl. Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626, JOR 2017/163 m.nt. J. Jitta)

57. Met betrekking tot de Fairness Opinie valt voorts op dat OCI daaromtrent zowel in de Q&A als in de reactie op de Bezwarenbrief een reeks beweringen doet waarvoor in de eigenlijke tekst van de opinie geen enkel aanknopingspunt valt te ontdekken:

- OCI beweert dat de Fairness Opinie weliswaar gericht is aan OCI en niet aan haar aandeelhouders, maar dat het expliciete doel daarvan zou zijn om het bestuur in staat te stellen de Transactie al dan niet aan te bevelen aan de aandeelhouders.

"The fairness opinion has been expressly commissioned to be used by the Transaction Committee and the Board in its decision making on whether to recommend the Transaction to OCI's shareholders."

In de Fairness Opinie staat niets van deze strekking en daarin staat wel dat uitsluitend OCI zelf en verder niemand anders daarop mag vertrouwen.

"The opinion is only given for the purpose of providing information and assistance to the Board of Directors of OCI in connection with its evaluation, and its consideration of, and decision-making with respect to, the Transaction. Under no circumstances do we accept any responsibility to any person(s) other than the Board of Directors of OCI in connection with this letter and our opinion."

- OCI beweert dat de ruilverhouding valt in het bovenste kwart van de bandbreedte die Rothschild & Sons als redelijk beschouwt.

"It is relevant to note that the exchange ratio falls within the top quartile of the range deemed fair by Rothschild & Co."



In de Fairness Opinie staat geen woord van deze strekking en dit betreft dus slechts een loze bewering van OCI.

- OCI beweert dat Rothschild & Sons de Transactie heeft vergeleken met voortzetting van het liquidatietraject en heeft geconcludeerd dat de Transactie de voordeligste optie is.

"Rothschild & Co have provided estimates of the implied value per share in a liquidation scenario and have concluded that the liquidation scenario would result in material diminution in value as compared to the equity value of OCI upon which the exchange ratio has been determined."

In de Fairness Opinie zelf staat uitdrukkelijk het omgekeerde: Rothschild & Sons heeft de Transactie niet vergeleken met enig alternatief.

"The opinion does not constitute a recommendation in connection with the Transaction. The opinion does not address the relative merits of the Transaction as compared to other business strategies and transactions which could be pursued."

- OCI beweert dat haar uiteenzetting omtrent de gezichtspunten die bij de waardering van Orascom in aanmerking zouden zijn genomen op pagina 5/6 van de Explanatory Notes en die hierboven zijn besproken de weerslag vormt van de waardering zoals die door Rothschild & Sons is uitgevoerd.

"The disclosures of the methodologies and conclusions of the Rothschild fairness opinion are set forth on pages five through seven of the EGM circular."

Wederom doet OCI de waarheid geweld aan. In de Fairness Opinie staat namelijk slechts dat Rothschild & Sons 'gebruikelijke analyses' zou hebben uitgevoerd.

"The opinion is based on valuations and assessments as they are typically performed by investment banks in providing fairness opinions in these types of transactions. Such assessments are carried out using valuation methods commonly used by investment banks and differ in a number of important respects from a valuation performed by qualified auditors and/or from asset-based valuations generally."

In de opinie staat verder expliciet dat Rothschild & Sons de waarde van de diverse onderdelen van Orascom niet zelfstandig heeft onderzocht, terwijl die waarde van de diverse onderdelen nu juist het voornaamste onderwerp is van het betoog in de Explanatory Notes.

"Rothschild & Co has not made an independent evaluation or appraisal of the assets and/or liabilities of OCI, OC or any of their respective subsidiaries, and has not been provided with any such evaluations or appraisals." ('OC staat wederom voor 'Orascom Construction')

De VEB c.s. benadrukken dat het betoog van OCI omtrent de waarde van Orascom aldus volkomen in de lucht komt te hangen. Strekking van Explanatory Notes is dat het bestuur van OCI die zelfstandig heeft onderzocht vanuit diverse gezichtspunten. Nu komt zij daarop terug en beweert zij dat zij slechts het werk van Rothschild & Sons samenvat, maar dat laatste kan in ieder geval niet waar zijn.



De VEB c.s. ontkomen op grond van het voorgaande niet aan de indruk dat OCI zich in haar bespreking van de Fairness Opinie aan verdichtfels bezondigt, terwijl die Fairness Opinie het fundament van haar verdediging van de ruilverhouding vormt.

58. In de reactie op de Bezwarenbrief betoogt OCI ten slotte dat de transactiedocumentatie voorziet in een zogenaamde *fiduciary opt out*, die het bestuur in staat stelt een beter bod te aanvaarden. In de stukken ten behoeve van de buitengewone vergadering van aandeelhouders werd daarover nog niets vermeld. Er heeft zich geen alternatieve koper gemeld, waaruit afgeleid zou moeten worden dat de ruilverhouding redelijk is, aldus OCI. Dat betoog loopt spaak op de eenvoudige realiteit dat geen enkele partij energie zal steken in een potentiële overname van (de activa van) OCI, in de volle wetenschap dat de meerderheidsaandeelhouder van OCI die toch zal blokkeren. Dit argument suggereert bovendien dat het bestuur slechts passief heeft afgewacht of zich wellicht een andere koper zou aandienen, wat uiteraard niet gebeurd is. Het lag op de weg van het bestuur om zelf alternatieven in kaart te brengen en om partijen te enthousiasmeren die wellicht eerder waren afgeschrikt door de bekende governance verhoudingen. Kennelijk is ook dat niet gebeurd.

Onderwaardering OCI; beurskoers en Net Asset Value

59. Zoals hierboven al aan de orde is geweest, strookt de waardering van OCI ad USD 1,35 miljard met de som-der-delen taxatie (zonder governance discount) onder analisten ad EUR 5,20 per aandeel. Daarmee is echter niet gezegd dat die waardering van OCI daarom redelijk is. OCI wordt immers overgenomen door Orascom en in een overname-situatie wordt een premie boven de vigerende beurskoers geboden (doorgaans van circa 30%) en wordt voorts acht geslagen op de intrinsieke waarde van het doelwit.
60. Een premie op de beurskoers per 19 september 2025 – de laatste beursdag voorafgaand aan de eerste aankondiging van de Transactie – ad EUR 4,81 vertaalt zich in een waarde per aandeel van EUR 6,25 en in een waardering van OCI van USD 1,54 miljard. Dat is substantieel hoger dan de gehanteerde waardering.
61. Voor een analyse van de *Net Asset Value* ('NAV') is in het geval van OCI te meer aanleiding gezien de samenstelling van de balans van OCI. Zoals al herhaaldelijk opgemerkt: OCI bestaat uit één operationele onderneming die te koop staat, een grote hoeveelheid liquide activa, verkoopopbrengsten van desinvesteringen die op korte termijn zullen worden geïnd alsmede residuele rechten en verplichtingen. De VEB heeft de NAV van OCI geanalyseerd en zij komt uit op een waarde per aandeel in de bandbreedte van EUR 5,20 tot EUR 6,60. Haar analyse wordt in onderstaande tabel samengevat (bedragen in miljoenen USD tenzij anders aangegeven).

	Balanspost	Waarde; hoog	Waarde; laag
A	Clean Ammonia	230	230
B	Fertiglobe Escrow	362	0
C	Ammonia Holding	341	341
D	Nettoschuld	-59	-59
E	Methanex Aandelen	393	393



F	OCI Nitrogen	400	400
G	Corporate kosten	(20)	(20)
	Totaal	1.647	1.285
H	Waarde per aandeel (EUR)	6,6	5,2

Genoemde posten worden onderstaand beknopt toegelicht:

Ad A: Bij de verkoop van Clean Ammonia (randnr. 9(iii)) is afgesproken dat de koper in het eerste kwartaal van 2026 een nabetaling van USD 470 miljoen zal verrichten, afhankelijk van de voltooiing van de fabriek te Beaumont. De resterende afbouwkosten worden geschat op USD 240 miljoen. (Bron: verslaggeving OCI). De netto-opbrengsten komen daarmee op USD 230 miljoen. Uit een persbericht van 29 december blijkt dat de fabriek nu operationeel is.

Ad B: Bij de verkoop van Fertiglobe (randnr. 9(i)) is afgesproken dat een bedrag van USD 362 miljoen in escrow werd gestort ter dekking van claims onder de garanties. In hoeverre dit bedrag zal vrijvallen is onzeker. (Bron: verslaggeving OCI)

Ad C: Deze post betreft de opbrengst van de verkoop van Ammonia Holding (randnr. 9(v)) die in het eerste halfjaar van 2026 zal worden ontvangen. (Bron: verslaggeving OCI)

Ad D: Dit is de nettoschuld op 9 december 2025. (Bron: financiële verslaggeving OCI).

Ad E: De koopsom voor de zogeheten 'Methanol Business' (randnr. 9(iv)) is voldaan in aandelen van de koper, Methanex Corporation. Die aandelen zijn genoteerd aan Nasdaq (Bron: financiële verslaggeving OCI en actuele koersinformatie)

Ad F: Dit zijn de geschatte opbrengsten van desinvestering van de laatste operationele activiteit te Geleen. De schatting is ruwweg ontleend aan analyses van Berenberg, JP Morgan, ING, Citi en Kepler Cheuvreux. Van deze analisten was een specifieke taxatie beschikbaar na verkoop van de ammoniakterminal en distributieactiviteiten in Rotterdam.

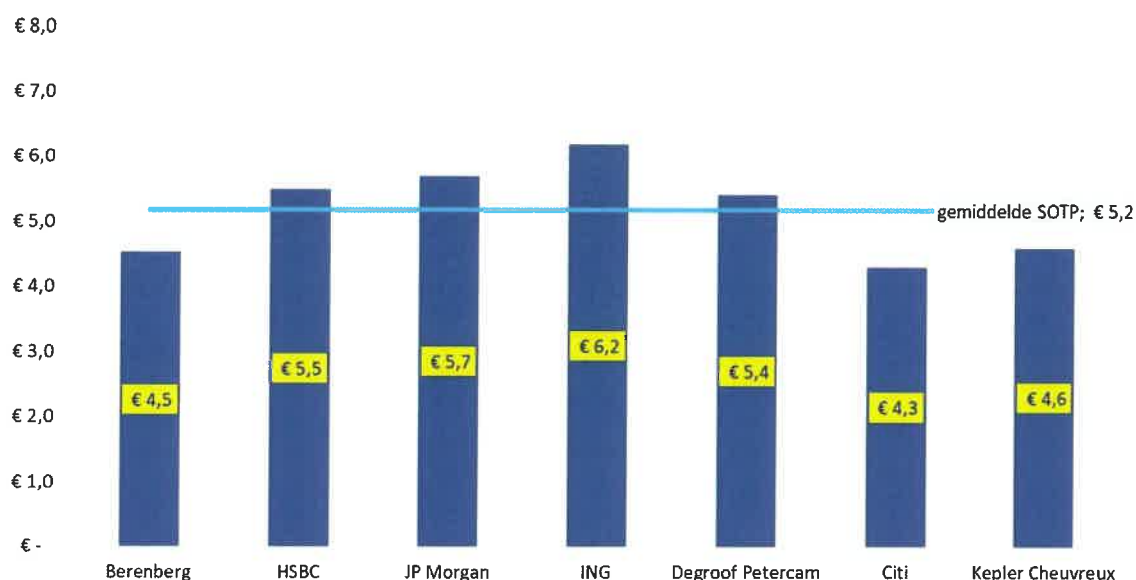
Ad G: Dit betreft de residuele kosten van de (in omvang zeer beperkte) activiteiten van de holding.

Ad H: De waarde van de activa en passiva van OCI, gedeeld door het aantal uitstaande aandelen en omgerekend naar EUR.

De conclusie luidt dat de waardering van OCI te laag is indien wordt uitgegaan van een negatief scenario voor wat betreft de afwikkeling van de Fertiglobe-transactie en veel te laag indien wordt uitgegaan van een positief scenario. De uitkomsten van de analyse van de VEB valt in dezelfde bandbreedte als de uitkomsten van andere onafhankelijke analyses:



Grafiek met gemiddelde som-der-delen analisten



Bron: taxaties van betreffende brokers. Betreft alle beschikbare broker data van de som-der-delen voor speciale kortingen gegevens vanwege onder andere governance issues. Note: de meeste brokers rekenen zonder de Fertiglobe escrow.

De bovengenoemde som-der-delen analyses van analisten gaan daarbij voor de goede orde grotendeels voorbij aan de potentiële vrijval van de Fertiglobe-escrow. Zij weerspiegelen dan ook voornamelijk de “laag” waarde zoals door de VEB berekend. Het scenario dat er van de escrow niets zou vrijvallen is onwaarschijnlijk.

62. In hun Bezwarenbrief hebben de VEB c.s. verwezen naar een eerdere versie van de berekening van de intrinsieke waarde van OCI op de website van de VEB en OCI verzocht haar reactie te geven. OCI pakt die handschoen niet op en blijft in haar reactie in essentie steken op het arrogante standpunt dat haar waardering de juiste is omdat zij zegt dat haar waardering de juiste is. Het bestuur van OCI gaat het debat hooghartig uit de weg: de minderheidsaandeelhouders moeten hun aandelen inleveren omdat wij vinden dat dat moet en waarom wij dat vinden is geen zaak voor de aandeelhouders, aldus het bestuur.

Onderwaardering OCI; potentiële verplichtingen

63. Hoewel OCI in haar reactie op de bezwarenbrief elk inhoudelijk debat ontwijkt, schermt zij in haar reactie wel herhaaldelijk met geheime informatie die van invloed zou zijn op de beurskoers van OCI:

“The potential contingent liabilities of OCI were given particular consideration, specifically but not limited to the indemnifications to the purchasers of the portfolio companies that arose as a result of the piecemeal approach.”

“The Company recognizes the importance of transparency in valuation assumptions and acknowledges investor interest in understanding the underlying details. However, it is essential to note that certain information is commercially sensitive, and disclosing such information would be detrimental to the interests of the company and its business. This includes data pertaining to businesses still under strategic review,



topics currently being negotiated, potential contingent liabilities subject to future negotiations, and confidential restructuring costs that directly impact the Company's ability to successfully function. Disclosing such information would compromise the Company's interests, whether or not the Transaction is consummated."

64. OCI beweert dus dat er sprake is van geheime informatie die van materiële betekenis is voor de waardering van OCI, maar die zij verzwijgt omdat openbaarmaking daarvan niet in het belang van OCI zou zijn. Deze bewering is naar zijn aard volkomen onverifieerbaar en van de minderheidsaandeelhouders kan niet gevergd worden dat zij op deze basis hun aandelen inleveren. 'Er zitten lijken in onze kast, maar we kunnen niet zeggen wat die zijn, want dan weet iedereen het' is geen basis om een transactie aan aandeelhouders op te dringen. Bovendien beschuldigt OCI zichzelf met de geciteerde passage van schending van haar verplichting koersgevoelige informatie zo snel mogelijk openbaar te maken (Art 17 lid 1 Verordening Marktmisbruik). OCI komt in deze omstandigheden geen beroep toe op de uitstelregeling van Artikel 17 lid 3 van de verordening. Van de geheimhouding van de lijken in de kast is immers wel misleiding van het publiek te duchten, want die heeft erin geresulteerd dat de beurskoers van OCI te hoog zou kunnen zijn, zo suggereert OCI zelf. Bovendien ziet Artikel 17 lid 3 op *uitstel* van openbaarmaking en niet op *afstel*. OCI is echter klaarblijkelijk voornemens om de lijken nooit openbaar te maken, want zij is voornemens haar beursnotering en haar bestaan in februari of maart 2026 te beëindigen. In deze fase van het bestaan van OCI en gelet op de publieke mededelingen en uitlatingen over waardering en gepretendeerde noodzaak van het beëindigen van de notering, kan er geen sprake zijn van het niet in de financiële verslaggeving en mededelingen daaromtrent opnemen van gepretendeerde geheime informatie. Dat mag in andere landen en culturen wellicht gebruikelijk zijn, maar is in Nederland onder vigerende wet- en regelgeving allerminst toelaatbaar.

Onderwaardering OCI; de Fairness Opinie

65. Met betrekking tot het beroep van OCI op de Fairness Opinie ter verdediging van de waardering van OCI is hetgeen hierboven is opgemerkt (randnrs. 56 en 57) grotendeel van overeenkomstige toepassing. Met name geldt ook hier dat de enkele, ongemotiveerde uitspraak van een zakenbank dat de waardering redelijk is onvoldoende is in de situatie dat de intrinsieke waarde volgens openbare informatie veel hoger ligt. Ook hier geldt dat OCI de aard van de opinie onjuist weergeeft. Rothschild & Sons zegt immers ook met betrekking tot OCI dat zij geen waardering van de individuele balansposten van OCI heeft ondernomen of van dergelijke waarderingen kennis heeft genomen (zie het citaat in randnr. 56). Dat roept bovendien de vraag op welke "valuations and assessments as they are typically performed by investment banks" Rothschild & Sons dan wel heeft ondernomen, want gelet op de samenstelling van de balans van OCI is een waardering op basis van de individuele activa en passiva eigenlijk de enige die in aanmerking komt.
66. Ook met betrekking tot OCI heeft Rothschild & Sons naar eigen zeggen blindgevaren op de plannen, projecties en voorspellingen van het uitvoerend bestuur:

"As agreed with the Board of Directors of OCI, for the purposes of giving the opinion we have: (...) assumed that the projections, plans and forecasts provided by OCI have been reasonably prepared on bases reflecting the best available estimates and good faith judgments of the future performance of OCI by OCI's senior management and that they have been reviewed and approved by OCI"



Het gaat hier evenwel om plannen, projecties en voorspellingen die zijn opgesteld door of onder toezicht van Nassef Sawiris en Badrawi, die beiden ten nauwste met Orascom zijn verbonden. Een fairness opinie die is gebaseerd op het blindelings overnemen van de plannen, projecties en voorspellingen van de kopende partij is van geen betekenis.

Fiscaliteit

67. Bij al het voorgaande komt dat OCI enkel met het oogmerk de aandeelhouders te kunnen dwingen tot omruiling voor een fiscaal ongunstige route kiest. Hoewel het economisch om omruiling van aandelen gaat, ontvangen de aandeelhouders de aandelen-Orascom formeel bij wege van dividend, zodat daarover dividendbelasting verschuldigd is (wat bijvoorbeeld bij een tenderbod niet zo zou zijn). Aandeelhouders die deze belasting niet kunnen verrekenen betalen dus ook een fiscale prijs voor de dwang die OCI uitoefent.

Gedwongen omzetting naar aandelen die genoteerd zijn in het Midden-Oosten

68. De Transactie zou meebrengen dat de aandeelhouders worden gedwongen om hun aandelen-OCI om te ruilen in aandelen-Orascom, wat niet alleen een totaal andersoortige onderneming is, maar wat bovendien aandelen zijn die slechts zijn genoteerd aan beurzen te Egypte en te Abu Dhabi. Dat is om diverse redenen bezwaarlijk. In onderstaande bespreking beperken de VEB c.s. zich tot de notering te Abu Dhabi, nu ook OCI niet zal willen beweren dat van aandeelhouders geveerd zou kunnen worden dat zij via de beurs van Caïro gaan beleggen.
69. Ten eerste moet worden opgemerkt dat Abu Dhabi (deel van de Verenigde Arabische Emiraten, "VAE") gelegen is in een notoir instabiel deel van de wereld. Ten tijde van de opstelling van dit verzoekschrift lijkt er aan de overzijde van de Perzische Golf een revolutie gaande, terwijl er een concrete dreiging is van gewapende vijandelijkheden tussen de VAE en buurland Saoedi-Arabië. (Op 30 december 2025 voerde de Saoedische luchtmacht bombardementen uit op wapendepots van de VAE te Jemen, met als achtergrond dat partijen zich achter verschillende fracties in de Jemenitische burgeroorlog geschaard hebben.) Ten tijde van de mondelinge behandeling van deze zaak kunnen de kaarten weer totaal anders liggen, maar dat benadrukt slechts hoe onvoorspelbaar ontwikkelingen in het Midden-Oosten zijn. Dat komt bovenop het feit dat de activiteiten van Orascom eveneens zijn geconcentreerd in die regio.
70. Ten tweede zijn de VAE geen democratie en geen volwaardige rechtstaat. Volgens de gezaghebbende *Democracy Index* van de *Economist Group* worden de VAE op zuiver autoritaire wijze geregeerd (score 3,5 uit 10, plaats 119 van 167). De VAE zijn (mede daarom) ook geen volwaardige rechtstaat. Dit is aanleiding tot ernstige zorgen over de bescherming die de minderheidsaandeelhouders in de toekomst als aandeelhouders van Orascom zullen genieten. Na voltooiing van de Transactie zullen zij immers geen beroep meer kunnen doen op de Nederlandse rechter, maar zouden zij zijn aangewezen op een gang naar de Emiratische rechter als Sawiris wederom misbruik zou maken van zijn meerderheidsmacht. Het is ten minste zeer twijfelachtig of er dan een met voldoende waarborgen omklede rechtsgang voor een onafhankelijke en onpartijdige rechter ter beschikking zou staan.
71. OCI heeft zich gerealiseerd dat er bij de minderheidsaandeelhouders bezwaren zullen leven tegen het gedwongen verplaatsen van hun beleggingen naar de VAE. In de Explanatory



Notes (Annex 2) is daarom een uitvoerige vergelijking opgenomen van de aandeelhoudersrechten volgens de statuten van OCI en de statuten van Orascom. Dat is echter niet waarom het gaat. Het gaat erom dat er in Nederland effectieve rechtsbescherming beschikbaar is, terwijl het maar de vraag is of dat in de VAE ook zo zou zijn.

72. In het verlengde van het voorgaande ligt dat de Europese Commissie met betrekking tot de effectenbeurs te Abu Dhabi geen gelijkwaardigheidsbesluit heeft genomen zoals bedoeld in Artikel 25 lid 4 van Richtlijn 2014/65/EU betreffende markten voor financiële instrumenten ('Mifid II'). Reeds daarom kan niet worden aangenomen dat die effectenbeurs voorziet in een juridisch en toezichtskader dat gelijkwaardig is aan dat kader binnen de Europese Unie. Het bestuur van OCI verlangt dus dat de minderheidsaandeelhouders hun beleggingen binnen de Europese Unie zonder tegensputteren laten vervangen door beleggingen die geen gelijkwaardige bescherming genieten.
73. Het voorgaande is ook in de Bezwarenbrief aan OCI voorgehouden. Zij reageert met niets anders dan de naakte stelling dat alles aan de beurs van Abu Dhabi prima geregeld is en dat de aandeelhouders maar vertrouwen moeten stellen in het rechtssysteem van de VAE. ("ADX is a respected international stock exchange with sophisticated safeguards and Abu Dhabi law offers appropriate protection to minority shareholders.") De fundamentele bezwaren tegen een belegging in een autoritair land in het Midden-Oosten worden met kenmerkende arrogantie genegeerd. Nederlandse instellingen en particulieren hebben er evenwel weinig of geen behoefte aan om - zichtbaar voor de Nederlandse belastingdienst en financiële instellingen, die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op terrorismebestrijding en het voorkomen van witwassen - activiteiten en registraties te verrichten in jurisdicties waartegen internationaal, zowel politiek als maatschappelijk, toenemende weerstand bestaat.
74. Bij het voorgaande komt ook dat het aanhouden van aandelen die te Abu Dhabi zijn genoteerd op praktische bezwaren stuit omdat de meeste Nederlandse financiële instellingen de mogelijkheid daartoe niet bieden. Teneinde de beschikking te krijgen over de Orascom-aandelen zullen de aandeelhouders zich tenminste bij de beurs van Abu Dhabi moeten registreren, aldus ook de Explanatory Notes (Zie Annex 3, in samenhang met de definitie van 'Eligible Shareholder' en 'NIN' in Annex 1). Dergelijke registratie verlangt onder meer dat een kopie van een persoonsbewijs ter beschikking wordt gesteld. Dat het registreren bij en het verstrekken van persoonsgegevens aan autoriteiten te Abu Dhabi (waar de AVG uiteraard niet van toepassing is) bezwaarlijk is, is in de Bezwarenbrief aan OCI voorgehouden. In de reactie van OCI wordt het genegeerd. Beleggers moeten niet zo kleinzielig doen, zo vindt OCI blijkbaar.
75. Minderheidsaandeelhouders kunnen de inherente risico's van het aanhouden van een belegging op de beurs te Abu Dhabi in een onderneming waarin Sawiris de baas is uiteraard ontwijken door hun aandelen-OCI voorafgaand aan uitvoering van de Transactie van de hand te doen, of (na registratie) nadien hun aandelen-Orascom te verkopen. Dan worden zij echter geconfronteerd met het feit dat een groot gedeelte van de aandeelhouders OCI ontvlucht, met als gevolg dat de koers thans is gedaald tot onder het niveau dat strookt met de (nadelige) voorwaarden van de Transactie. Zoals in het feitenrelaas aan de orde is geweest: Nassef Sawiris maakt daarvan inmiddels opportunistisch gebruik. De VEB c.s. ontkomen in dit verband helaas niet aan de indruk dat het veroorzaken van een verkoopgolf teneinde Sawiris in staat te stellen zijn belang goedkoop uit te breiden de vooropgezette bedoeling van OCI is geweest. In de Transactie blijken in dit verband diverse elementen te zijn



ingebouwd die ertoe strekken een zo groot mogelijk aanbod van aandelen-OCI en daarna aandelen-Orascom te creëren. Verwezen wordt met name naar de volgende passage op pagina 29 van de Explanatory Notes:

“Sales facility: most banks holding the OCI shares of the Non-Eligible Shareholders can facilitate the sale of OCI shares before the Demerger becoming effective. Upon the accountment of the Transaction, ABN AMRO will assist with one or more voluntary sale facilities to guide these preclosing sales, which will be implemented ahead of the EGM. OCI shareholders who elect to participate in the sales facility will receive via their financial intermediary an identical price in each tranche. ABN AMRO will communicate with Euroclear admitted institutions and will not directly be in contact with individual shareholders. Further information of the practicalities of the sales facility (including costs) will be made available through the Technical Information Memorandum.”

Bij ontbreken van het in deze passage genoemde ‘Technical Information Memorandum’ is raadselachtig wat er met deze passage wordt bedoeld. Huidige aandeelhouders zijn uiteraard in staat zelf verkoopinstructie te geven, dus het oogmerk van de hier aangekondigde ‘verkoopfaciliteit’ lijkt slechts te zijn om een zo groot mogelijk aanbod en dus een zo laag mogelijke koers van OCI te realiseren. De geciteerde passage roept daarnaast een reeks vragen op: beleggers zouden “an identical price in each tranche” ontvangen, maar elke toelichting over de wijze van prijsvorming, het tijdstip van vaststelling of de toepassing van beginselen van best execution ontbreekt.

76. Ook volgend op de uitvoering van de Transactie moet er kennelijk een zo groot mogelijk aanbod aandelen-Orascom worden gecreëerd. De Orascom-aandelen van aandeelhouders die zich niet tijdig registreren bij de Emiratische autoriteiten, worden eerst ondergebracht in een ‘suspense account’, aldus de Explanatory Notes (p. 29). Na verloop van zes maanden worden die aandelen overdragen aan een stichting naar het recht van Abu Dhabi (p. 29/30) en vervolgens via de beurs verkocht.
77. De VEB c.s. hebben ook het bovenstaande bezwaar bij OCI aan de orde gesteld. In haar reactie gaat OCI daar niet rechtstreeks op in, maar ontvouwt slechts een betoog omtrent de liquiditeit van het aandeel-Orascom volgend op voltooiing van de Transactie (waarbij zij schermt met een analyse van Rabobank, dat zij echter niet onthult). De liquiditeit van het aandeel-Orascom is echter niet waar het hier om gaat. Het gaat erom dat zij door OCI in een positie worden gemanoeuvreed waarin zij de keuze hebben tussen ofwel het voor geruime tijd aanhouden van aandelen via een exotische beurs en daarbij bloot staan aan verder misbruik van meerderheidsmacht, ofwel het verkopen van aandelen op het dieptepunt van de markt. Dat die zorg reëel is, wordt bevestigd door het feit dat OCI in haar reactie geen enkel argument heeft kunnen noemen om die zorg weg te nemen. Daarnaast is het inderdaad zo dat de liquiditeit op de beurs van Abu Dhabi marginaal is. Dat wordt niet anders doordat OCI zich inspant om een zo groot mogelijk aanbod te creëren.

Onderzoek

78. Uit het voorgaande blijkt dat er meer dan gegronde redenen zijn om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken bij OCI te twijfelen. De VEB c.s. verzoeken de Ondernemingskamer om terzake een onderzoek te bevelen. In de ogen van de VEB c.s. zou dat onderzoek de periode moeten beslaan vanaf de strategische koerswijziging van OCI, derhalve de periode



vanaf 1 april 2023. De VEB c.s. menen dat het onderzoek betrekking zou moeten hebben op de voorbereiding van de Transactie, waarbij bijzondere aandacht zou moeten uitgaan naar (i) de redenen waarom het bestuur voor de Transactie heeft gekozen en of zij zich voldoende heeft ingespannen om alternatieven in kaart te brengen, (ii) de wijze waarop OCI is omgegaan met het belangenconflict van diverse betrokkenen, (iii) de wijze waarop de ruilverhouding tot stand is gekomen, (iv) de gevolgen die het optreden van het bestuur en de beoogde voorwaarden van de Transactie hebben gehad voor de beurskoers van OCI, zulks mede in verband met het feit dat de meerderheidsaandeelhouder daarvan gebruik blijkt gemaakt te hebben teneinde zijn belang uit te breiden, (v) de vraag of het bestuur zich bij desinvesteringen voldoende heeft ingespannen om langdurige blootstelling aan garantieclaims te vermijden (bijvoorbeeld door een verzekering af te sluiten), en (vi) de wijze waarop het bestuur uitvoering heeft gegeven aan haar verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie.

Onmiddellijke Voorzieningen

79. Zoals reeds in de inleiding aan de orde is geweest, dreigen de minderheidsaandeelhouders bij uitvoering van de Transactie onherstelbare schade te lijden. De VEB c.s. verzoeken daarom primair om OCI te verbieden om de voorstellen die staan geagendeerd voor de vergadering van aandeelhouders van 22 januari 2026 in stemming te brengen, waaronder het voorstel tot goedkeuring van de Transactie. Dit geldt ook voor het voorstel om decharge aan het bestuur te verlenen. De mogelijkheid van OCI om haar huidige bestuurders zo nodig aan te spreken behoort behouden te blijven.
80. Subsidiair wordt verzocht om het stemrecht op de aandelen die direct of indirect worden gehouden door leden van de familie Sawiris te schorsen. Naar Nederlands recht kan een aandeelhouder in beginsel weliswaar zijn stemrecht in eigen belang uitoefenen, maar de onderhavige zaak wordt erdoor gekenmerkt dat de meerderheidsaandeelhouder voornemens is zijn meerderheidsmacht te misbruiken teneinde in eigen belang en ten detrimente van alle andere aandeelhouders een transactie door te drukken, terwijl die meerderheidsaandeelhouder bovendien slechts beschikt over een flinterdunne meerderheid (op 9 december 2025 en volgens OCI: 50,9%) en van een onafhankelijke beoordeling van de transactie door het bestuur klaarblijkelijk geen sprake is geweest, zo blijkt onder veel meer uit de zo blijkt onder meer uit de disproportionele en overtrokken waardering van Orascom. Bij toewijzing van deze voorziening kan het bestuur proberen een meerderheid van de minderheidsaandeelhouders alsnog van haar plannen te overtuigen (zo nodig na aanpassing daarvan) en aldus alsnog een niet-geconflicteerde meerderheid te vinden. Een dergelijke '*majority of the minority*'-regel is in omstandigheden als de onderhavige in veel rechtsstelsels gangbaar (naar de VEB c.s. begrijpen: ook dat van Abu Dhabi). Aldus kan worden bijgedragen aan het herstel van gezonde verhoudingen binnen OCI.

REDENEN WAAROM verzoekers de Ondernemingskamer verzoeken om bij beschikking, uitvoerbaar bij voorraad:

- (a) één of meer deskundigen te benoemen tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken bij OCI N.V. over het tijdvak vanaf 1 april 2023 tot en met de datum van de door het Hof te wijzen beschikking;
- (b) bij wijze van onmiddellijke voorziening en voor de duur van het geding:



- (i) OCI N.V. te verbieden de voorstellen die zijn geagendeerd voor de vergadering van aandeelhouders van 22 januari 2026 in stemming te brengen; althans
- (ii) het stemrecht op de aandelen in het kapitaal van OCI N.V. die middellijk of onmiddellijk worden gehouden door de heer Nassef O.N. Sawiris, mevrouw Nadia N. Sawiris en de heer Samih Sawiris (waaronder in ieder geval: aandelen gehouden door NNS Holding (Cyprus) Limited, NNS s.a.r.l. SPF, NNS 3 s.a.r.l. SPF, NNS Luxembourg S.à.r.l. en Thursday Holding) te schorsen;
- (c) OCI N.V. te veroordelen in de kosten van het geding.

Haarlem, 2 januari 2026