



F. Het openbaar bod

De feiten

52. Op 24 juni 2026 heeft Sawiris bekend gemaakt via NNS een openbaar bod op de aandelen in het kapitaal van OCI uit te zullen brengen ter hoogte van EUR 4,10 per aandeel. OCI heeft bij persbericht van dezelfde datum bekend gemaakt dat bod te ondersteunen (Productie 50 en [Productie 83](#); persberichten OCI en Sawiris d.d. 24 juni 2026). Het bod waardeert OCI op USD 988 miljoen.³⁰ Ten tijde van de indiening van dit aanvullend verzoekschrift is het biedingsbericht nog niet gepubliceerd.
53. Bij persbericht van 1 juli 2026 (Productie 47) heeft OCI nadere informatie verstrekt over haar beweegredenen om het openbaar bod van Sawiris aan te bevelen. OCI beroept zich met name op een opinie van N.M. Rothschild & Sons Limited ("**Rothschild**") waarin Rothschild te kennen geeft dat de geboden prijs in haar ogen 'fair' is. De opinie bevindt zich bij het persbericht. Voorts beroept OCI zich op een analyse die zij heeft laten uitvoeren door Alvarez & Marsal naar de financiële gevolgen voor de aandeelhouders indien de resterende activa van OCI te gelde worden gemaakt en de opbrengsten worden uitgekeerd. Een samenvatting van de bevindingen van Alvarez & Marsal ("**A&M**") is eveneens opgenomen in een bijlage bij het persbericht. A&M onderscheidt een versnelde liquidatie ('accelerated exit') en een beheerste liquidatie ('run off'), maar in beide gevallen zou de verwachte opbrengst per aandeel onder het niveau van het openbaar bod liggen, aldus A&M. Zij heeft haar bevindingen in onderstaande opstelling samengevat:

Base Case: Illustrative value range

\$m	Accelerated Exit Case	Run-off Case
Opening cash (29 May 2026)	1,140.0*	1,140.0*
① Net OCIN proceeds	223.5	223.5
② HoldCo costs (30 May 2026 – 31 December 2032)	(252.5)	(244.5)
③ W&I and indemnity related costs	(231.2)	(63.9)
④ Interest income	82.8	111.9
⑤ Remaining contractual close outs	(18.9)	(18.9)
Gross liquidation distributions	943.7	1,148.2
⑥ Impact of discounting	(165.1)	(244.4)
OCI liquidation value pre-DWT (\$m)	778.7	903.8
OCI liquidation value post-DWT (\$m)	661.9	768.2
Implied share price pre-DWT, discounted (€/share)	3.21	3.73
Implied share price post-DWT, discounted (€/share)	2.73	3.17

Note: (*) Publicly disclosed net cash of \$1,080m; variance driven by inventory finance cash balances.

54. In het persbericht van 1 juli 2026 wordt voorts vermeld dat de OK Bestuurders onafhankelijk advies over het bod hebben ingewonnen en dat de door deze bestuurders ingeschakelde adviseur - AXECO Corporate Finance ("**Axeco**") - eveneens (maar onder voorbehoud) van oordeel is dat de biedprijs 'fair' is. De opinie is eveneens bij het persbericht gevoegd. Dat is

³⁰ 211.357.989 uitstaande aandelen maal EUR 4,10 is EUR 867 miljoen, is USD 988 miljoen.



voor de OK Bestuurders evenwel geen aanleiding om het bod te ondersteunen. Zij nemen dienaangaande een neutrale positie in:

“Based on the independent valuation analyses performed by AXECO, the Court-appointed Directors have reached the conclusion that the offer price is not unreasonable from a financial point of view. However, they conclude that the offer price is not sufficiently convincing for them to recommend to the OCI shareholders to tender their Shares pursuant to the Offer. Nevertheless, as the Offer in itself provides cash optionality for OCI shareholders, the Court-appointed Directors do support the Offer, be it with a neutral opinion in respect of the offer price.”

De mogelijkheid om aandelen te verkopen in het kader van het openbaar bod is voor de OK Bestuurders niettemin aanleiding om toestemming te geven om de Transactie wederom te agenderen op een vergadering van aandeelhouders. Die vergadering zal naar verwachting op korte termijn worden geconvoceerd.

De hoogte van het bod

Inleiding

55. VEB-Smits stellen voorop dat een openbaar bod op de aandelen in het kapitaal van OCI de juiste oplossingsrichting is. Het bod van Sawiris is die oplossing echter niet. Aandeelhouders worden immers voor de keuze geplaatst tussen hetzij te verkopen aan Sawiris, hetzij in het kader van de Transactie afgerekend te worden in aandelen Orascom met alle nadelen van dien. In de normale situatie heeft een aandeelhouder de optie om niet in te gaan op een openbaar bod. Dat kan erin resulteren en de bieder wordt genoopt zijn bod te verbeteren, of eventueel in een uitkoopprocedure. In de onderhavige situatie ontbreekt die optie. Sawiris en het bestuur van OCI bieden de minderheidsaandeelhouders per saldo slechts de keuze tussen onaantrekkelijke aandelen Orascom en een onaantrekkelijke prijs.
56. Dat het bod van Sawiris onredelijk laag is, volgt reeds rechtstreeks uit het feit dat OCI thans over kasmiddelen beschikt ter hoogte van USD 1,14 miljard. De opbrengst van de OCIN-transactie en de potentiële vrijval van de Fertiglobe-escrow komen daar nog bij. Niettemin is het bod gebaseerd op een waardering die aanzienlijk *onder* het niveau van de aanwezige kasmiddelen ligt.
57. VEB-Smits hebben er kennis van genomen dat het bestuur in het persbericht van 24 juni 2026 laat weten dat “various large shareholders” het bod zouden ondersteunen. Als dat zo is, is dat voor het bestuur allerminst een reden voor zelfingenomenheid. Daaruit zou immers slechts blijken dat het bestuur erin is geslaagd een zo grote onzekerheid omtrent haar motieven en intenties te creëren, dat aandeelhouders bereid zijn om afscheid van hun aandelen te nemen tegen een prijs die zelfs onder het niveau ligt van de aanwezige kasmiddelen per aandeel.
58. VEB-Smits geven zich er rekenschap van dat aandeelhouders die op het bod van Sawiris ingaan geen dividendbelasting verschuldigd zullen worden, terwijl dat bij de Transactie voor sommige aandeelhouders wel het geval zou zijn en terwijl aandeelhouders die op het bod ingaan niet het slachtoffer zullen worden van de Orascom-koersval die naar verwachting op de Transactie zal volgen. Dat is voor VEB-Smits geen aanleiding het bod hoger te waarderen. Zoals hierboven aan de orde is geweest: de Transactie voorziet in economische zin evenzeer



in een overname en die is slechts bij wijze van dwangmiddel jegens de minderheidsaandeelhouders vormgegeven als dividenduitkering. Dat het bod aandeelhouders niet opzadelt met een fiscaal nadeel dat OCI met de Transactie zelf heeft gecreëerd, maakt het bod niet aantrekkelijk(er).

Rothschild

59. Zoals in het Verzoekschrift en ter zitting van 13 januari 2026 aan de orde is geweest heeft Rothschild ook met betrekking tot de Transactie een fairness opinie afgegeven, namelijk haar opinie van 8 december 2025.³¹ De Transactie was volgens Rothschild 'fair', zulks omdat OCI in het kader van de Transactie werd gewaardeerd op USD 1,35 miljard. Zes maanden later meent Rothschild dat een bod waarbij OCI wordt gewaardeerd op USD 988 miljoen evenzeer 'fair' is. Rothschild geeft op deze discrepantie geen enkele toelichting. Rothschild diskwalificeert zichzelf.

60. Hoewel Rothschild zich niet geroepen voelt om uit te leggen waarom zij achtereenvolgende waarderingen met een zeer substantieel verschil beide als 'fair' kwalificeert, zegt OCI zelf daar wel iets over in bovengenoemd persbericht van 1 juli 2026:

"In considering Rothschild & Co's analysis, shareholders should note that the valuation references used in connection with the original Orascom Combination and the current Offer are not directly comparable. Rothschild & Co's December 2025 fairness opinion was provided in the context of a share-for-share combination with Orascom Construction and assessed the fairness, from a financial point of view, of the consideration to be received by OCI under that transaction. The agreed exchange ratio reflected a relative valuation exercise for OCI and Orascom Construction and was intended to determine the relative contributions of each company to the Orascom Combination."

Dit is een herhaling van de verdediging die OCI eerder in deze procedure heeft gevoerd en die erop neerkomt dat het bij de waarderingen die in het kader van de Transactie zijn gehanteerd zou gaan om een verhoudingsgetallen en niet om absolute waardes. Dat verhaal is reeds ontzenuwd. Noch in de oorspronkelijke berichtgeving door OCI omtrent de Transactie, noch in het Rothschild-materiaal valt enige steun te vinden voor de verhoudingsgetallen-lezing van OCI.³² Dat verhaal heeft OCI pas bedacht toen de VEB bezwaar tegen de Transactie maakte.

61. Ook voor het overige legt de opinie van Rothschild geen gewicht in de schaal. Bij de waardering van OCI komt het immers aan op een schatting omtrent de toekomstige kosten en opbrengsten van de vennootschap. Rothschild blijkt daaromtrent echter geen enkel onderzoek te hebben gedaan³³, maar is blindgevaren op informatie van het management (kennelijk: Badrawi).³⁴ Het bod van Sawiris is redelijk omdat een ondergeschikte van Sawiris dat zegt, aldus Rothschild.

³¹ Productie 15 VEB.

³² Vgl. Verzoekschrift, randnr. 46 en zie Productie 28 OCI.

³³ "Rothschild & Co has not made an independent evaluation or appraisal of the assets and/or liabilities of OCI, or any of its respective subsidiaries, and has not been provided with any such evaluations or appraisals."

³⁴ "As agreed with the Board of Directors of OCI, for the purposes of giving the opinion we have:



62. In ieder geval volgens de door OCI gegeven toelichting heeft Rothschild ten slotte gewicht toegekend aan de koers van het aandeel OCI over het recente verleden en aan koersdoelen die door analisten zijn afgegeven.³⁵ Ook daarmee slaat Rothschild de plank mis. De koers en de koersdoelen zijn immers verregaand beïnvloed door het feit dat OCI in het belang van slechts haar meerderheidsaandeelhouder heeft aangestuurd de Transactie. In de maand voordat uit de aankondiging van de Transactie bleek van de ernstige governance-problemen bij OCI bewoog de koers van OCI zich tussen EUR 4,74 en EUR 5,15³⁶ en was de gemiddelde som-der-delen waardering onder analisten EUR 5,20.³⁷
63. Gezien het bovenstaande levert de fairness opinie van Rothschild geen enkele bijdrage aan onderbouwing van de zienswijze dat een bod op het niveau van EUR 4,10 redelijk is. VEB-Smits onderkennen dat A&M en Axeco serieuzere partijen zijn dan Rothschild. Zoals onderstaand wordt toegelicht volstaan ook hun analyses niet om de twijfels over de motieven van het bestuur met het aanbevelen van het bod weg te nemen.

Fertiglobe

64. Verreweg de belangrijkste onzekere factor bij de waardering van OCI is de blootstelling aan vrijwaringsvorderingen van ADNOC in verband met de Fertiglobe-transactie. In de berekening van A&M wordt ervan uitgegaan dat er geen enkele vrijval vanuit de escrow van USD 362 miljoen zal plaatsvinden en dat er daarnaast kosten ter hoogte van USD 231,2 miljoen (versneld scenario) of USD 63,9 miljoen (beheerst scenario) gemaakt zullen moeten worden teneinde het risico op een terugbetaling weg te nemen. Per aandeel is dat een verschil van EUR 2,46 (versneld scenario) of EUR 1,77 (beheerst scenario). Zonder de Fertiglobe-onzekerheid ligt de waarde van het aandeel-OCI dus in ieder geval boven het bod van Sawiris.
65. Anders dan Rothschild heeft Axeco getracht zich een beeld te vormen van de waarde van de kans dat de Fertiglobe-escrow geheel of gedeeltelijk vrijvalt. Dat verdient waardering, maar helaas moet geconstateerd worden dat Axeco er niet in is geslaagd zich dat beeld ook daadwerkelijk te vormen:

“Based on the information made available to us, the Company, the EC Directors, and the qualified external legal advisers involved in the assessment of the Fertiglobe indemnities (together, the “Relevant Parties”) considered scenarios under which a

- relied, without independent verification, upon the financial, business and other information discussed with, or reviewed by, Rothschild & Co and assumed the accuracy and completeness of such information;
- 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 (...).”

³⁵ Persbericht OCI: “Additional points of reference were analysts’ average target prices, which ranged from €3.75 to €3.79 based on the most recently published reports from Berenberg, Citi, Degroof Petercam, HSBC, ING Bank, JP Morgan and Kepler Cheuvreux. Rothschild & Co has also considered the twelve month and three month volume weighted average prices in the stock market which ranged from €3.63 to €3.64; the 12 month high and low prices in the stock market which were €2.65 to €5.04; the 3 month high and low prices in the stock market which were €3.32 and €4.03; and, the current value of the proposed Orascom transaction which was €6.07 before DWT and €5.16 net of DWT.

³⁶ Verzoekschrift, randnr. 16.

³⁷ Verzoekschrift, p. 24.



potential partial release of the related escrow amount could arise. While these discussions did not result in a single aligned outcome, our understanding is that the Relevant Parties recognise the inherent uncertainty relating to the existence, enforceability and potential recoverability of any claim to release the escrow amount. In the absence of a clearly established outcome and given that the relevant considerations involve legal assessments outside the scope of our expertise as financial advisor, we have followed the Company's view, as supported by its qualified external legal advisers and independent auditor, and have not assumed a release of the escrow amount in our financial analyses. We note, however, that there may be potential future value associated with a release of the escrow amount in respect of the Fertiglobe indemnities, although the timing, quantum and probability of any such release remain uncertain and are, among other things, subject to developments outside OCI's control."

Enigszins oneerbiedig samengevat staat hier: 'wij weten het ook niet en daarom kunnen wij aan de Fertiglobe escrow geen enkele waarde toekennen, al kan die waarde er wel zijn'. De geciteerde woorden werpen bovendien nieuwe twijfels op. Onder de adviseurs van OCI blijkt geen sprake te zijn van een eensluidende opvatting ("aligned outcome"), hoewel de transactie inmiddels ruim twee en een half jaar geleden is gesloten en dus verwacht zou mogen worden dat een concrete inschatting omtrent de slagingskans van door ADNOC ingediende vrijwaringsvorderingen mogelijk is. Daar komt bij dat de onzekerheid betrekking heeft op "the existence, enforceability and potential recoverability of any claim to release the escrow amount". De vraag of er een vordering tot vrijgave van de escrow bestaat ('existence') is het spiegelbeeld van de vraag of ADNOC valide vrijwaringsvorderingen ingediend heeft. Maar waarom zouden ook de "enforceability" en "recoverability" van een dergelijke vordering onderwerp van onzekerheid kunnen zijn? De overeenkomst met ADNOC behoort te voorzien in een geschilbeslechtsmechanisme waarvan de uitkomst internationaal uitvoerbaar is, in beginsel arbitrage. Blijkbaar is dat niet het geval. De "recoverability" van een toegewezen vordering zou nooit problematisch moeten kunnen zijn, want het gaat om gelden die in een escrow zouden moeten zijn gestort. Niettemin bestaat er volgens het citaat ook daaromtrent onzekerheid.

66. Het onderzoek van A&M werpt helaas geen nader licht op de Fertiglobe-blootstelling. A&M zegt enerzijds dat zij is afgegaan op het oordeel van het management dat zich geen bijbetalingsverplichting zal materialiseren (maar kennelijk ook geen vrijval).³⁸ Anderzijds projecteert zij dat het afkopen of verzekeren van de blootstelling nog substantiële kosten zal meebrengen, bovenop het bedrag van de escrow zelf. Uit de beschikbaar gestelde samenvatting van de rapportage van A&M blijkt niet dat A&M zich een zelfstandig oordeel heeft kunnen vormen van de risico's waaraan OCI blootstaat. De door A&M geraamde bijkomende afwikkelings- of verzekeringskosten kunnen in het licht van de verregaande onzekerheid die Axeco signaleert niets anders zijn dan uiterst grove schattingen.
67. De waarde van OCI is verregaand afhankelijk van de Fertiglobe-onzekerheid. Ondanks de inspanningen van A&M en Axeco blijft daaromtrent gelden dat Sawiris er alles van weet, maar de minderheidsaandeelhouders en dit Hof niets.

³⁸ "No payment is assumed above the escrow amount, consistent with Management's best estimate adopted in the financial statements." "Findings rely on information provided by the Company and publicly available sources; A&M does not undertake to independently verify or audit such information and is not liable for inaccuracies therein. Management confirmation of factual accuracy on material matters has been sought."



Holding kosten

68. A&M veronderstelt dat de holdingkosten van OCI in een liquidatiescenario USD 252,5 miljoen (versneld scenario) of USD 244,5 miljoen (beheerst scenario) zullen bedragen. Dat is EUR 1,05 respectievelijk EUR 1,01 per aandeel. Anders gezegd: uitgaande van het bod van EUR 4,10 zou ongeveer 20% van de intrinsieke waarde van OCI worden opgesoupeerd door holdingkosten. Dat is een onbegrijpelijk hoog kostenniveau. De resterende activiteiten van OCI zijn immers uitgesproken overzichtelijk. De kosten die aan het beheer van haar belangrijkste actief – haar kasmiddelen – zijn verbonden zijn verwaarloosbaar. Voor het overige zouden haar werkzaamheden in een liquidatiescenario in hoofdzaak slechts bestaan uit het afwickelen van transacties uit het verleden en daaraan zouden kosten verbonden moeten zijn van een beperkt aantal resterende medewerkers en van enige externe adviseurs. Kosten ter hoogte van enige tientallen miljoenen liggen dan ook veel meer in de rede dan de honderden miljoenen waar A&M mee rekent.
69. De samenvatting van A&M bevat wel een toelichting op de gebruikte cijfers voor de holdingkosten maar geen werkelijk antwoord op de vraag waarom een vennootschap met uiterst overzichtelijke activiteiten niettemin kosten op genoemd niveau zou moeten maken. VEB-Smits ontkomen niet aan de indruk dat in deze post met name zeer aanzienlijke kosten zijn opgenomen met betrekking tot het team van 49 personen waarop OCI zich om onduidelijke redenen laat voorstaan. (A&M: “HR [Human Resources – adv] costs are based on existing employee contracts with no new incentive programs assumed in the forecast and include expected termination costs in line with a phased reduction in headcount.”) OCI heeft nimmer kunnen toelichten waarom zij een team van dergelijke omvang in stand heeft gehouden, hoewel reeds geruime tijd duidelijk is dat de activiteiten van OCI afgebouwd zullen worden. Ter zitting van 13 januari is ook de vraag aan de orde gesteld hoe de omvang van het team zich verhoudt met het feit dat OCI volgens haar opgave aan de Kamer van Koophandel geen enkele werknemer in dienst heeft, maar daarop is geen antwoord gekomen. Het rapport van A&M versterkt slechts de indruk dat is gerekend met een scenario waarin een managementteam van disproportionele omvang zich uitbundig laat betalen voor marginale werkzaamheden.

Discontering

70. In de benadering van A&M gaat een belangrijk waardedrukkend effect uit van discontering van toekomstige dividenduitkeringen, namelijk USD 165,1 miljoen respectievelijk USD 244,4 miljoen. Dat is EUR 0,69 (versneld scenario) en EUR 1,01 (beheerst scenario) per aandeel. Voor zover begrijpelijk heeft A&M OCI voor disconteringsdoeleinden behandeld als een gewone, operationele onderneming.³⁹ A&M lijkt aldus miskend te hebben dat OCI voornamelijk bestaat uit USD 1,14 miljard aan kasmiddelen. Er behoeven dus geen toekomstige kasstromen contant gemaakt te worden, want die kasstromen zijn voor het overgrote deel al geïncasseerd. De aanwezige kasmiddelen hadden in de ogen van VEB-Smits niet verdergaand verdisconteerd mogen worden dan ter hoogte van de geprojecteerde toekomstige rentebaten. Reeds correctie van deze onvolkomenheid resulteert erin dat in het beheerste scenario de geboden prijs niet langer redelijk is: in dat

³⁹ A&M: “**Impact of discounting:** A consistent discount rate of 8.7% has been applied across scenarios. The rate is based on a 4.1% risk-free rate, 0.69 levered beta, 5.5% market risk premium, and 0.8% small company premium.”



scenario bedraagt volgens A&M de intrinsieke waarde per aandeel EUR 3,73, maar na correctie zou dat EUR 4,74 zijn.

OCIN

71. VEB-Smits hebben er kennis van genomen dat A&M uitgaat van netto-opbrengsten van de OCIN-transactie van USD 223,5 miljoen. Om de redenen die in hoofdstuk (E) zijn beschreven is dat bedrag voor Smits-VEB en voor andere minderheidsaandeelhouders onverifieerbaar. Wel kan worden vastgesteld dat OCIN is verkocht tegen een geprojecteerde netto-opbrengst die verregaand achterblijft bij het gemiddelde van de verwachting onder analisten en die zelfs onder het laagste niveau ligt dat ooit door enige analist is genoemd.

Conclusie

72. Op grond van het voorgaande vormt ook het feit dat het bestuur het openbaar bod van Sawiris heeft aanbevolen een gegronde reden om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twifelen. Dat wordt ook benadrukt door de unieke situatie dat het bestuur over dat bod verdeeld is: het zittend bestuur beveelt het aan, terwijl de OK Bestuurders (die daadwerkelijk onpartijdig zijn) een neutrale positie innemen. In ieder geval volgt uit het voorgaande dat het belang bij een onderzoek door het openbaar bod niet wordt weggenomen.